

UNIVERZITET U BEOGRADU
Fakultet organizacionih nauka

Milena V. Vučinić

**ZNAČAJ BIHEJVIORISTIČKOG
PRISTUPA ZA UNAPREĐIVANJE
ODLUČIVANJA U SAVREMENIM
FINANSIJAMA**

Doktorska disertacija

Beograd, 2016. godina

UNIVERSITY OF BELGRADE
Faculty of organizational sciences

Milena V. Vučinić

**THE SIGNIFICANCE OF BEHAVIORAL
APPROACH IN DECISION MAKING
IMPROVEMENT IN CONTEMPORARY
FINANCE**

Doctoral dissertation

Belgrade, 2016

Mentor:

dr Nevenka Žarkić-Joksimović, redovni profesor FON-a

Članovi komisije:

dr Dobrivoje Mihailović, redovni profesor FON-a

dr Milija Suknović, redovni profesor FON-a

dr Slađana Barjaktarović-Rakočević, vanredi profesor FON-a

dr Marko Backović, redovni profesor Ekonomskog fakulteta

Datum odbrane: _____

Datum promocije: _____

Značaj biheviorističkog pristupa za unapređivanje odlučivanja u savremenim finansijama

Rezime

Predmet ovog rada predstavlja ukazivanje na značaj korišćenja biheviorističkog pristupa u procesu donošenja poslovnih odluka u savremenim finansijama. Biheviorističke finansije su dosta mlada naučna disciplina, koja istražuje uticaj emocionalnih, kognitivnih i socijalnih faktora na donošenje finansijskih odluka. One predstavljaju interdisciplinarnu oblast kojoj je izvor psihologija, a primenjuje se u području odlučivanja u savremenim finansijama.

Cilj je da se ukaže na potrebu primene biheviorističkih finansija, koja uz pomoć psihologije daje objašnjenja kako donosioci odluka prave svoje izbore, odnosno ispituje ponašanje u poslovnom odlučivanju, praveći vezu između klasičnih finansija i realnosti, kao i načina na koji finansijski učesnici odlučuju, sa svim ličnim osećajima i ograničenjima koje čovek ima.

Bihevioristička teorija ne isključuje emocije iz ljudskog ponašanja, niti podcenjuje snažni uticaj emocija na proces odlučivanja u savremenim finansijama. Biheviorističke finansije obezbeđuju bolje shvatanje ponašanja investitora, menadžera i događaja u složenim i neizvesnim uslovima poslovanja, koji se dešavaju na finansijskim tržištima.

Da bi se ispitalo da li su i u kojoj meri koncepti biheviorističkih finansija zastupljeni u Srbiji i Crnoj Gori, sprovedena su tri fokus grupna intervjua sa menadžerima zaposlenih u finansijama i anketno istraživanje.

Ciljevi fokus grupa bili su da se konstruiše skala vrednosnih orijentacija menadžera zaposlenih u finansijama, koja je kasnije primenjena u anketnom istraživanju i da se stekne uvid u to koliko su koncepti biheviorističkih finansija zastupljeni u praksi naših finansijskih institucija. U tri fokus grupe učestvovalo je 23 menadžera iz Crne Gore, koji su diskutovali na sledeće teme: *performanse menadžera, donošenje odluka, sistema vrednosti i biheviorističke finansije*. Kao rezultat ovih moderiranih diskusija nastala je

sedmostepena skala vrednosnih orijentacija menadžera, koja se sastoji od 15 vrednosti i koju čine dva faktora: *vrednosti orijentisane na rezultat* i *moralne vrednosti*.

Anketno istraživanje sprovedeno je sa ciljem da se utvdi koje stilove odlučivanja menadžeri zaposleni u finansijama dominantno koriste, kao i da se ispita uloga emocionalne kompetentnosti i vrednosnih orijentacija u formiranju stilova odlučivanja.

Na osnovu rezultata do kojih se došlo istraživanjem i kroz fokus grupe, može se zaključiti da menadžeri nisu dovoljno upoznati sa konceptima teorije biheviorističkih finansija i da se saznanja koja ove teorije nude ne koriste dovoljno u praksi. Iako postoji konsenzus oko značaja koje karakteristike ličnosti imaju za uspešnost u ovom poslu, profesionalna selekcija skoro da i ne postoji pri zapošljavanju, a i kada postoji, ove karakteristike se ne proveravaju. Rezultati pokazuju da je kod menadžera najzastupljeniji racionalan stil odlučivanja, što nije u skladu biheviorističkom teorijom finansija, koja ukazuje na to da čovek nije uvek racionalan pri donošenju odluka. Naravno, mora se uzeti u obzir da se u našoj sredini smatra da u poslovanju nema mesta za emocije i da je poželjno voditi se isključivo raciom, što je davno napuštena ideja u ekonomski razvijenim zemljama. Ipak, rezultati ovog istraživanja ukazuju da formiranju racionalnog, intuitivnog i izbegavajućeg stila odlučivanja doprinose emocionalna kompetentnost i vrednosti, što u određenoj meri potkrepljuje biheviorističku teoriju finansija, koja naglašava da na odlučivanje, pored informacija, utiču i karakteristike ličnosti, sistem vrednosti, prethodna iskustva donosioca odluka, kao i emocije, stavovi, motivacija i drugi psihološki faktori.

Ključne reči: biheviorizam, biheviorističke finansije, racionalni izbor, heuristike, pristrastnosti, mentalno računovodstvo, poslovno odlučivanje, psihološki aspekti odlučivanja, interdisciplinarnost finansija, poslovne performanse

Naučna oblast: Menadžment

Uža naučna oblast: Finansijski menadžment

UDK broj:

The significance of behavioral approach in decision making improvement in contemporary finance

Summary

The topic of this work is to point out the importance of behavioral approach in decision making processes in contemporary finance. Behavioral finance is a relatively new scientific discipline which deals with the influence of emotional, cognitive and social factors in financial decision making processes. Behavioral finance is an interdisciplinary study based on psychology and applied in the field of contemporary finance.

The objective is to emphasize the necessity of practical application of behavioral finance which, supported by psychology, explains how decision makers make their choices. It also observes behaviour in business decision making, linking classical finance and reality as well as the ways financial actors use in decision making with all personal feelings and limitations innate to humans.

Behavioral theory neither excludes emotions from human behaviour nor underestimates strong influence of emotions on decision making processes in contemporary finance. Behavioral finance provide a better understanding of investors' behaviour, managers and events in complex and uncertain business environment taking place on financial markets.

In order to analyze if and how much the concepts of behavioral finance are present in Serbia and Montenegro, a survey and three focus group interviews with financial managers have been carried out.

The focus groups objectives were to construct the value orientation scale of financial managers applied later in the survey in order to understand how much the concepts of behavioral finance are present in the practice of our financial institutions. Twenty three managers from Montenegro participated in three groups discussing the following issues: *manager performances, decision making, value system and behavioral finance*. As a result of these moderated discussions a seven-point grading scale of manager value orientations has been formulated. It consists of 15 values and is dependant on two factors: *result oriented values* and *moral values*.

The survey research has been carried out in order to determine what decision making styles financial managers predominantly use as well as to examine the role of emotional competence and value orientations in decision styles formation.

On the basis of the results obtained by researching and through focus groups, it can be concluded that managers are not quite aware enough of the concepts of the behavioral finance theory and that knowledge these theories offer are not used in practice. Although there is consensus about importance that personality traits have for success in this business, professional employment selection hardly exists. When it exists, these traits are not checked. The results show that managers usually rely on the rational decision making style, which is not in accordance with behavioral finance theory and its assertion that humans are not always rational in making decisions. Of course, we must bear in mind that in our environment it is believed that there is no room for emotions and it is advisable to rely on rational reasoning – an idea abandoned long ago in economically developed countries. Nevertheless, the results of this research show that forming rational, intuitive and evading style of decision making is dependent on emotional competence and values, which at some extent corroborates behavioral finance theory which points out that, apart from information, personality traits, value system, previous experience, emotions, attitudes, motivation, and other factors influence decision making as well.

Key words: behaviorism, behavioral finance, rational choice, heuristics, partialities, mental accounting, business decision making, psychological aspects of decision making, interdisciplinarity of finance, business performance

Scientific area: Management

Specific scientific area: Financial management

UDK number:

SADRŽAJ

1	UVOD	1
1.1	Problem istraživanja.....	6
1.2	Predmet istraživanja.....	7
1.3	Ciljevi istraživanja	7
1.4	Hipoteze u istraživanju.....	9
1.5	Pregled literature	12
1.6	Načini istraživanja.....	16
1.7	Naučna i društvena opravdanost istraživanja.....	17
1.8	Očekivani naučni doprinos.....	18
2	BIHEJVORISTIČKE FINANSIJE NASUPROT KLASIČNIM FINANSIJAMA	20
2.1	Koncept klasičnih finansija.....	20
2.1.1	Kratak istorijat i specifičnosti modela <i>homo economicusa</i>	29
2.1.2	Osnovni ekonomski modeli – pretpostavka o racionalnom donošenju odluka	31
2.1.3	Programski model objašnjenja teorije racionalnog izbora	33
2.2	Biheviorističke finansije kao odgovor na nedostatke klasičnih finansija	34
2.2.1	Ograničena racionalnost – prva kritika pretpostavke o racionalnom donošenju odluka.....	37
2.2.2	Istorijat biheviorističkih finansija	39
2.2.3	Pojam biheviorističkih finansija.....	40
2.2.4	Specifičnosti biheviorističkih finansija	44
2.2.4.1	<i>Prvi stub biheviorističkih finansija – ograničenja arbitraže</i>	44
2.2.4.2	<i>Drugi stub biheviorističkih finansija – psihologija</i>	45
2.2.5	Ponašanje pojedinaca	48
2.2.5.1	<i>Saradnja i altruizam</i>	49
2.2.5.2	<i>Davanje ponuda i prokletstvo pobednika</i>	51
2.2.5.3	<i>Efekat posedovanja, sklonost ka statusu quo i averzija lišavanja</i>	52
2.2.5.4	<i>Mentalno računovodstvo</i>	56
2.2.5.5	<i>Magijsko razmišljanje</i>	60
2.2.5.6	<i>Kvazimagijsko razmišljanje</i>	61
2.2.5.7	<i>Kulturalna i društvena kontaminiranost</i>	62
2.2.5.8	<i>Globalna kultura</i>	63
2.3	Elementi psihologije u biheviorističkim finansijama	64

2.3.1	Kognitivna psihologija	64
2.3.2	Percepcija	65
2.3.3	Herustike	67
2.3.4	Mišljenje.....	68
2.3.5	Očekivanje.....	69
2.4	Biheviorističko objašnjenje donošenja važnih finansijskih odluka na bazi irelevantnih informacija	69
2.5	Bihevioristička analiza finansijske krize	70
2.6	Bihevioristička analiza volatilnosti finansijskih cena i korporacijskih investicija	72
2.7	Osetljivost investitora na kretanja na tržištu hartija od vrednosti – teorijsko-empirijska analiza	76
2.8	Biheviorističke finansije i izvori Alfa.....	77
2.9	Verovanja i stavovi investitora kao faktor ponašanja na tržištu	78
2.10	Odlučivanje u uslovima neizvesnosti.....	79
2.11	Poverenje i njegovi multiplikatori.....	83
2.12	Pravičnost kao dominantniji faktor nasuprot racionalnosti.....	84
2.13	Korupcija i zlonamernost	86
2.14	Racionalno nepoštenje i „sklonost ka varanju”	89
2.14.1	Racionalno nepoštenje.....	89
2.14.2	Iracionalno nepoštenje.....	91
2.14.3	Smanjivanje i širenje „faktora mekoće”	92
2.14.4	Eksperimentalni primeri i dokazivanje smanjivanja i širenja „faktora mekoće”	93
2.14.5	Sklonost ka varanju u aferi „Enron“	94
2.15	Priče kao faktor uticaja na ekonomsko ponašanje pojedinaca	97
2.16	Paradoks izbora – više izbora znači manje	98
2.17	Pitanje svesnosti u donošenju odluka i problem odsustva kontrole u odlučivanju – eksperimenti	102
3	PRIMENA BIHEJVORISTIČKIH FINANSIJA.....	104
3.1	Prinosi aktive i bihevioristička objašnjenja	104
3.1.1	Kalendarski efekti	104
3.1.2	Dividende u gotovini	104
3.1.3	Preterana reakcija i regresija prema srednjoj vrednosti	106
3.2	Bihevioristička objašnjenja sa kontroverznom empirijskom osnovom	106

3.2.1	Zatvoreni fondovi	107
3.2.2	Averzija prema gubitku i samostalni trgovci na Čikaškoj berzi	109
3.3	Tehnička analiza	109
3.4	Čartiranje.....	111
3.4.1	Dauova teorija	111
3.4.2	Druge čartističke tehnike.....	114
3.5	Alokacija sredstava	117
3.6	Bihevioristička portfolio teorija.....	118
3.7	Tehnički pokazatelji.....	121
3.7.1	Pokazatelji raspoloženja.....	121
3.7.1.1	<i>Trin statistika</i>	121
3.7.1.2	<i>Trgovina nepotpunim lotovima</i>	122
3.7.1.3	<i>Indeks poverenja</i>	122
3.7.1.4	<i>Put / Kol stopa</i>	123
3.7.1.5	<i>Gotovinske pozicije otvorenih investicionih fondova</i>	123
3.7.2	Pokazatelj sredstava	124
3.7.2.1	<i>Interes za prodaju na kratko</i>	124
3.7.2.2	<i>Stanje na računima kod brokera</i>	124
3.7.3	Struktura tržišta	125
3.7.3.1	<i>Pokretni proseci</i>	125
3.7.3.2	<i>Širina tržišta</i>	125
3.7.3.3	<i>Relativna snaga</i>	126
3.8	Value line sistem.....	126
3.9	Pitanje uspešnosti tehničke analize na efikasnim tržištima	127
3.10	Investicioni programi zasnovani na ličnosti i polu	128
3.11	Promene u finansijskom ponašanju - uloga finansijske edukacije.....	132
4	ANALIZA I OCENA MENADŽMENTA SA BIHEJVORISTIČKOG ASPEKTA	136
4.1	Specifičnosti korporativnog upravljanja	136
4.2	Uticaj korporativnog upravljanja na stvaranje preteranog samopouzdanja .	141
4.2.1	Modeli uprave u uporednom pravu	146
4.3	Upravljanje direktorskim samopouzdanjem	152
4.4	Psihološki profil menadžera.....	156

4.4.1	Psihometrijski metod utvrđivanja ličnosti menadžera	160
4.5	Bihevioristički aspekti ciljanog ponašanja.....	162
4.6	Korporativna kultura kao determinanta ponašanja	164
4.7	Sposobnost menadžera da uveća profit.....	166
4.8	Savremene oblasti delovanja menadžera	168
4.8.1	Menadžeri i upravljanje rizikom	169
4.8.2	Izbor metoda pri upravljanju rizikom.....	170
4.8.3	Sposobnosti menadžera da prihvati poslovni rizik.....	172
4.9	Zadovoljstvo koje proizvodi bogatstvo kod menadžera	173
4.10	Konflikt interesa između uprave i top menadžmenta.....	175
4.11	Ocena rada menadžera i nagrađivanje kadrova.....	177
4.12	Menadžerski optimizam i korporativne finansije.....	180
4.13	Samoopravdavanje kao segment efekta nepovratnog troška i organizaciona kultura	182
4.14	Upravljanje utiscima i organizaciona kultura	183
4.15	Redukovanje pristrasnosti – implikacije za menadžersku praksu.....	185
4.16	Neke metodološke i ekonomističke kritike	186
4.17	Interindividualne razlike	187
4.18	Socioekonomski položaj i neetičko ponašanje – etičnost bogatih nasuprot srednjoj i nižoj klasi	187
4.19	Društvena klasa i saosećajnost.....	189
4.20	Sebičluk bogatih.....	190
4.21	Situacijski pritisci kao faktor koji podstiče zlo u čoveku	192
4.22	Korelacija visine prihoda i sreće menadžera i zaposlenih	194
4.23	Menadžerske performanse u biheviorističkim finansijama	196
5	POSLOVNO ODLUČIVANJE	197
5.1	Odlučivanje	197
5.2	Teorije odlučivanja	199
5.2.1	Normativne teorije odlučivanja.....	203
5.2.2	Deskriptivne teorije odlučivanja	210
5.2.3	Preskriptivne teorije odlučivanja.....	217
5.3	Odluka – pojam i vrste	222

5.3.1	Vrste odluka	224
5.4	Faktori odlučivanja	226
5.4.1	Objektivni faktori odlučivanja	227
5.4.2	Subjektivni faktori odlučivanja	235
5.5	Vrste odlučivanja	240
5.5.1	Privatno odlučivanje.....	240
5.5.2	Poslovno odlučivanje	242
5.5.3	Menadžersko odlučivanje.....	243
5.6	Individualno i grupno odlučivanje	245
5.6.1	Individualno odlučivanje.....	246
5.6.2	Grupno odlučivanje	247
5.6.2.1	<i>Tehnike grupnog odlučivanja.....</i>	<i>248</i>
5.7	Metode odlučivanja.....	251
5.7.1	Heurističke metode donošenja odluka.....	251
5.7.2	Složene metode višekriterijumskog odlučivanja.....	252
5.7.3	Metode višekriterijumskog odlučivanja	252
5.7.4	Metode donošenja odluka u uslovima neizvesnosti i rizika	253
5.8	Modeli odlučivanja	253
5.8.1	Odlučivanje na osnovu modela ekonomskog čoveka	254
5.8.2	Odlučivanje na osnovu modela administrativnog čoveka	255
5.9	Novi trendovi u odlučivanju	256
5.10	Finansijski izveštaji kao osnova za poslovno odlučivanje.....	257
5.11	Psihološki aspekti odlučivanja	260
5.11.1	Ličnost, pojam i osobine	260
5.11.2	Inteligencija i vidovi inteligencije.....	263
5.11.3	Poslovna inteligencija	265
5.11.4	Uloga emocija u odlučivanju.....	266
5.11.5	Emocionalna inteligencija u menadžmentu.....	267
5.11.6	Intuicija u poslovnom odlučivanju	268
5.11.7	Greške pri odlučivanju	269
5.12	Heuristike u odlučivanju i njihova ograničenja	271
5.13	Regresiona analiza	275
6	ISTRAŽIVANJE PRIMENE BIHEJVIORISTIČKOG PRISTUPA U POSLOVNOM ODLUČIVANJU NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU	290
6.1	Ciljevi fokus grupe.....	290

6.2	Način sprovođenja.....	290
6.3	Uzorak.....	290
6.4	Pregled tema fokus grupnog intervjua	291
6.5	Rezultati	293
6.5.1	Tema 1. Performanse menadžera sa finansijskog tržišta.....	293
6.5.2	Tema 2. Donošenje odluka menadžera sa finansijskog tržišta.....	296
6.5.3	Tema 3. Sistem vrednosti menadžera sa finansijskog tržišta	298
6.5.4	Tema 4. Poznavanje biheviorističkih finansija menadžera sa finansijskog tržišta	299
6.6	Diskusija i zaključak	299
7	ISTRAŽIVANJE	303
7.1	Metodološki deo rada.....	303
7.1.1	Problem istraživanja.....	303
7.1.2	Predmet istraživanja	305
7.1.3	Ciljevi istraživanja.....	306
7.1.3.1	<i>Naučni cilj istraživanja</i>	306
7.1.3.2	<i>Društveni cilj istraživanja</i>	306
7.1.4	Hipoteze istraživanja	307
7.1.4.1	<i>Generalna hipoteza</i>	307
7.1.4.2	<i>Opšta hipoteza</i>	307
7.1.4.3	<i>Posebne hipoteze</i>	307
7.1.5	Varijable istraživanja i njihova deskripcija.....	307
7.2	Metodološki deo rezultata	309
7.2.1	Uzrok.....	309
7.2.2	Instrumenti	315
7.2.3	Postupak istraživanja.....	316
7.2.4	Obrada	316
8	ANALIZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA.....	318
9	DISKUSIJA I ZAKLJUČNA RAZMATRANJA ISTRAŽIVANJA.....	344
10	ZAKLJUČAK.....	350
11	LITERATURA	355

SPISAK TABELA

Tabela 1: Važnost alternativnih investicionih ciljeva za različite demografske grupe merena prosečnim rejtingom	105
Tabela 2: Kretanje cene akcije u prošlosti	115
Tabela 3: Komparacija različitih modela ličnosti	144
Tabela 4: Grafički prikaz tabele kao instrumenata utvrđivanja devijacija u ponašanju kod dece, korišćenog za identifikaciju problema od strane stručnog lica	162
Tabela 5: Fokus grupa 1 - Banka	291
Tabela 6: Fokus grupa 2 - Brokerska kuća	291
Tabela 7: Fokus grupa 3 - Investicioni fond	291
Tabela 8: Korelacije između stilova donošenja odluka, emocionalne kompetentnosti i vrednosti	318
Tabela 9: Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera kao prediktori racionalnog stila odlučivanja	319
Tabela 10: Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera kao prediktori intuitivnog stila odlučivanja	320
Tabela 11: Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera kao prediktori izbegavajućeg stila odlučivanja	322
Tabela 12: H_3 : Kod menadžera zaposlenih u finansijama intuitivni stil donošenja odluka dominantnije je od racionalnog stila	324
Tabela 13: H_4 : Kod menadžera zaposlenih u finansijama dominiraju vrednosti usmerene na postignuće	326
Tabela 14: H_5 : Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na percepciju uspešnosti menadžera	327
Tabela 15: H_7 : Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na stepen poznavanja biheviorističkih finansija	329
Tabela 16: Razlike u stilovima donošenja odluka između menadžera zaposlenih na različitim pozicijama	331
Tabela 17: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na vrstu finansijske institucije	333
Tabela 18: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na obrazovanje	336
Tabela 19: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na radno iskustvo	338
Tabela 20: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na godine starosti	340
Tabela 21: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na percepciju materijalnog statusa	342

SPISAK SLIKA

Slika 1: Reakcije efikasnog i neefikasnog tržišta	22
Slika 2: Iluzija o kretanju nepokretnog prikaza	66
Slika 3: Šta vidite – zeca ili patku?.....	66
Slika 4: Trendovi po Dauovoj teoriji.....	112
Slika 5: Dow Jones Industrial Average u 1998. godini	113
Slika 6: Grafikon tačaka i simbola za Tabelu 2.....	114
Slika 7: Predložena funkcija vrednosti v i funkcija određivanja verovatnoće π	120
Slika 8: Interdisciplinarnost teorije odlučivanja.....	200
Slika 9: Pristupi odlučivanju i najznačajnije teorije u okviru njih	203
Slika 10: Osnovni elementi analize odluke	220
Slika 11: Uticaj iskustva u odlučivanju i raspoloživog vremena na proces odlučivanja	231

1 UVOD

Savremeno doba nameće, zahteva i podrazumeva da se najznačajniji i finansijski najmućniji globalni akteri, bilo da su to pojedinci ili institucije, edukuju i sakupljaju saznanja bihejviorističke nauke, čime na posredan način doprinose promenama u finansijskom odlučivanju. Bihejvioristička nauka raspolaže brojnim saznanjima o čovekovom ponašanju, ali investitori i ostali tržišni učesnici, koji su sastavni deo finansijskog tržišta, znaju malo o njoj.

Američki psiholozi su, dobijanjem Nobelove nagrade za ekonomiju 2002. godine, potvrdili neizostavnost psihologije u predviđanju i objašnjavanju ponašanja učesnika na finansijskom tržištu. Psihologija je na taj način doprinela većoj realnosti finansijskih modela, kao i stvaranju bihejviorističkih finansija, koje predstavljaju finansijsku disciplinu koja se u proteklih tridesetak godina afirmisala kao deskriptivna teorija za donošenje finansijskih odluka i funkcionisanje finansijskog tržišta. Bihejviorističke finansije na osnovu psiholoških teorija objašnjavaju odstupanja događaja na stvarnim tržištima od teorijskih događaja, koji su objašnjeni hipotezom o efikasnosti tržišta. Osnovne ideje bihejviorističkih finansija vuku korene iz bihejviorističke ekonomije i predstavljaju njenu finansijsku granu.

Odlučivanje predstavlja proces u kome se bira između dve ili više mogućnosti rešavanja problema koji je prouzrokovao odlučivanje, odnosno ostvarenja željenih ciljeva. Način donošenja odluka i ishodi odlučivanja ne zavise od objektivnih informacija i od toga koliko je donosilac odluke racionalan, već su uslovljeni sistemom vrednosti, iskustvima, emocijama, stavovima, pogledima i zabludama donosioca odluka.

Uspesi ili promašaji pojedinaca u privatnom i profesionalnom životu su uslovljeni odlukama koje donose. Prilikom odlučivanja, ne treba potcenjivati objektivna ograničenja, kao ni uticaj okolnosti, koje mogu biti povoljne ili nepovoljne. Čovek ipak treba da bude svestan odgovornosti za stanje u kome se nalazi, jer je, po pravilu, ono rezultat niza odluka koje je doneo u prošlosti, ili je rezultat samo jedne odluke, koja iz korena može da promeni život, kao, na primer, prilika da se obezbedi mesto u profesionalnoj eliti.

Menadžeri imaju ključnu ulogu u poslovnom odlučivanju, pa iz tog razloga menadžersko odlučivanje predstavlja najvažniji deo poslovnog odlučivanja. Odlučivanje je najznačajnija aktivnost koju menadžeri obavljaju na svim nivoima i u svim vrstama organizacije. Dobar menadžer je dobar donosilac odluka, koga mogućnost da odlučuje jasno razgraničava od svih ostalih profesija u društvu.

Uspešni menadžeri nisu uvek u stanju da objasne mentalne procese koji su ih doveli do donošenja neke odluke. Pouzdan način za usavršavanje i korigovanje odlučivanja jeste upoznavanje sa teorijama odlučivanja. Uobičajena je podela na normativnu i bihejviorističku teoriju odlučivanja.

Normativna teorija odlučivanja nastala je u ekonomiji sredinom dvadesetog veka. Zasniva se na racionalnim principima, odnosno idealizovanom ponašanju donosioca odluka, koji je okupiran maksimizacijom svoje dobrobiti.

Bihejvioristička teorija odlučivanja je nastala sedamdesetih godina prošlog veka i u početku se bavila ispitivanjem održivosti pretpostavki racionalnog odlučivanja, da bi se potom proširila na posmatranje ponašanja pojedinaca, njihovo rasuđivanje i izbore. Bihejvioristička teorija se bavi analizom grešaka u procesu donošenja odluka, koje nastaju zbog brojnih zabluda i psiholoških zamki u koje upadaju pojedinci prilikom odlučivanja. Bihejvioristička teorija opisuje način na koji ljudska bića ograničenih kognitivnih sposobnosti odlučuju, na osnovu raspoloživih informacija, koje su gotovo uvek nepotpune.

Odluku o kupovini finansijske imovine karakteriše to da se donosi mnogo teže nego odluka o kupovini bilo koje druge robe. Razlog za ovakvu situaciju se nalazi u očekivanjima, koja inače igraju ključnu ulogu pri proceni vrednosti ulaganja. Prilikom kupovine običnih dobara, vremenska dimenzija nije toliko važna i zbog toga potrošači donose lako i jednostavno odluku o kupovini, ali nikad tako lako ne donose odluku o kupovini akcija ili obveznica na berzi. Investitori pristupaju veoma oprezno finansijskom tržištu, obraćaju se finansijskim posrednicima, bankama i fondovima i to samo ukoliko ih predstavnici tih institucija uvere u prihvatljiv nivo rizika. Uloga očekivanja u formiranju cena finansijske imovine je rezultat kolebanja očekivanja svih tržišnih aktera.

Tržišni učesnici se razlikuju prema vremenskim preferencijama, procenama očekivanih budućih novčanih tokova i percepciji rizika. Svako ima subjektivnu procenu tih elemenata. Takva raznolikost se dešava i u uslovima kada svi učesnici raspolažu istim i različitim informacijama. Razlog za to je poznat u psihologiji pod nazivom selektivna percepcija, što znači da različiti ljudi iste stvari često vide različito, što je posledica nepotpunih informacija kojima raspolažu, emocija, konteksta, forme kojom je problem označen, prošlog iskustva, stavova i uverenja.

Čovek bi trebalo da kontroliše i kritički analizira informacije s kojima se susreće i da obrati pažnju na sve uticaje iz svoje okoline da bi donosio odluke koje su u njegovom najboljem interesu. Odluke se uvek donose sa određenim rizikom, jer nije moguće kontrolisati sve elemente iz sopstvene okoline, pa treba voditi računa o svim faktorima koji mogu iskriviti percepciju, a s druge strane treba naučiti kako da se izbegne njihov negativni uticaj.

Uticaj psiholoških faktora na tržišne učesnike pri donošenju finansijskih odluka je od najvećeg značaja. Investitori i investicioni savetnici su samo ljudi, koji donose finansijske odluke i rezultate istih ocenjuju na osnovu emocija, prošlog iskustva i subjektivnih stavova. Emocije predstavljaju diskretne i intenzivne reakcije pojedinca na drugu osobu ili na neki događaj. Ljudskoj prirodi je svojstveno da se pri donošenju odluka ne vodi samo razumom, već i emocijama, a tek u poslednjih dvadesetak godina se obraća veća pažnja na ulogu emocija u odlučivanju, i to zahvaljujući razvoju biheviorističke teorije odlučivanja. Emocije su bitan element procesa odlučivanja, a za uspešno odlučivanje veoma je važno da donosioci odluka poznaju svoje emocije i da mogu da upravljaju njima.

Emocionalna inteligencija odnosi se na sposobnost prepoznavanja vlastitih osećanja i osećanja drugih osoba, sposobnost razumevanja emocija i upravljanja njima u sebi i u odnosima s drugima, kao i znanja o istima. Emocionalna inteligencija se razlikuje od akademske sposobnosti, koja se meri koeficijentom inteligencije. Ove dve vrste inteligencije izražavaju aktivnosti različitih delova mozga.

„Nepravilnosti” u ponašanju finansijskih učesnika, odnosno ponašanje suprotno očekivanjima baziranim na finansijskim modelima, ne može da objasni klasična teorija

o finansijama, nego spada u područje posebnog aspekta finansija, škole mišljenja koja se bazira na postulatima jedne druge nauke – psihologije. Biheviorističke finansije koriste dokaze društvenih nauka, a najviše psihologije. Učenja iz psihologije se najviše odnose na dokaze o ograničenoj ljudskoj racionalnosti, kao i o čovekovim individualnim razlikama u racionalnosti i učenju, što može biti povezano sa socijalnim i ekonomskim zbivanjima. Bihevioristički ekonomisti preferiraju izraz *škola mišljenja*, koja nalazi primenu u finansijama i uticaju pojedinca na finansijsko odlučivanje. Bihevioristička nauka nalazi svoju primenu i u samom menadžmentu, menadžmentu ljudskih resursa i slično, čime se sa psihološkog aspekta demistifikuje određeno ponašanje finansijskih aktera i to „neočekivano” ponašanje nalazi mesto u novim modelima, koji spadaju pod biheviorističke finansije. Problem nelogičnosti u ponašanju pojedinca, kad i dok ekonomski racionalniše, se na taj način premošćuje, dajući mu logičku i smislenu pozadinu, pa time implicitno otvara sukob klasičnih i biheviorističkih finansija. Potrebno je naglasiti da su biheviorističke finansije dostigle zapažen napredak u poslednjih petnaestak godina, tako da su u SAD i Kanadi formirani centri za istraživanje biheviorističkih finansija.

Adam Smit se smatra ocem tradicionalne ekonomije, a ocem biheviorističkih finansija smatra Daniel Kaneman, koji se, između ostalog, nalazio u predizbornom timu sadašnjeg američkog predsednika Baraka Obame. Bihevioristi u finansijama se bave brojnim razmatranjima i može se primetiti da se njihovi pokazni primeri u najvećoj meri baziraju na hipotetičkim scenarijima, često sa dve varijacije, koje su u velikoj meri identične, a u okviru kojih varira samo jedan faktor. Ovaj način ili logika analiziranja pojava ili fenomena se u nauci naziva *ceteris paribus* pretpostavka, odnosno pretpostavka da su svi ostali faktori fiksni. Bihevioristi u finansijama se, u okviru tih insceniranih događaja, služe istim principom kojim su se tradicionalni ekonomisti služili kada su analizirali uticaj cena na traženu količinu, pri *ceteris paribus* pretpostavci. Oni na taj način testiraju način na koji varijacije u okviru jednog faktora utiču na tendenciju neke pojave u ponašanju. Oni to mogu realizovati i u slučaju svakog faktora koji se detektuje kao relevantan za posmatrano ponašanje, s tim da se svaki put kada se određeni faktor analizira sa stanovišta specifičnosti njegovih uticaja, ostali drže fiksni.

Bihejviorističke finansije svoju specifičnost ispoljavaju u sferi samih finansija, u oblasti donošenja odluka u finansijskom sektoru. One podrazumevaju set određenih zakonitosti, koje su dopuna ili rekonceptualizacija onih koje su sadržane u tradicionalnoj literaturi o finansijama i poslovnom odlučivanju.

Bihejviorističke finansije se, kao svojevrsna paradigma, prostiru i na područje menadžmenta i liderstva i, u okviru istog, boljeg razumevanja i objašnjenja odnosa koji vladaju u finansijskim institucijama i kompanijama na relaciji menadžeri - zaposleni, menadžeri - bord direktora i slično, odnosno, bihejviorističke finansije i u ovoj oblasti detektuju određene iracionalnosti u ponašanju, manjkavosti objašnjenja sadržanih u klasičnoj literaturi o menadžmentu i organizaciji

Rezultat finansija na izvestan način utiče na finansijske aktere. Uspeh finansijskih institucija i kompanija na duži rok zavisi od ravnoteže između efikasnosti i emocionalnog zadovoljstva i zasniva se na filozofiji: veliki performans i veliko zadovoljstvo pojedinca, a u njegovoj osnovi je saglasnost individualnih i organizacionih ciljeva.

Bihejvioristički pokret u organizacijama i menadžmentu doveo je do pojave novih koncepata u organizacionom ponašanju. Savremeni uspeh menadžmenta se zasniva na učenju, a i ponašanje se uči. Organizacije uče kako da se prilagode sredini. Sposobnost učenja je naročito važna u procesu promena. Savremena organizacija prihvata promene kao način života, zato je bihejvioristička teorija široko prihvaćena i primenjena u menadžerskoj praksi moderne organizacije.

Kriza se doživljava kao rizik i gubitak i izaziva stres. Ova činjenica može kod menadžera da dovede do unutrašnje napetosti, opadanja samopouzdanja, porasta radnog i životnog nezadovoljstva, slabljenja motivacije u radu, porasta anksioznosti i depresije, fluktuiranja (periodične promene u jasnoći percipiranja nekog nadražaja) i smanjenja kapaciteta pažnje. Navedeni razlozi su od velike važnosti za osobine ličnosti menadžera, koje se mogu utvrditi profesionalnom selekcijom, tj. psihološkim mernim instrumentima, na osnovu stilova odlučivanja, strategije suočavanja sa stresom i širine edukacije.

1.1 Problem istraživanja

Finansijska teorija, koja je zastupljena u ovdašnjoj naučnoj javnosti, u velikoj meri je neprilagođena savremenim saznanjima o tome kako se finansijski učesnici ponašaju na tržištu. Postoji veliki broj radova koji se bave temom savremene finansijske teorije. Tematika bihejviorističkih finansija, koje predstavljaju učenje kojim se rekonceptualizuje finansijska teorija, ipak ne dobija zasluženno mesto. Finansijsko tržište u savremenim finansijama, pored toga što predstavlja mesto za obavljanje transakcija, pre svega sakuplja i razotkriva informacije o cenama i stvara snažne i brojne povratne sprege, koje utiču na institucionalne, individualne i društvene sfere svih tržišnih aktera. Na finansijskom tržištu se sučeljavaju različite individualne procene vrednosti, kao i očekivanja, čiji se izraz manifestuje kroz odluke o kupovini ili prodaji finansijskih instrumenta. Bihejviorističke finansije pružaju mogućnost da se tržište posmatra sa novog i šireg aspekta, koji omogućava uvid u raznolikost procene vrednosti. Nasuprot inostranim autorima, koji su u velikoj meri već izučavali ovu oblast, na prostoru Srbije i Crne Gore bihejvioristički pristup finansijama i menadžmentu je u začetku. Ovom oblašću se bave retki pojedinci i tek treba da se afirmišu, kako bi joj se u akademskim i finansijskim krugovima dao zaslužen prostor i posvetila pažnja, jer predstavlja izazov i za tržišne učesnike i za stručnu javnost.

Osnovni problem istraživanja doktorske disertacije jesu oni primeri finansijskog odlučivanja koji odstupaju od očekivanog, zasnovanog na određenim finansijskim modelima, odnosno izučavanje onoga što je suština bihejviorističkih finansija - rekonceptualizacija manjkavosti klasičnih finansija. Izučavanje bihejviorističkih finansija dovodi do određenih zaključaka o zakonitostima u finansijskom odlučivanju, koje nisu identifikovane u klasičnoj finansijskoj teoriji. Osnovni problem je kako ih približiti finansijskim akterima na način da mogu da ih implementiraju i učine integralnim delom finansijskog odlučivanja, tj. svedu na nivo praktičnog vodiča. Na finansijskom tržištu se odvijaju veoma osetljivi interaktivni procesi, koji su u senci transakcija, ali postoje i brojne pozitivne strane tržišta, u koje spadaju učenje, lično napredovanje, rast bogatstva, kao i sve bolje procene. Osim pozitivnih strana tržišta, veoma je bitno naglasiti i pojavu tržišnih anomalija, koje nastaju zbog toga što

finansijski učesnici greše, a njihovo ponašanje nije statička kategorija, već se tokom vremena menja, isto kao što im se menjaju i očekivanja.

1.2 Predmet istraživanja

Dominantni predmet istraživanja je oblast bihejviorističkih finansija i njihova uloga u razumevanju ponašanja finansijskih učesnika na tržištu, koja implicira određenu teorijsko - praktičnu analizu. Proučava se i uloga koju u savremenim finansijama ima bihejvioristički pristup, kako na odluku, tako i na menadžera koji je donosi.

Osnovni predmet istraživanja se može koncizno predstaviti kao sintetizovanje širih saznanja o postavkama bihejviorističkih finansija, o teoriji racionalnog izbora, ali i saznanja o manjkavostima, dopunama i rekonceptualizaciji istih, kao i saznanja bihejviorističkih finansija u oblastima gde se istraživanja dekomponuju na osnovne postavke jedne i druge teorije, ali i njihove primene u praksi, što se, između ostalog, odnosi i na oblast menadžmenta i poslovnog odlučivanja, u okviru kojih se ukazuje na manjkavosti postojećih teorija, kojima se objašnjava ponašanje finansijskih aktera, menadžera i zaposlenih, prvenstveno u finansijskim institucijama.

Osnovna svrha istraživanja jeste obezbeđivanje potpunijeg teorijskog okvira za razumevanje finansijskog ponašanja tržišnih učesnika, bilo da se javljaju u ulozi potrošača ili investitora, što podrazumeva sintetizovanje i sistematizaciju saznanja o manjkavostima brojnih postulata sadržanih u teoriji racionalnog izbora i drugih finansijskih modela, kao i sintetizovanje i sistematizovanje postulata bihejviorističkih finansija, na osnovu kojih se postavlja novi teorijski okvir, unapređeni model, kojim se objašnjava na koji način se tržišni učesnici ponašaju u stvarnosti, što čini osnovu za dalja teorijsko - praktična razmatranja različitih oblasti finansija i menadžmenta.

1.3 Ciljevi istraživanja

Cilj istraživanja je utvrđivanje uzročno-posledičnih veza i primene bihejviorističkih finansija u službi ocene finansijskih performansi svih učesnika na finansijskom tržištu, kao i naglašavanje značaja bihejviorističkog pristupa pri poslovnom odlučivanju i oceni performansi menadžmenta koji upravlja toliko značajnim novčanim sredstvima. U disertaciji se posebno ukazuje na činjenicu koliko je bihejvioristički pristup u

finansijama i menadžmentu u Srbiji i Crnoj Gori slabo zastupljen, a pogotovo ako se ima na umu da se niko do sada nije ni bavio njihovim uticajem na finansijski sistem, uz napomenu da bihejviorističke finansije postoje i razvijaju se već četrdesetak godina. Efikasnost, efektivnost i racionalnost poslovanja finansijskih institucija i investitora meri se ostvarenim finansijskim performansama. Ostvarene visoke performanse aktera na finansijskom tržištu nisu isključivo rezultat finansijskih veština, nego i posedovanje kvalitetnih informacija, ispravnih odluka, realnih očekivanja i određenog sistema vrednosti. Za bihejvioriste um je crna kutija. Ono što može da se proučava jeste odnos između *input*-a i *output*-a, a ne unutrašnji mehanizam koji od *input*-a vodi do *output*-a. Kompjuter je crna kutija za čoveka koji zna da ga koristi, a ne zna ništa o tome kako on zapravo radi. Investitor se ponaša slično; za njega je finansijski sistem crna kutija. Cilj je i da se naglasi značaj psihološkog aspekta u poslovnom odlučivanju i prisutnost iracionalnosti u ponašanju u svakodnevnom životu, prvenstveno u onim područjima gde ljudi vrše ekonomisanje, a čiji predmet nije novac ili njegovi ekvivalenti.

Ciljevi istraživanja su sistematizovani na sledeći način:

1. Utvrđivanje osnovnih postulata teorije racionalnog izbora i hipoteze o efikasnosti tržišta, sinteza pretpostavki, sadržana u modelu *homo economicus*, poređenje i navođenje razlika, kao i njihovih prednosti i nedostataka.
2. Ukazivanje na nedostatke prethodnih teorija vezanih za klasične finansije.
3. Sistematizovanje postulata bihejviorističkih finansija, u cilju preglednosti zaključaka o iracionalnosti donosilaca finansijskih odluka. Cilj je i da se ukaže na činjenicu da finansijsko tržište sa bihejviorističkog aspekta otkriva i sakuplja informacije i da je ono u stvari odraz verifikacije društvenih stavova o cenama i vrednostima.
4. Ukazivanje na značaj šire primene saznanja iz bihejviorističkih finansija - od sklonosti ka varanju, do saznanja da višak izbora otežava odlučivanje.
5. Ukazivanje na značaj i perspektive primene saznanja o postulatima bihejviorističkih finansija, kao i identifikovanje nivoa saznanja o postulatima bihejviorističkih finansija u Srbiji i Crnoj Gori i poređenje istih sa saznanjima u zemljama u okruženju, zatim sagledavanje poznavanja i primene bihejviorističkih finansija u odnosu na razvijene finansijske sisteme.

-
6. Obezbeđivanje polazne osnove za utvrđivanje načina na koji je moguće dovesti do unapređenja i aktuelizovanja primene bihejviorističkog pristupa u finansijskom odlučivanju, bilo da je reč o kompleksnom ili manje kompleksnom odlučivanju.
 7. Ukazivanje na način mogućeg unapređenja i aktuelizovanja primene bihejviorističkog pristupa u finansijama, uz analizu menadžerskog odlučivanja sa bihejviorističkog aspekta, kojim se naglašava značaj i neophodnost ocene ponašanja svih tržišnih aktera na finansijskom tržištu Srbije i Crne Gore, jer ponašanje tržišnih učesnika otkriva mnogo o stanju i kretanjima na finansijskom tržištu.

Cilj istraživanja je da se približi značaj bihejviorističkih finansija i bihejviorističke teorije donošenju poslovnih odluka, kao i da se ukaže na to da greške koje se prave u procesu donošenja odluka nastaju zbog brojnih zabluda i psiholoških zamki u koje upadaju pojedinci tokom odlučivanja. Finansijski akteri su živa bića koja donose finansijske, poslovne i menadžerske odluke, sa ograničenim kognitivnim sposobnostima i odlučuju na osnovu raspoloživih informacija, koje su često nepotpune, što ukazuje na prisutnost iracionalnosti ponašanja u svakodnevnom životu, prvenstveno u onim područjima gde ljudi vrše ekonomisanje, čiji predmet ne mora biti novac ili njegovi ekvivalenti. Nauka je utoliko značajnija ukoliko njena saznanja donose određenu korist, pa je u tom smislu cilj rada da se ukaže i na pravce delovanja i mišljenja, koji predstavljaju bihejvioristički pristup finansijama i poslovnom odlučivanju i daju proaktivni odgovor na one situacije u kojima prosečni pojedinac i finansijske institucije, kojima upravljaju menadžeri, odnosno pojedinci, ispoljavaju iracionalno ponašanje.

1.4 Hipoteze u istraživanju

Prethodno definisani predmet istraživanja, istraživačka pitanja i ciljevi istraživanja, zajedno sa pregledom navedene literature, predstavljaju osnov za postavljanje polaznih hipoteza, koje su tokom sprovođenja istraživanja bile proverene. U disertaciji se pošlo od sledećih hipoteza:

- ***Polazne hipoteze disertacije***

Hipoteza 1: Primena saznanja iz biheviorističkih finansija doprinosi unapređenju kvaliteta finansijskog odlučivanja i ukazuje na neophodnost primene interdisciplinarnog pristupa pri oceni finansijskih rezultata i odluka.

- ***Pojedinačne hipoteze***

H 1.1: Prisustvo iracionalnosti u finansijskom ponašanju pojedinaca i grupa ukazuje na neophodnost rekonceptualizacije standardne finansijske teorije i potrebe da se biheviorističke finansije integrišu u teorijski okvir analiziranja i poboljšanja finansijskih performansi.

H 1.2: Pri poslovnom odlučivanju investitori su suočeni sa sistemskim greškama u mišljenju, koje su delom evolutivnog porekla i koje su svojstvene svim ljudima, a za rezultat imaju iracionalne finansijske odluke.

H 1.3: Poslovne odluke su vezane za emocije i uglavnom su pod njihovim snažnim uticajem. Emocije i racionalnost predstavljaju ravnopravne aspekte odlučivanja, koji se prepliću i dopunjuju. Za uspešno odlučivanje veoma je važno da donosioci odluka poznaju svoje emocije i da mogu da upravljaju njima.

H 1.4: Heuristike su jednostavna mentalna pravila koja se koriste prilikom donošenja odluka, rešavanja problema i stvaranja stavova. Ta pravila su sastavni deo ljudskog uma, nastala kroz evolutivne procese ili procese učenja, koja objašnjavaju kako pojedinci donose odluke, na koji način dolaze do svojih procena i kako rešavaju probleme u situacijama kada su suočeni sa složenim problemima i nepotpunim informacijama. Ta pravila odlučivanja uglavnom deluju dobro, ali u određenim slučajevima dovode do kognitivnih pristrasnosti i do sistemskih grešaka.

H 1.5: Bihevioristički aspekt tumačenja menadžmenta i liderstva daje doprinos boljem razumevanju odnosa i odluka koje se donose na različitim nivoima menadžmenta i omogućava unapređenje kvaliteta performansi menadžmenta.

H 1.6: Osobine uspešnih menadžera nisu dovoljne da bi se oni opisali, već se težište stavlja na analizu ponašanja menadžera, odnosno načina na koji organizuju svoje kompanije, kako donose odluke, kako komuniciraju i motivišu svoj tim i zaposlene.

H 1.7: Korišćenje bihejviorističkih finansija i bihejviorističkog pristupa, kao skupa određenih znanja, u poslovnom odlučivanju na teritoriji Srbije i Crne Gore je u praksi na niskom nivou, i to ispod 10%.

Cilj tvrdnje sadržane u generalnoj hipotezi je da se ukaže na stav da tradicionalna teorija racionalnog izbora, teorija efikasnog tržišta, ali i druge klasične finansijske teorije, ne predstavljaju adekvatan teorijski okvir za razumevanje tržišnih aktera, odnosno njihovog ponašanja. Da bi se obezbedio adekvatan teorijski okvir, potrebno je izvršiti reviziju ovog koncepta, odnosno rekonceptualizaciju, što upravo bihejviorističke finansije obezbeđuju, čime doprinose i razumevanju osnovnih zakonitosti ponašanja tržišnih aktera, bilo da se oni javljaju kao potrošači ili investitori, menadžeri ili zaposleni. Kao takve, bihejviorističke finansije svojim saznanjima doprinose razumevanju i predviđanju ponašanja tržišnih aktera, što ima duboke implikacije u objašnjavanju brojnih fenomena i oblasti posmatranja u kojima su do tada postojali tradicionalni modeli, koji su ih opisivali nepotpuno, netačno ili neadekvatno.

Iracionalnosti u ponašanju finansijskih aktera predstavljaju određene sistemske greške mišljenja, svojstvene svim ljudima. Nije reč samo o drugačijem ponašanju od onog koje objašnjavaju relevantne tradicionalne teorije, već, pre svega, o iracionalnom ponašanju, čime se temeljna paradigma o racionalnosti čoveka rekonceptualizuje, dajući mesto novoj postavci o iracionalnom pojedincu, koji pritom izražava određene sklonosti u poslovnom odlučivanju. On je pristrasan, ima averziju prema gubitku, ima preterano samopouzdanje, rukovodi se irelevantnim informacijama, izraženo favorizuje sadašnjost nasuprot budućnosti, odnosno, nesposoban je da uspostavlja adekvatne intertemporalne komparacije, ispoljava brojne zablude. Interesantno je da postoje i određena evolutivna objašnjenja za ovakvo ponašanje, čime se u analizi ide i korak dalje. Ukoliko se analizira nastanak čoveka, koji je vremenski smešten u period pre sto hiljada godina i činjenica da ljudsko društvo postoji tek nekih deset hiljada godina, gde je došlo do radikalnih promena i povećanja kompleksnosti i naseljenosti sveta u poslednjih 150 godina, može se zapaziti da čovek nije navikao, niti je evolutivno pripremljen za život u

uslovima koji podrazumevaju složene komparacije. Sklon da preterano reaguje iz evolutivnih razloga, on nema intuitivni osećaj za verovatnoću i rizik. Kalkulacija rizika u svakodnevnim odlukama je ispunjena emocijama, koje su značajniji faktor od racionalnih faktora. Kada je reč o riziku gubitka, strah koji se generiše u čoveku čini irelevantnim pitanje verovatnoće pojavljivanja gubitka, odnosno samo postojanje rizika se percipira kao visok stepen verovatnoće ispoljavanja neželjenog ishoda.

Čovek je evolutivno pripremljen samo za život u društvu gde će on brinuti o hrani, odeći, obući, skloništu i seksu.

1.5 Pregled literature

Odlučivanje predstavlja jedan od najznačajnijih segmenata menadžmenta. Suštinu procesa odlučivanja predstavlja donošenje odluka i upravo iz tog razloga neophodno je da se prvo definiše odluka. Sikavica (2014) odluku definiše kao rezultat procesa izbora između većeg broja mogućih rešenja problema. Daft (1997) smatra da se odluka može definisati kao procena i da ona predstavlja izbor između većeg broja raspoloživih opcija. Longmanov rečnik (2000) je definisao odluku kao izbor ili procenu koja se donosi nakon određenog vremena diskutovanja ili razmišljanja.

Longmanova defincija odluke je veoma jasna, ali ona pokreće i pitanje definisanja pojmova odlučivanja, odnosno donošenja odluka. Odlučivanje predstavlja temelj procesa upravljanja i mnogi autori smatraju da je upravo ono najznačajnija funkcija menadžmenta. Meskon i saradnici (1985) smatraju da je odlučivanje veoma širok pojam, koji u svoje okvire uključuje najjednostavnije izbore, poput odluke o izboru peciva u pekari, pa sve do značajnih odluka, poput izbora fakulteta. Fulan (1982) definiše odlučivanje kao proces identifikovanja i odabira alternativnih pravaca akcija koji su u skladu sa zahtevima situacije. Čin odlučivanja podrazumeva da sve alternative koje stoje pred donosiocem odluke moraju biti proanalizovne i da moraju biti procenjeni njihovi efekti.

Uloga procesa odlučivanja u organizacijama može se posmatrati na više različitih načina. Sikavica (2014) i Mullins (2000) ističu činjenicu da je odlučivanje jedan od prvih i najznačajnijih koraka menadžmenta. Odlučivanje predstavlja kičmu

administrativnih funkcija, pri čemu se sami kriterijumi odlučivanja i njegova priroda mogu razlikovati u značajnoj meri. Dobre i efikasne odluke mogu biti donete samo ukoliko su prave informacije na raspolaganju pravim osobama u pravom trenutku. Dženings i Vatam (1998) definišu informacije kao kritičan element procesa odlučivanja, tako da obim raspoloživih informacija i njihove vrste predstavljaju faktore koji određuju svaki proces odlučivanja.

Simon (1990) je definisao model „administrativnog čoveka” i tvrdi da donosioci odluka ne donose najbolja rešenja, već ona koja su po njihovom mišljenju zadovoljavajuća, pre svega zbog toga što ne raspolazu svim informacijama koje su im neophodne, pa samim tim ne mogu biti u potpunosti svesni određenih aspekata odluka, kao ni svih opcija koje im stoje na raspolaganju za rešavanje problema.

Dobre odluke pružaju smernice za preduzimanje pravih pravaca akcije. Daft (1997) ističe da, u situacijama kada je organizacija kreirana u cilju pružanja najboljih mogućih informacija menadžerima, procesi odlučivanja u njenim okvirima funkcionišu izuzetno dobro, a zadaci koji se pred nju postavljaju se izvršavaju na efikasan način. On, s druge strane, ističe da će u situacijama kada menadžeri ne dobijaju sve potrebne informacije rešavanje problema i procesi odlučivanja biti neefikasni, a da menadžeri neće razumeti razloge ove neefikasnosti.

Donosioci odluka su pojedinci ili grupe ljudi koji su uključeni u proces odlučivanja. Pojedinačno odlučivanje se može obavljati od strane jedne osobe ili računara, dok se timsko odlučivanje obavlja u okviru grupa osoba, od kojih jedna ima moć konačnog donošenja odluke. Odlučivanje se može podeliti na privatno i poslovno. Meskon i saradnici (1985) ističu da se donošenje odluka u svakodnevnom, privatnom životu, u najvećoj meri zasniva na intuiciji donosioca odluke. Poslovno odlučivanje, prema mišljenju Meskona i saradnika, zahteva mnogo veću dozu sistematičnosti u pristupu nego što je slučaj sa odlučivanjem u privatnom životu. Zahtev za većom sistematičnošću i primenom naučnih metoda u poslovnom odlučivanju predstavlja posledicu činjenice da je ono mnogo složenije zbog posledica koje donosi, a koje mogu uticati na mnogo veći broj ljudi.

Teorije odlučivanja se najjednostavnije mogu definisati kao teorije o odlukama putem kojih se označava skup opštih pravila za donošenje odluka u svim sferama života (Hanson, 2005). Centralno mesto u ovim teorijama zauzimaju vrednosti, rizici, neizvesnost i informacije, pri čemu se u njima pojavljuju i brojna druga pitanja koja mogu biti od značaja za procese odlučivanja.

Bihejvioristička ekonomija i bihejviorističke finansije koje su iz nje proistekle su se razvile na granici psihologije ili ekonomije ili, bolje reći, kombinovanjem znanja socijalnih psihologa i ekonomista. Anger i Lowenstein (2007) je opisuju kao novu naučnu disciplinu, koja se bavi proučavanjem načina na koji emocije i struktura mentalnog sklopa ljudi utiče na donošenje ekonomskih odluka. Horowitz (2013), za razliku od njih, govoreći o bihejviorističkoj ekonomiji, ističe da nije reč o posebnom polju ekonomije, nego je kategoriše kao stil modeliranja, ili školu mišljenja, koja podrazumeva primenu u velikom području ekonomskih pitanja, kao što su teorija potrošača, finansije, poreska politika, itd. Horowitz do rezultata na području bihejviorističkih finansija i ekonomije dolazi eksperimentima, gde se bihejvioristička ekonomija, po njemu, javlja kao pristup, a eksperimentalna ekonomija kao metoda. Razvoj bihejviorističkih finansija se može vezati za: Dejvida Dremana (*David Dreman*), Roberta Šilera (*Robert Schiller*), Herša Šefrina (*Hersh Shefrin*), Meir Statmana (*Meir Statman*), Verner De Bonta (*Werner De Bondt*) i Ričarda Talera (*Richard Thaler*). Ova mala grupa finansijskih ekonomista je ugovarala sastanke sa psiholozima, poput Paula Andreasena (*Paul Andreassen*), Danijela Kanemana (*Daniel Kahneman*) i Amosa Tverskog (*Amos Tversky*) u Russell Sage Fondaciji u Njujorku. Najveći doprinos bihejviorističkim finansijama dali su Kaneman, Tverski i Taler (2010).

Prema tradicionalnom pristupu, pretpostavlja se da racionalne individue optimalno koriste sve dostupne informacije. Radovi istraživača, poput Herberta Simona (*Herbert Simon*), Tverskog i Kanemana, Lole Lopes (*Lola Lopes*) i ostalih, u oblastima kao što su stroga racionalnost, heuristika, pristrasnost, mentalni okviri, teorija averzije prema gubitku i teorija averzije prema dvosmislenosti, postavili su nove temelje finansijskoj ekonomiji.

Određeni broj autora, kao što su Bodie Z. i Kane A., smatraju da se biheviorističke finansije više javljaju kao kritika *standardne* teorije, a ne kao konkretna naučna disciplina sa konzistentnim i celovitim objašnjenjima.

Domet biheviorističkih finansija u naučnoj zajednici se sagledava kroz radove i zapažanja koji su izneti, broj udžbenika koji se bave biheviorističkom ekonomijom i finansijama i zastupljenošću biheviorističkih finansija u udžbenicima koji se bave investicijama i finansijama uopšte.

Bodie Z. i Kane A. su u svojim *Osnovima investicija* posvetili pažnju i biheviorističkim finansijama, čime su im dali odgovarajući značaj i ukazali na neophodnost njihovog integrisanja u sve što smatraju relevantnim na području osnova investicija.

Biheviorističke finansije su integrisane u današnju finansijsku teoriju, što potvrđuje činjenica da je Nobelova nagrada za ekonomiju za 2013. godinu dodeljena Judžinu Fami i Larsu P. H., kao i Robertu Šileru, čija *empirijska analiza cene kapitala* zapravo predstavlja korekciju finansijske teorije nalazima biheviorističkih finansija. Biheviorističke finansije, generalno govoreći, nisu ujedinjene sa neoklasičnim finansijama, kako zapaža Ana Brajković (2015).

Camerer i Loewenstein (2005) predviđaju da će dalja istraživanja mozga, kao i moždanih aktivnosti, dati doprinos boljem razumevanju čovekovog specifičnog načina razmišljanja, što će dovesti i do daljih prodora u ovoj sferi i može biti sumirano kroz jednu novu naučnu disciplinu, npr. neurofinansije.

Poslednjih nekoliko godina napisano je nekoliko veoma značajnih knjiga na temu biheviorističkih finansija i uticaja psihologije na odlučivanje, kao i sistemskih grešaka koje su svojstvene svim ljudima: *Misliti brzo i sporo*, gde se kao autor javlja Kaneman, a zatim i Dobeli R. sa svojom *Vještinom jasnog mišljenja*, u okviru čega upućuje na 52 sistemske greške u mišljenju.

Značajni autori i njihovi radovi na našim prostorima su Kapor – *Biheviorističke finansije* (2014) i Vučković – *Biheviorističke finansije i finansijski menadžment* (2010).

1.6 Načini istraživanja

Plan istraživanja doktorske disertacije podrazumeva tri faze. U prvoj fazi se, proučavanjem različitih naučnih radova, sumiraju rezultati i sintetizuju zaključci i analize relevantne za predmetne tematske celine. U ovoj fazi se prikupljaju argumenti kojima se potvrđuju stavovi koji su izneti u radu.

U drugoj fazi se pristupa pisanju same disertacije, odnosno formulaciji sadržine svakog naslova i podnaslova pojedinačno. U procesu pisanja i proučavanja predmetnih odrednica, došlo se do određenih saznanja, koja su poslužila za dizajniranje samog istraživanja, koje predstavlja treću fazu.

U trećoj fazi se vrši dizajniranje empirijskog istraživanja, polazeći od specifičnosti empirijskih studija koje su obrađene u disertaciji, odnosno, kreira se model istraživanja koji je adekvatan upoređivanju sa postojećim naučnim studijama.

Osnovni cilj istraživanja bio je da se teorijski i praktično istraži i sveobuhvatno prikaže uzročno–posledična povezanost klasičnih i bihejviorističkih finansija, sa ciljem da se pokaže da samo udružene omogućavaju sveobuhvatan pristup i analizu, koji dovode do unapređenja finansijskih performansi. Osim u oceni finansijskih performansi, cilj istraživanja bio je i da se pokaže koliko je za ocenu poslovnih i performansi menadžera u finansijskom sektoru neophodan bihejvioristički pristup, kao dopuna dosadašnjim načinima ocenjivanja, koji nisu bili kompletni, jer su zanemarili subjektivnost, stavove, ličnost i preference menadžera.

Empirijska istraživanja u disertaciji uključuju relevantne predstavnike s finansijskog tržišta i druge eksperte iz ove oblasti u Srbiji i Crnoj Gori, kroz posebno pripremljene upitnike i strukturirane intervjuje. Istraživanje je interdisciplinarno, budući da uključuje finansije, psihologiju, menadžment i delimično statistiku.

Izabran je kvalitativni pristup i pomoću fokus grupa proučeni su primeri poznavanja i primene bihejviorističkih finansija, kao i bihejviorističkog pristupa u oceni uspeha menadžera i poslovnih performansi koje on ostvaruje sa svojim timom, i to na celokupnom finansijskom tržištu Srbije i Crne Gore, gde su istraživanjem obuhvaćene banke – njihova kastodi odeljenja, berze, investicioni fondovi, brokerske kuće, kao i

njihovi klijenti, sa posebnim osvrtom na ino klijente, u cilju poređenja iskustava koja oni imaju u ovoj oblasti, sa iskustvima sa analiziranih prostora.

Istraživanje je imalo za cilj da odgovori i na sledeća pitanja:

1. U kojoj meri učesnici u istraživanju poznaju bihejviorističke finansije i njene postulate?
2. Koliko su akteri sa finansijskog tržišta Srbije i Crne Gore upoznati s ograničenjima klasične finansijske teorije?
3. Koliko je razvijena svest o ulozi i značaju psihološkog profila finansijskih aktera pri donošenju finansijskih odluka, kao i kako lične preferencije, iskustva i očekivanja utiču na finansijske performanse, kako individualne, tako i celokupnog tržišta?
4. Da li se menadžeri na finansijskom tržištu posmatraju, ocenjuju i biraju na osnovu performansi koje ostvaruju i da li se tokom njihovog izbora i selekcije koristi bihejvioristički pristup, pomoću koga se sagledava njihova ličnost i emocionalna stabilnost, kao faktor menadžerske uspešnosti?
5. Koliko su Srbija i Crna Gora odmakle u razvoju i primeni bihejviorističkog pristupa u finansijama u akademskom i praktičnom smislu?

Istraživanje je, pored navedenog, imalo za cilj da inicira i popularizuje primenu bihejviorističkog pristupa u oceni i analizi finansijskih performansi pojedinaca, institucija i celokupnog finansijskog tržišta na prostoru Srbije i Crne Gore.

Rezultati istraživanja su prikazani interpretacijom sumiranih nalaza istraživanja, čime se ukazuje na to da je za ocenu poslovnih i finansijskih performansi na finansijskom tržištu, osim klasičnih finansija, krajnje vreme da se uvedu i primene stavovi i učenja bihejviorističkih finansija, kao i na značaj bihejviorističkog pristupa pri donošenju poslovnih odluka, posebno za menadžere koji upravljaju finansijskim institucijama.

1.7 Naučna i društvena opravdanost istraživanja

Kada je reč o mladim naučnim oblastima, poput bihejviorističkih finansija, naučni radovi koji za temu imaju takve oblasti pre svega imaju ulogu aktuelizacije same naučne oblasti, čime daju fundamentalni naučni doprinos. Ono što je Ajnštajnova teorija

relativnosti značila za ondašnju fiziku, to danas znače bihejviorističke finansije za klasične finansije. Polazeći od ove metaforičke komparacije, jasno se može sagledati značaj i izazov obrađivanja teme kakve su bihejviorističke finansije.

Istraživanju ukazuje na značaj i potrebu bihejviorističkog pristupa finansijama, na ponašanje investitora, akcionara i klijenata, kao i neupućenost finansijskih stručnjaka i institucija u ovoj oblasti. Ljudi zaista predstavljaju istinski organizacioni „nervni centar“. Sagledavajući način na koji učesnici na finansijskom tržištu deluju, polazi se od činjenice da je čovek biće koje, pored razuma, raspolaže emocijama, koje ima određeni sistem vrednosti, određeno iskustvo, znanje, kao i određeni mentalni sklop. Svi navedeni aspekti ličnosti opredeljuju i stil delovanja.

Biznis i finansije su se našle na udaru zbog nedostatka društvene odgovornosti i različitih oblika ugrožavanja društva i pojedinca. Biznis koji teži dugoročnom uspehu, mora uvažavati osnovne moralne i ljudske vrednosti, jer ne postoji dobar način da se uradi loša stvar. Sprovedeno istraživanje daje sveobuhvatan pregled stanja u finansijskom sektoru, sa aspekta bihejviorističkog pristupa finansijama, i poslovnom odlučivanju.

Posebno važan je podatak da se retko ko u Crnoj Gori bavi bihejviorističkim finansijama i da su sami vlasnici, odnosno akcionari kompanija i menadžeri, nedovoljno informisani, što konsekventno navodi na zaključak da upravo kreatori finansijskih odluka donose odluke lošijeg kvaliteta – ili možda katastrofalne finansijske odluke, pošto u odlučivanju koriste modele koji više nisu održivi. Ovo pokazuje praktični ekonomski značaj odabrane teme. Ekonomski značaj se može meriti uštedom, ili prevencijom gubitaka i smanjenjem dobitaka, zahvaljujući primeni saznanja koja stoje na raspolaganju svim finansijskim akterima u Srbiji, Crnoj Gori, ali i šire.

1.8 Očekivani naučni doprinos

Naučni doprinos se sastoji u pokušaju da se ukaže na značaj i ulogu koju imaju bihejviorističke finansije na proces odlučivanja u savremenim finansijama. Cilj je da se ova mlada naučna disciplina popularizuje na slabije razvijenim tržištima, kakva su tržišta u Srbiji i Crnoj Gori i da se stručna i finansijska javnost upozna sa ulogom koju

ima psihologija na menadžere, kao glavne donosioce odluka, kao i na sve ostale učesnike na finansijskom tržištu. Informacije koje se pod uticajem tehnološkog napretka šire enormnom brzinom, bitno utiču na buduća kretanja i procese odlučivanja u finansijskom sektoru, posebno na berze, čega većina populacije nije svesna. Cilj istraživanja koje je sprovedeno je da pokaže koji pristup odlučivanju preferiraju menadžeri koji rade na finansijskom tržištu Srbije i Crne Gore, da li i koliko poznaju bihejviorističke finansije i da li ih u svakodnevnoj praksi primenjuju i u kojim segmentima. Značaj rada se sastoji i u pokušaju da se ukaže na to koliko se u savremenim finansijama trguje sa osećanjima menadžera i investitora i kako oni, pod uticajem informacija koje na njih utiču na razne načine, donose odluke, a da nisu svesni kognitivnih procesa koji ih izazivaju.

2 BIHEJVIORISTIČKE FINANSIJE NASUPROT KLASIČNIM FINANSIJAMA

2.1 Koncept klasičnih finansija

Korporativne finansije, kao disciplina u okviru savremene finansijske teorije, objašnjavaju „stvarne investicione odluke koje treba da donesu finansijski menadžeri preduzeća”¹. Ove odluke nastaju kao rezultanta interakcije finansijskih menadžera i investitora i zavise od verovanja i preferencija obe strane.

Pretpostavka o ljudskom ponašanju, duboko ukorenjena u ekonomiji, jeste pretpostavka o racionalnom donošenju odluka. Svi modeli u ekonomiji su se formirali na bazi ove ideje, kao što su model kružnog toka i granica proizvodnih mogućnosti, tj. prva dva modela sa kojima se studenti suočavaju na studijama, tako da ni finansije, kao poseban ogranak ekonomije, nisu pošteđene ove pretpostavke.

Posledica pretpostavke racionalnosti je nastanak hipoteze o efikasnosti tržišta (Efficient Market Hypothesis, ili ukratko EMH)², koja je uveliko poznata u finansijskoj literaturi, a bazira se na tvrdnji da investitori na finansijskom tržištu automatski ažuriraju sve dospele informacije, nakon čega vrše optimalni izbor, tako da ne postoji mogućnost pogrešne procene vrednosti date imovine ili odstupanja od njene fundamentalne vrednosti. Istraživanja koja su korišćena u radu dokazuju da ove pretpostavke u stvarnom svetu finansija nisu moguće, da ih treba odbaciti i, umesto hipoteze o efikasnosti tržišta, prihvatiti biheviorističke finansije, koje uzimaju u obzir brojna ograničenja s kojima se suočava tradicionalna finansijska teorija.

Teorija o efikasnosti tržišta kapitala se prvi put javila u drugoj polovini dvadesetog veka i bazira se na „analizi principa vrednovanja finansijske aktive od strane samog finansijskog tržišta”³. Hipoteza o efikasnosti tržišta, koja u suštini brani tvrdnju da su cene ispravne, ne može se zaobići prilikom procena finansijske imovine, jer ona

¹ Todorović, M., *Psihologija i finansijski menadžment – Biheviorističke korporativne finansije*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, 2011, str. 275.

² U nastavku rada EMH.

³ Popović, S., „*Portfolio analiza – kvantitativni aspekti investiranja u hartije od vrednosti*“, str. 145, Postdiplomske studije „Preduzetnička ekonomija“ Ekonomskog fakulteta u Podgorici i MODUS – Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica, 2000.

predstavlja temelj većeg dela finansija. Osnova hipoteze je tvrdnja da finansijski subjekti pravilno ažuriraju (prilagođavaju svojim potrebama) sve informacije koje prikupe i na osnovu njih donose odluke u skladu sa optimalnim izborom. Finansijske subjekte izveštači svakodnevno „bombarduju” brojnim informacijama iz svih oblasti života i pretpostavlja se da ti subjekti mogu da upiju dobijene informacije i da ih pravilno upotrebe. Cene hartija od vrednosti će se pomerati u skladu sa datim informacijama, bilo naviše ili naniže, ali neće odudarati od svoje fundamentalne vrednosti.

Efikasno tržište bi trebalo da poseduje sledeće karakteristike:⁴

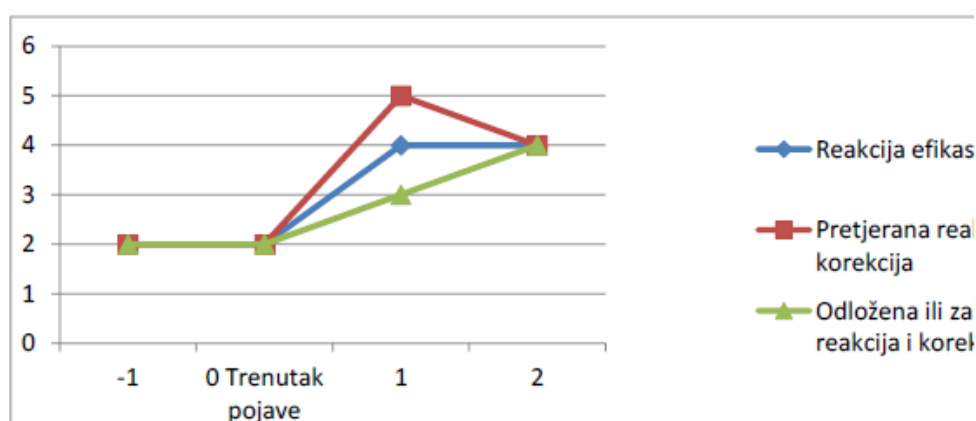
1. Priliv novih informacija utiče na nivo cena tako što izaziva brzu i preciznu reakciju,
2. Promena cena u tekućem periodu ne bi trebalo da bude povezana sa promenom cena u prethodnom periodu,
3. Razdvajanje investicija na profitabilne i neprofitabilne u budućem periodu samo na osnovu karakteristika tih investicija u tekućem periodu bi bilo nemoguće,
4. Podela investitora na one koji su upućeni u investiranje i na one koji to nisu, ne pokazuje drastične razlike u njihovim performansama.

Atribut efikasnosti podrazumeva visok stepen reagibilnosti tržišta na priliv novih informacija, što je u skladu sa navedenim karakteristikama. Tržišna reakcija ne može da bude istovremena i potrebno je da prođe određeni vremenski period od pojave informacija do reakcije tržišta na njih, a to je problem EMH.

Reakcije efikasnog i neefikasnog tržišta su grafički prikazane na Slici 1. Polazna pretpostavka ovog primera je da je cena određenog vrednosnog papira na nivou P1. Nakon određenog vremenskog perioda, na finansijskom tržištu se pojavljuje nova informacija, za koju se pretpostavlja da je pozitivna i da povećava cenu posmatrane finansijske aktive. Cena u trenutku prijema informacije sa nivoa P1 (na grafikonu na ordinati označena brojem 2) „skače” na nivo P2 (na grafikonu na ordinati označena brojem 4). Tržište je efikasno, cena reaguje na spoljašnje promene i informacije su ispunile svoju svrhu. Ovaj teorijski model izgleda primamljivo jednostavno, ali postoje

⁴ Isto, str. 147.

određeni problemi u praktičnoj primeni. Informacija, iz nekog razloga, ne mora da povećava cenu u istom trenutku, tj. može da se zabeleži kasna reakcija tržišta, tako da podcena ili precena date informacije može da predstavlja drugi problem. Cena hartije od vrednosti može da se poveća iznad nivoa koji određuje ta informacija ili, u slučaju da informacija nije dobro prihvaćena, može da se poveća samo blago, tj. ispod očekivanog nivoa. Prvi slučaj je poznat pod nazivom „preterana reakcija”, a drugi „zakasnela reakcija”. EMH u oba slučaja pokazuje da sledi korekcija cene, što je dovodi u harmonijski sklad sa pristiglom informacijom. Opisani slučaj je prikazan na Slici 1. Situacije koje su na grafikonu predstavljene crvenom i zelenom bojom ne bi postojale da je tržište u potpunosti efikasno.



Slika 1: Reakcije efikasnog i neefikasnog tržišta

Tri forme hipoteze o efikasnosti tržišta kapitala

Privreda i tržište su izloženi velikom broju informacija, koje imaju direktan uticaj na cene hartija od vrednosti. Teorija o efikasnosti tržišta je formulisana u tri različite forme⁵, u zavisnosti od obima i sadržaja tih informacija.

- ***Slaba forma hipoteze o efikasnosti tržišta***

Slaba forma hipoteze o efikasnosti tržišta se zasniva na pretpostavci da je tržište efikasno ukoliko nije moguće formirati strategiju pomoću koje može da se ostvari abnormalni prinos na osnovu skupa informacija o ranijim cenama hartija od vrednosti.

⁵ Popović, S., Portfolio analiza – kvantitativni aspekti investiranja u hartije od vrednosti, str.160 Postdiplomske studije „Preduzetnička ekonomija“ Ekonomskog fakulteta u Podgorici i MODUS – Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica, 2000.

Akcentat se stavlja na najslabije ograničenje, a to je da su informacije koje su relevantne za cenu neke hartije od vrednosti upravo one koje se tiču kretanja cena te hartije u prošlosti. S obzirom na to da se kao ograničenje uzima samo jedan faktor, može se reći da je opravdan naziv „slaba forma hipoteze o efikasnosti tržišta”. Efikasnost tržišta se posmatra samo na relaciji cena juče - cena danas. „Hipoteza podrazumeva da, ukoliko je tržište efikasno, ne bi trebalo da postoji nikakva veza između promena cena u prošlosti i promena cena u budućnosti, odnosno da su te promene nezavisne jedna od druge.”⁶ Današnji nivo cene određene akcije je jedini važan, bez obzira kakvom putanjom se ona kretala u prošlosti, rastućom ili opadajućom.

- ***Srednja forma hipoteze o efikasnosti tržišta***

Srednja forma hipoteze o efikasnosti tržišta kapitala obuhvata slabu formu i, u odnosu na nju, povećava skup informacija o prošlim cenama na sve javno dostupne informacije, na osnovu kojih nije moguće formirati strategiju kojom bi se ostvario abnormalni prinos (veći od očekivanog). Ovakva forma EMH je malo „jača” u odnosu na prethodnu, što opravdava naziv „srednja”. Javno dostupne informacije su najčešće ekonomski izveštaji, izveštaji institucionalnih investitora, kompanija i slično. Činjenica je da sve javne informacije ne mogu biti dostupne svakom investitoru u potpunosti, što zbog svog obima, što zbog vremena koje je neophodno da bi se one apsorbovale. Ovom formom se tvrdi da tržište ipak ima apsorpcionu moć i da dovoljno brzo reaguje na informacije, pa je investitorima nemoguće da formulišu strategiju za ostvarivanje ekstra profita. Slaba i visoka forma EMH predstavljaju ekstreme u teoriji efikasnosti tržišta, tako da je srednja forma najbliža realnom stanju u privredi u pogledu informacione efikasnosti.

- ***Visoka forma hipoteze o efikasnosti tržišta***

Poslednja forma EMH predstavlja drugi ekstrem u okviru ove teorije i naziva se visoka forma hipoteze o efikasnosti tržišta kapitala. Skup informacija na bazi kojih investitori ne mogu da formiraju strategije za ostvarivanje abnormalnog prinosa, prema ovoj formi, sačinjavaju, pored informacija o prošlim cenama (slaba forma) i svih dostupnih informacija (srednja forma), sve raspoložive informacije, tj. i javne i privatne. Ostvarenje abnormalnih profita na osnovu insajderskih informacija nije moguće ni za

⁶ Isto, str. 162.

koga, čak ni za insajdere⁷, ukoliko cena neke hartije od vrednosti reflektuje sve raspoložive informacije, kako se hipotezom tvrdi. Način na koji je formulisana ova forma hipoteze predstavlja je kao idealni koncept efikasnosti tržišta kapitala, koji podrazumeva izuzetno brzo prilagođavanje cena na nove informacije, tako da je praktično nemoguće ostvariti abnormalni prinos.

Problemi vezani za hipotezu o efikasnosti tržišta kapitala

S obzirom na to da je u prethodnom poglavlju objašnjena struktura tri različite forme EMH i da je srednja forma najrealističnija, ovde se akcenat stavlja na neke anomalije koje su zabeležene u ovoj hipotezi.

Anomalije se u nauci definišu kao neobjašnjivi rezultati neke pojave, koji odstupaju od teorije, a u finansijama se anomalije koriste kao neobjašnjeni rezultati tradicionalne teorije, tj. hipoteze o efikasnosti tržišta kapitala. Anomalije u finansijama se mogu sagledati dvojako, kao isticanje negativnih strana EMH i kao podrška teoriji bihejviorističkih finansija.

Podelu anomalija je moguće izvršiti na sledeći način:

1. Anomalije vezane za nivo odnosa „cena-zarada” (P/E) u Bilansu stanja firme,
2. Anomalije vezane za veličinu firme,
3. Sezonske anomalije, gde se razlikuju godišnje, mesečne i dnevne,
4. Ostale anomalije.⁸

- ***Anomalije vezane za nivo odnosa „cena-zarada” u Bilansu stanja firme***

Osnova ovih anomalija je činjenica da preterana očekivanja investitora, zasnovana na ranijem nivou P/E odnosa, doprinose ostvarenju ekstra prinosa na tržištu. Važeće shvatanje je da akcije sa nižim P/E odnosom obezbeđuju veće prinose, i obrnuto (*efekat niskog P/E odnosa*), što su potvrdile brojne empirijske analize. Empirijski nalazi su pokazali da, suprotno teoriji efikasnosti tržišta kapitala, veći prinosi na portfolije sa

⁷ Pojam insajderi podrazumeva: top menadžment u firmama, članove upravnih odbora, kao i akcionare koji poseduju 10 ili više od 10 % ukupnog broja akcija neke firme.

⁸ Podela izvršena na osnovu: Popović, S., op.cit., str. 168.

niskim P/E odnosom nisu bili praćeni i višim nivoom sistematskog rizika, što znači da su prinosi bili u neravnoteži i dozvoljavali da se ostvare ekstra prinosi.⁹

- ***Anomalije vezane za veličinu firme***

Ova vrsta anomalija podrazumeva da je tržište neefikasno u vrednovanju prinosa na akcije kada se posmatra veličina firme (tržišna kapitalizacija). Istraživanja su pokazala da manje firme ostvaruju znatno veće stope prinosa, prilagođene riziku, od velikih firmi.

- ***Sezonske anomalije***

Ova vrsta anomalija spada u grupu onih koje su najranije detektovane kao kontra argumenti teoriji efikasnosti tržišta kapitala. Podela sezonskih anomalija je izvršena na osnovu vremenskog intervala, i to na: godišnje, mesečne i dnevne.

Godišnje sezonske anomalije. Ova vrsta sezonskih anomalija pokazuje postojanje određene imperfečnosti tržišta u dužim vremenskim intervalima i definiše tzv. hipotezu o preteranom reagovanju, kojom se tvrdi da akcije koje prethodno imaju tendenciju pada cene (tzv. gubitnici) kasnije značajno nadmašuju akcije čije su cene rasle (tzv. dobitnici), posmatrano na duži rok.

Mesečne sezonske anomalije. Posebno mesto u okviru ovih anomalija pripada anomaliji pod nazivom „Januarski efekat”. Brojna empirijska istraživanja su pokazala da su prinosi na akcije neobjašnjivo veći u januaru nego u drugim mesecima tokom godine, kao i da tokom januara firme sa manjom tržišnom kapitalizacijom ostvaruju bolje prinose nego veće firme.

Dnevne sezonske anomalije. Prilikom proučavanja ove vrste anomalija, istraživačima je „zapao za oko” tzv. „Efekat ponedeljka”. Empirijskim istraživanjima je otkriveno da su prinosi daleko niži ponedeljkom nego ostalim danima u nedelji.

⁹ Po istraživanju Basua - Basu, S., Investment Performance of Common Stocks in relation to Their Price-Earning Ratio: A Test of the Efficient Market Hypothesis, Journal of Finance, XXXII, No 2. Basu je analizirao performanse portfolija konstruisanih na osnovu P/E odnosa u periodu mart-april 1971. Na početku svakog meseca on je rangirao akcije prema opadajućoj veličini P/E odnosa. Prvu grupu označenu slovom A činilo je 20% akcija sa najvećim P/E odnosom, zatim je B grupi pridalo 20% od ukupnog broja akcija koje su imale niži P/E odnos i tako redom sve do poslednje grupe E, kojoj je pripadalo 20% ukupnih akcija koje su imale najniži P/E odnos. Nakon toga su procenjivane performanse svakog portfolija tokom perioda.

- *Ostale anomalije*

Pored navedenih anomalija, u istraživanjima, koja su predstavljala svojevrsni test EMH, zabeleženo je i niz drugih, okarakterisanih kao „manje značajne” anomalije. Utvrđeno je da kod sezonskih anomalija, na primer, postoje visoke stope prinosa oko Božića, ili pre drugih praznika. Prinos je petkom veći od ostalih dana u nedelji, a kada je petak trinaesti dan u mesecu, prinosi postaju negativni i značajno niži u odnosu na ostale datume. Razlog je prilično jednostavan - „Petak trinaesti” odražava sujeverje i ono se kroz stavove investitora reflektuje na tržište.

Nastanak opisanih anomalija, kao i brojnih drugih, delimično pokazuje neadekvatnost teorije o efikasnosti tržišta kapitala. Tradicionalne finansije su sastavljene od velikog broja teorija i matematičkih modela za ponašanje investitora, a iza svake od tih teorija i modela stoji niz pretpostavki koje se tiču ličnog ponašanja, kao i šireg okruženja, gde se finansijske odluke donose. Neki ljudi, za razliku od drugih, veruju da je tržište efikasno, kao što se vidi u prethodnom poglavlju. Posebna pažnja u ovom delu rada se obraća na četiri teme, ili četiri problema, koji su suština poimanja tradicionalnih modela. Neki istraživači su pokušali da „pređu” preko ovih problema, ističući činjenicu da su tradicionalni modeli samo jedna uža kategorija bihejviorističkih, kao što se Njutnova fizika može smatrati specijalnim slučajem uopštenijeg modela, koji uključuje i kvantnu teoriju. Ovakva kategorizacija nije od pomoći, jer se tradicionalni modeli baziraju na pretpostavkama koje nisu deo pojednostavljenih pretpostavki malo veće bihejviorističke paradigme¹⁰, nego su bazirani na pretpostavkama koje su kontradiktorne naučnim dokazima. Njutnovi fizički modeli, s druge strane, sa praktičnog stanovišta daju dobre operative rezultate. Strukture zasnovane na njihovim principima se ne obrušavaju, dok to nije slučaj sa tradicionalnim finansijskim modelima, što navodi na zaključak da su zasnovani na pretpostavkama koje su nekonzistentne sa opštim zakonima prirode i ponašanjem čoveka.

Četiri glavne teme koje su objašnjene u nastavku date su kao četiri pretpostavke na kojima se baziraju tradicionalne finansije:¹¹

¹⁰ Olsen, R. A., Cognitive Dissonance: The Problem Facing Behavioral Finance, *The Journal of Behavioral Finance USA*, 2008, 9: 1–4, str. 27.,

¹¹ Isto, str. 30.

-
1. Redukcionistička nauka može da „osvoji” nesigurnost. Uzrok i posledica se, uz mnogo truda, mogu razumeti toliko jasno da se mogu napraviti stohastički modeli koji obezbeđuju optimizaciju.
 2. Ljudski um je uređaj za rešavanje problema, baš kao kompjuter, što znači da se može uvežbavati (ili programirati) da pravi aksiomatične odluke fokusirane na optimizaciju.
 3. Emocije imaju negativan uticaj na donošenje odluka, jer su one deo iracionalnog.
 4. Ljudi su po prirodi predodređeni da budu sebični i da rade u skladu sa svojim sebičnim interesom.

Problem koji se odnosi na prvu pretpostavku ogleda se u činjenici da nije uvek moguće eliminisati nesigurnost, čak i kada su određeni delovi tog sistema dobro razumljivi. Određeni tipovi sistema dovode do hitnih stanja, sa osobinama koje nisu, u stvari, osobine delova, ili elemenata samog sistema. Uvek postoje određene teorije koje ne mogu da se dokažu, čak i u a’priori aksiomatskim sistemima, kao što je matematički. Ekonomski sistemi imaju, generalno posmatrano, kako pozitivne, tako i negativne sprege, tj. povratne informacije, a upravo pozitivne sprege mogu prouzrokovati stvaranje dinamičkih sistema, koji ne moraju „završiti” u ekvilibrijumu.¹² Mnogi ekonomisti su detektovali ovaj problem i izvodili istraživanja u okviru oblasti poznate pod nazivom „Ekonofizika”. Priznali su da je potraga za optimizacijom u okruženju sa velikom nesigurnošću besmislena i da, sa logičke tačke gledišta, prouzrokuje beskonačno nazadovanje.¹³

Problem u vezi sa drugom pretpostavkom predstavljaju dokazi istraživanja sprovedenih u oblasti evolucione psihologije i neuronauke, gde je prikazano da ljudski um nije opšti uređaj za rešavanje problema, kao što je to kompjuter. Ljudski um predstavlja organ koji prihvatljivo funkcioniše kada treba da omogući adaptaciju i reprodukciju, ali nije u mogućnosti da obavlja funkciju optimalnosti onoliko efikasno koliko funkciju

¹² Fromlet, H., Behavioral Finance – Theory and Practical Application, Business Economics, USA, 2001, str.12.

¹³ Vukotić, V., Markoekonomski računi i modeli, CID, Podgorica, 2007, str. 23.

dovoljnosti. Postupak donošenja odluka ne mora da bude koristan samo pojedincima koji donose odluke, već je dovoljno da bude koristan celom fenotipu.¹⁴

Problem hipoteze o efikasnosti tržišta kapitala, tj. pretpostavki koje podržavaju tu hipotezu, jesu i emocije. Emocije su esencijalni deo procesa donošenja odluka, zato što predstavljaju prekidač za preduzimanje odgovarajuće akcije.¹⁵ Pojedinci koji preduzimaju akcije koje nisu poduprte emocijama uglavnom vrše loš izbor, ukoliko uopšte izvrše izbor. Proces donošenja odluka kod ljudi funkcioniše na bazi kompromisa dva procesa, koji se vrše u tandemu, ali sa različitim težinama, u zavisnosti od situacije. Jedan proces je „iskustveni” i on je brži, više nesvestan i koristi pravilo palca i heuristiku.¹⁶ Drugi proces je „racionalni” i on je noviji, ako se posmatra iz evolucione perspektive. On funkcioniše sporo i u stanju je da „proizvodi” formalnije logičke odluke tamo gde je okruženje za donošenje odluka relativno jednostavno. Ova dva sistema dele neurološka kola i jedan ne može da isključi drugi, ni vežbom, niti snagom volje. Kada ova dva sistema ne funkcionišu u tandemu, rezultat su inferiorne odluke.¹⁷

Problem koji se odnosi na četvrtu pretpostavku ogleda se u činjenici da su ljudi socijalna bića i da svoje odluke uvek donose po uzoru na druge. Činjenica koja ide u prilog tome jeste činjenica da ljudi najčešće deluju instinktivno, imitiraju druge i imaju potrebu za grupnim članstvom, tj. pripadnosti određenoj grupi. Istraživanja iz oblasti eksperimentalne ekonomije, teorije igara, nauka koje se tiču donošenja odluka i psihologije, pokazuju da individue ne samo da pokazuju altruistično ponašanje prema porodici i bliskim poznanicima, već i prema strancima. Takvo ponašanje je adaptivne prirode, sa evolucionog stanovišta, i bilo bi iznenađujuće da ne postoji.¹⁸

¹⁴ Fenotip - skup svih osobina jednog organizma koje su nastale zajedničkim delovanjem genotipa i uslova sredine u kojima se dati organizam razvija. Pojam fenotipa uveo je Johannsen (1909). Fenotip se u širem smislu može posmatrati slično kao i genotip i, u užem smislu, kao jedna osobina koju određuje neki genotip. Fenotipske osobine se najgrublje mogu podeliti na kvalitativne i kvantitativne.

¹⁵ Milivojević, Z., Emocije, Psihoprois Institut, Novi Sad, 2007, str. 44.

¹⁶ Heuristika je nauka o mogućnostima naučnog istraživanja. Odgovara na pitanja: Šta se može naučno istražiti? Šta se ne može? Šta je aksiom?

¹⁷ Olsen, R. A., Cognitive Dissonance: The Problem Facing Behavioral Finance, *The Journal of Behavioral Finance*, USA, 2008, 9: 1–4, str. 32.

¹⁸ Goleman, D., *Socijalna Inteligencija*, Geopoetika, Beograd, 2008, str. 57.

2.1.1 Kratak istorijat i specifičnosti modela *homo economicusa*

Homo economicus se može smatrati najraširenijim modelom ljudskog ponašanja u ekonomiji. Postoje određene pretpostavke, u kontekstu ovog modela, koje su se proteklih vekova, a naročito u poslednjih nekoliko decenija, pokazale kao kontroverzne. Koncept *ultimativno poželjnog*, koji ima dvostruku svrhu, bavi se ograničenjima modela *homo economicusa*, a osim toga se predlaže i da se taj koncept koristi ne samo kao sredstvo prikaza ograničenja, već i u širem kontekstu, kao teorijski okvir na kome može da se bazira dalja ekonomska analiza.

Homo economicus, tj. *ekonomski čovek*, jeste pojam u čijem slučaju je *modus operandi* zapravo pribavljanje što veće količine ekonomskih dobara, uz što manju cenu. Svojstvo dobre nauke je da negde između ova dva procesa pronade ravnotežu, tako da ne ostane isuviše veliko područje analize koje bi zahtevalo istovremeno bavljenje velikim brojem različitih pitanja odjednom. Polazeći od činjenice da žestina rasprave postoji od početka uvođenja ovog modela, zapaža se da u okviru ekonomske nauke ova ravnoteža još uvek nije pronađena.

Model *Homo economicusa* podrazumeva određeni razvoj i evoluciju, a dva ključna oblika su: Mill-ov i moderan (ustanovljen u savremeno doba, u konstrukt koji je poznat kao *Teorija racionalnog izbora*, tj. *Rational Choice Theory* RCT). Koncept *ultimativno poželjnog*, u smislu novog teorijskog okvira, može da se koristi kao način prevazilaženja brojnih teorijskih poteškoća koje se javljaju kod svih oblika modela *Homo economicusa*.

John Stuart Mill se smatra osnivačem ovog modela. Mill je u jednom od svojih dela istakao da se ekonomika „...ne bavi celom ljudskom prirodom, modifikovanom od strane društva i države, niti čovekovim celokupnim ponašanjem unutar tog društva. Čovek je interesuje samo kao biće koje želi da poseduje bogatstvo i sposoban je da oceni relativnu efikasnost sredstava koja mogu taj cilj da mu omoguće.”¹⁹ Mill, u okviru istog dela, daje predlog „arbitražne definicije čoveka, kao bića koje neizbežno uvek radi

¹⁹ Mill, J.S., *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*, 2nd edn Longmans, Green, Reader & Dyer, 1984, str. 97.

ono što mu omogućava najveću količinu nužnih, normalnih i luksuznih dobara, uz najmanji mogući trud.”²⁰

Model je, od Milla pa sve do danas, prošao interesantnu evoluciju promena i proširenja, najpre od strane ekonomista tzv. *marginalističke evolucije* (W.S. Jevons, Francis Edgewort, Leon Walras, Vilfredo Pareto i drugi), a kasnije i od neoklasičara (Frank Knight, Lionel Robbins, Paul Samuelson i drugi).²¹

Proširenjem Millovog pojma „ekonomske korisnosti“ na određenu vrstu „univerzalne korisnosti“, RCT otvara mogućnost za analizu ponašanja pojedinaca, i to izvan ograničenih slučajeva izbora i optimizacije između čisto ekonomskih dobara. Model *Homo economicusa* je, u kontekstu RCT, počeo da se koristi za objašnjavanje svega, pa i odlaska u crkvu i mnogih drugih svakodnevnih aktivnosti, što je izazvalo brojne kritike. Jedna od reprezentativnih kritika je kritika američkog sociologa i ekonomiste Torstena Veblena, koji na satiričan način opisuje *Homo economicusa* kao „munjevitog kalkulatora zadovoljstva i boli, koji oscilira kao homogena smesa želje za srećom, pod uticajem stimulansa koji ga pomeraju naokolo, ostavljajući njega samog netaknutim.”²² Određene varijacije pomenutog pristupa mogu da se nađu i kod novih autora.²³

Osnovne karakteristike navedenih kritika se sastoje u tvrdnjama da čovek u velikom broju slučajeva ne raspolaže svim potrebnim informacijama i nije savršeno racionalan, pošto ne može uvek da poseduje sve informacije, kao i da ne raspolaže svim kognitivnim sposobnostima i vremenom koje bi bilo potrebno za sprovođenje optimizacije kakvu RCT podrazumeva. Pobornici RCT su zato odlučili da odgovore na ove optužbe tako što su modifikovali pretpostavku savršene informisanosti i pritom uveli *ograničenu racionalnost*, uzimajući u obzir nedostatak vremena i kognitivnih sposobnosti.²⁴

²⁰ Isto, str. 101.

²¹ Vidi: Morgan M.S. *The Character of Rational Economic Man*, London School of Economics & Political Science, Working Papers in Economic History, no.34/96

²² Veblen, T.B., Why is Economics Not an Evolutionary Science, u *The Place of Science in Modern Civilization* (ponovo izdan u *The Portable Veblen*, ed M. Lemer, 1948 (New York: The Viking Press), 1919, str. 232.

²³ Vidi: Thaler, R. H., From Homo Economicus to Homo Sapiens, *Journal of Economic Perspectives*, 2000, vol. 14 no.1 itd.

²⁴ Gigerenzer, G., Selten, R., *Bounded Rationality*, Cambridge, MIT Press, 2002.

Prethodno navedene kritike nisu jedine. Najveći nalet kritika nastupio je nastankom bihejviorističke ekonomije i finansija, odnosno istraživanja koja je vodio nobelovac Danijel Kaneman. Otkriven je čitav niz slučajeva gde RCT dovodi do sistemskih grešaka i pokazala se potpuna nemogućnost objašnjenja ponašanja pojedinca u određenim slučajevima.²⁵

Sledeći pojam do koga se došlo je *ultimativno poželjno*, tj. UP. Čovek, polazeći od toga kako shvata svoju okolinu i kakve senzacije to shvatanje u njemu pobuđuje, u stvari deluje na način koji će maksimizovati pozitivne i minimalizovati negativne senzacije i uvek ima u vidu određeni vremenski period, čime se dolazi do osnovne razlike između objašnjenja čovekovog ponašanja prema RCT i UP. Svi ljudi, tokom celog života, imaju isključivo jedan vremenski period u vidu, odnosno jednom određuju ciljeve za koje misle da ih mogu pozicionirati u krajnje desnu zamislivu poziciju na dužini senzacija i da se ovi ciljevi, kao i planirano vreme za njihovu realizaciju, neće nikada menjati tokom životnog veka. RTC bi, da je tako, najverovatnije bio zadovoljavajući alat za objašnjavanje ponašanja svakog pojedinca koji je suočen sa bilo kakvom odlukom, ali to nije slučaj. Iracionalno ponašanje ima sveprisutnost, jer ljudi permanentno vrše promene vremenskog rasporeda u kome planiraju da maksimizuju svoje zadovoljstvo, ali time se dolazi i do modifikacije ciljeva koje nastoje da ostvare. Konceptom UP se postulira jedna nova opšta teorija ljudskog ponašanja, koja velikim delom uklanja teoretske poteškoće *Homo economicusa*.

2.1.2 Osnovni ekonomski modeli – pretpostavka o racionalnom donošenju odluka

Teorija racionalnog izbora se pokazala kao veoma korisna i empirijski je dokazana u mnogim situacijama, kao što su one gde postoji takmičarski orijentisano tržište²⁶. Činjenica je da ovi zaključci nisu našli potvrdu u ozbiljnom empirijskom istraživanju, a predstavnici bihejviorističke ekonomije i finansija su insistirali upravo na ovome.

Prema standardnom pristupu, koji je prihvaćen u ekonomskoj teoriji, polazi se od pretpostavke da ekonomski akteri ispoljavaju punu racionalnost. Racionalni izbor predstavlja definitivno čvrsto jezgro naučno-istraživačkog programa neoklasične

²⁵ Videti: Kaneman, D., *Misliti, brzo i sporo*, Heliks, Beograd, 2015.

²⁶ Ostrom, E., A Behavioral Approach to the Rational Choice Theory of Collective Action, *American Political Science Review*, 1998, 92 (1), str.15

mikroekonomije²⁷, sa aspekta metodologije i koncepcije naučnog napretka. Ekonomisti imaju u vidu više stvari kada govore o punoj racionalnosti, a ovo su neki od postulata racionalnog odlučivanja.

Pretpostavke ove teorije su:

1. **Racionalnost** - Potrošači pokazuju racionalno razmišljanje i teže da ostvare korisnost, uz ograničenje koje im nameće njihov dohodak.
2. **Kardinalna korisnost** - Korisnost svakog dobra je merljiva, a merenje se vrši pomoću novca.
3. **Konstantna granična korisnost novca** - Ova pretpostavka predstavlja nužan uslov, ukoliko je za merenje korisnosti upotrebljena novčana jedinica. „Ako bi se granična korisnost novca menjala povećanjem ili smanjenjem dohotka, merilo korisnosti bi izgubilo svrsishodnost.”²⁸
4. **Opadajuća granična korisnost** - Ovde se misli na pravilo da se korisnost dodatnih jedinica proizvoda smanjuje, što je aksiom opadajuće granične korisnosti.
5. **Ukupna korisnost u korpi dobara zavisi od količina pojedinačnih dobara**

Razumevanje racionalnosti, kao što se prikazuje u modernoj ekonomskoj teoriji, nosi epitet formalnog. Formalna metoda pretpostavlja postojanje sistema logičkih veza²⁹ i definiše pojam racionalnosti kao postojanje pretpostavke izbora, prema kojoj pojedinci, polazeći od preferencija i grupe ograničenja (fizičkih, institucionalnih ili informativnih), biraju za sebe najpovoljniju varijantu iz grupe dostupnih opcija korišćenja resursa, što dalje implicira da racionalni pojedinci prave identične izbore u identičnim situacijama, bez kasnijih preispitivanja, ili žaljenja zbog preduzetih izbora, odnosno alternative koju nisu preduzeli. Osim što racionalni pojedinac ima određene želje, koje su osnova njegovog izbora, pojam racionalnog pojedinca ima i određene blage pretpostavke logičke doslednosti, koja je izražena u sledećim aksiomima:³⁰

²⁷ Lakatos, I., Falsification and the Methodology of Scientific Research Programmes, u: Lakatos, I. and Musgrave, A. (eds), *Criticism and the Growth of Knowledge*, Cambridge: Cambridge University Press, 1970, str. 191.

²⁸ Koutsoyiannis, A., *Moderna mikroekonomika*, Mate, Zagreb, 2006, str. 15.

²⁹ Wilber, K. C., Harrison, R. S., The Methodological Basis of Institutional Economics: Pattern Model, Storytelling, and Holism, *Journal of Economic Issues*, 1978, 12 (1), str. 62.

³⁰ MekFaden, L. D., Racionalnost za ekonomiste?, *Ekonomski anali*, 155, januar-mart, 2003, str. 169.

-
- **Stanje potpunosti** (nezavisno od stepena razlike ili sličnosti alternativa, osoba koja donosi odluke je u stanju da izvrši komparaciju i poređa ih hijerarhijski),
 - **Stanje tranzitivnosti** (ako racionalni pojedinac preferira alternativnu opciju A u odnosu na alternativnu opciju B, kao i alternativnu opciju C, onda preferira A u odnosu na C),
 - **Samostalnost u kontekstu** (izbor između dve opcije ne zavisi od reda u kome se pojavljuju, ili da li je treća alternativa dostupna).

Poslednji aksiom se odnosi na činjenicu da se pojedinci ponašaju na isti način, nezavisno od toga da li to rade odvojeno ili zajedno u sistemu. Polazeći od osnovnih postavki teorije racionalnog izbora, u sledećim poglavljima se obrađuje upravo tematika ograničenosti i netačnosti postavki teorije racionalnog izbora u određenim okolnostima.

Imajući u vidu da bihejvioristička nesavršenost vodi prema situaciji gde ljudi mogu da izaberu opcije koje nisu u skladu sa njihovim najboljim interesima, bihejvioristički finansijski stručnjaci su došli na ideju da paternalistički orijentisana država može pomoći pojedincima da donesu bolje odluke. Država na taj način može da pomogne da se od ograničene racionalnosti pojedinci približe idealu pune racionalnosti.

2.1.3 Programski model objašnjenja teorije racionalnog izbora

Programski model objašnjenja teorije racionalnog izbora u daljem tekstu je analiziran rukovodeći se Petitovim razmatranjima.³¹ Petit pravi razliku između tri aspekta racionalnog objašnjenja, koja naziva programskim, normalizujućim i interpretativnim. Suština specifikacije racionalnog objašnjenja, kao programskog objašnjenja, bazirana je na tome da se pokaže na koji način mentalna stanja imaju kauzalnu relevantnost, nezavisno od toga što nisu kauzalno efikasna u proizvodnji delovanja. Normalizujuće rešenje označava proširenje programskog objašnjenja, gde se misli da želje, kao i verovanja, mogu da budu objašnjenje za ljudske postupke jedino u slučaju kada zadovoljavaju određenu vrstu kriterijuma regularnosti u stvarnosti. Petit zbog toga ističe da su norme racionalnosti, koje su svojstvene teoriji odlučivanja, osnova za objašnjenje postupaka individua. On navodi da je suštinska uloga ovog aspekta predviđanje

³¹ Videti detaljnije: Pettit, P., *Rules, Reasons and Norms*, 2002, Oxford:Oxford University Press; Pettit P. Rational Choice, Functional Selection and Empty Black Boxes, *Journal of Economic Methodology*, 2000, 7: 33–57.

postupaka drugih osoba u svetlu racionalnosti, s obzirom na to da je reč o regularnostima. Osoba koja bi se rigidno držala normi racionalnosti koje su definisane u teoriji odlučivanja, ne bi se razlikovala mnogo od automata, za koji ne može da se kaže da misli u pravom smislu reči. Uvođenje ideje deliberativnog aktera, koji analizira svoje postupke u svetlu razloga i koji pritom navodi svoje razloge, komunicirajući sa drugim ljudima, obuhvaćeno je trećim aspektom, odnosno interpretativnim objašnjenjem. Racionalne individue ne mogu da budu shvaćene kao automati i neće revidirati svoje stepene uverenosti, kao i poželjnosti, shodno novim informacijama, već će biti deliberativni učesnici koji interpretiraju svoje i tuđe misli u kontekstu razloga.

2.2 Biheviorističke finansije kao odgovor na nedostatke klasičnih finansija

Sistemske greške se odnose na pristrasnosti i predvidljivo se pojavljuju pod tačno određenim okolnostima. Čovek nije svestan da se u njegovom umu u tišini odvijaju mentalni procesi, koji za posledicu imaju impresije, intuitivne sudove i brojne odluke.

Analiza pristrasnosti intuicije i fokusiranje na greške ne znači da se time *a priori* omalovažava ljudska inteligencija. Većina ljudskih sudova i poteza je obično ispravna i, u najvećem broju slučajeva, čovek može da dopusti sebi da se kreće kroz život rukovodeći se impresijama i osećanjima, a poverenje u svoje intuitivne sudove i sklonosti je u većini slučajeva opravdano. Predmet analize ovog rada jeste da pokaže da to nije uvek tako.

Jedno od najznačajnijih pitanja koje se postavlja ljudima u sferi biheviorističkih finansija jeste da li su ljudi dobri intuitivni statističari. Brojna istraživanja su pokazala da nisu. Najnovija dostignuća kognitivne i socijalne psihologije daju tumačenja funkcionisanja ljudskog uma. Kaneman i Tverski su u jednoj od studija tražili od učesnika da odgovore na sledeće jednostavno pitanje o rečima, u uobičajenom engleskom tekstu: *Uzmimo slovo K. Da li je veća verovatnoća da K bude prvo slovo reči, ILI treće?*

Mnogo je lakše smisliti reči koje počinju određenim slovom, nego one kojima je isto to slovo treće. Ovo zapažanje važi za sva slova.

Psihologija tačne intuicije nije nikakva magija. Najbolji koncizni opis ove vrste intuicije je dao veliki Herbert Sajmon³², koji je izučavao šahovske majstore i pokazao da oni, nakon hiljada sati igranja, figure na tabli vide drugačije od ostalih ljudi. Njegovo negodovanje zbog toga što se intuicija stručnjaka pretvara u mit tačno je precizirana u rečima: „Situacija šalje poruku; ova poruka upućuje stručnjaka da pristupi informacijama smeštenim u njegovoj memoriji, a te informacije daju odgovor. Intuicija nije ni više ni manje nego prepoznavanje.“³³

Intuitivni zaključci profesionalaca se ne javljaju na osnovu njihovog znanja, za šta postoji interesantan primer. Pre mnogo godina, dogodio se slučaj da je glavni investicioni menadžer velike firme investirao desetine miliona dolara u akcije kompanije Ford Motors. Kada su ga pitali kako je to odlučio, odgovorio je da je na nedavnom sajmu automobila bio impresioniran njihovim proizvodima. „Čoveče, baš znaju da naprave dobar auto!” On je na taj način jasno stavio do znanja da veruje svom instinktu i zato je bio zadovoljan donetom odlukom i sobom. Vredno zapažanje u ovom slučaju jeste da menadžer nije uzeo u obzir jedino pitanje koje bi pravi ekonomista smatrao relevantnim: koliko trenutno vrede Fordove akcije? On je ipak odlučio da poslušati intuiciju; pritom, voli automobile, ima afinitete prema kompaniji i ideja da poseduje njene akcije mu je takođe bila privlačna.

Danas postoji jedna šira koncepcija heuristike, iz koje se može izvesti dobro objašnjenje. Korak napred je to što je utvrđeno da emocije u današnje vreme predstavljaju mnogo važniji faktor za razumevanje intuitivnih procena i izbora nego što je to ranije bio slučaj.³⁴ Danas bi se, na primer, odluke i procene ovog menadžera opisale kao afektivne heuristike, neposredno vođene osećanjima svidanja ili nesvidanja, uz slab uticaj racionalnog vrednovanja.

Kada postoji teško pitanje, na koje odgovor nije dostupan na bazi raspoloživog znanja, intuicija će brzo ponuditi odgovor – ali u tom slučaju se ne dobija pravi odgovor na postavljeno pitanje. Prethodno pomenuti menadžer se suočio sa teškim pitanjem – “Da

³² Herbert Sajmon se smatra jednim od najvećih naučnika 20. veka; njegova otkrića i izumi se kreću u rasponu od političkih nauka, preko ekonomije, za koju je dobio Nobelovu nagradu, do informatike i psihologije.

³³ Simon, H., What Is an Explanation of Behavior, *Psychological science* 3, 1992, str. 150.

³⁴ Kaneman, D., *Misliti, brzo i sporo*, Heliks, Smederevo, 2015, str. 12.

li da investiram u Fordove akcije?”, ali mu je na um odmah pao odgovor na jedno lakše, povezano pitanje – “Da li mi se sviđaju Fordovi automobili?” i onda je doneo odluku. Suštinska odrednica intuitivne heuristike, na osnovu datog primera, jeste da ljudi „suočeni sa teškim pitanjem često, umesto na njega, odgovaraju na neko lakše, obično i ne primećujući tu zamenu pitanja.”³⁵

Spontano traženje intuitivnog rešenja ponekad ne uspeva i u tom slučaju se ne razmišlja ni o stručnom rešenju, ni o odgovoru koji je zasnovan na heuristici, nego se pravi mentalni prelaz na sistem sporog, promišljenijeg i težeg načina razmišljanja. Brzo mišljenje podrazumeva obe vrste intuitivnog mišljenja, ekspertsko i heurističko, kao i potpuno automatske mentalne aktivnosti percepcije i pamćenja, odnosno operacije koje omogućavaju saznanje da se, na primer, na stolu nalazi lampa, ili koji je glavni grad Rusije.³⁶

Postoje dva sistema, koja Kaneman³⁷ opisuje kao Sistem 1 i Sistem 2, odnosno sistem brzog i sistem sporog mišljenja. Najnovija istraživanja govore o tome da je intuitivni sistem mnogo uticajniji nego što se čini i on se ističe kao kreator mnogih odluka i procena.

Učesnici na tržištu su se dugo oslanjali na teoriju efikasnog tržišta i racionalnosti investitorovog ponašanja prilikom donošenja finansijskih odluka. Ideja potpuno racionalnog investitora, koji uvek maksimizuje korisnost, pritom prikazujući izuzetnu samokontrolu, postaje neadekvatna, dok se primeri tržišne neefikasnosti u formi anomalija i iracionalnog ponašanja opažaju sve češće tokom prethodnih decenija.

Mnogi finansijski ekonomisti su pre dvadeset godina mislili da EMH mora da bude tačna zbog sila arbitraže. Pokazalo se da je to bilo naivno gledište i da ograničenja arbitraže mogu da dovedu do ogromnih poremećaja u cenama. Većina ekonomista razume da odsustvo profitabilne investicione strategije ne znači odsustvo neprilagođenih cena i da cene mogu biti pogrešne (različite u odnosu na objektivno tržišno vrednovane) i bez stvaranja šansi za ostvarivanje profita.

³⁵ Isto.

³⁶ Kaneman, D., nav.d., 2015, str. 12.

³⁷ Isto.

Zahvaljujući radu kognitivnih psihologa, kao što su Ričard Taler, Danijel Kaneman i Amos Tverski, sada postoji dugačak spisak važnih empirijskih dokaza, na osnovu kojih može da se izvrši klasifikacija nekih od načina na koji ljudi formiraju očekivanja i donose odluke. Zabeležen je i progres u stvaranju pravih modela ovih procesa, pri čemu je teorija averzije prema gubitku ovde najvažnija. Ekonomisti su nekada verovali da je ponašanje ili racionalno, ili ga je nemoguće formalizovati. Sada se zna da su modeli tzv. „vezane racionalnosti” mogući i da su znatno bolje sredstvo za opisivanje ponašanja od racionalnih modela.

Učesnici na finansijskom tržištu i finansijski menadžeri retko donose odluke na osnovu principa normativne teorije i podložni su, kao i svi ljudi, različitim psihološkim uticajima. Mnoge finansijske teorije, zasnovane na principu racionalnog odlučivanja, ne važe u praksi iz tog razloga. Istraživanja iz oblasti bihejviorističkih finansijskih pokazuju da teorija o irelevantnosti finansijske strukture kapitala nema svoje utemeljenje u praksi.

2.2.1 Ograničena racionalnost – prva kritika pretpostavke o racionalnom donošenju odluka

Standardni ekonomski model ljudskog ponašanja podrazumeva najmanje tri nerealna svojstva: neograničenu racionalnost, neograničenu volju i neograničenu sebičnost. Reč je o tri podesna elementa za modifikaciju.

Ograničena racionalnost može da se dekomponuje na dva elementa. Prvi element je stav da modeli ljudskog zaključivanja moraju biti građeni na onome što predstavljaju znanja o sposobnostima uma, a ne na zamišljenim kompetencijama, čime se pretpostavljaju problemi normativa i optimizacije u brojnim životnim situacijama, što znači da je u brojnim životnim situacijama veoma teško odrediti šta je optimalni izbor. Drugi element, koji je ključan za savremene kritičare iracionalnosti, jeste stav da heuristike nisu primeri pogrešnih procena, nego da upravo one često dovode do pravilnih zaključaka i prilagođenog ponašanja, pod veoma važnim uslovom - prilagođenosti okolini.³⁸

³⁸ Gigerenzer, 2006; Gigerenzer i Selten, 2001.

Ograničena racionalnost (engl. bounded rationality) je posledica nekompletnosti ljudskog znanja usled:

1. nedostatka informacija, i/ili
2. nesposobnosti da se prikupljene informacije obrade.

Nedostatak informacija se javlja kao rezultanta neizvesnosti i složenosti okruženja, dok je nesposobnost da se prikupljene informacije obrade posledica pre svega biološko-psiholoških, odnosno mentalnih limita onih koji odlučuju i nedostatka vremena da se na bazi prikupljenih informacija donese odluka sa najboljim ishodom. Najveći doprinos analizi navedenog fenomena dao je Herbert Sajmon (Herber A. Simon), dobitnik Nobelove nagrade za ekonomiju 1978. godine, sa svojom teorijom donošenja odluka. Sajmon prvi uvodi koncept ograničene racionalnosti, stavljajući naglasak na činjenicu da ljudi, kao ekonomski akteri, imaju ograničene kognitivne sposobnosti i ograničene mogućnosti da sagledaju i uporede sve alternative, informacije i znanja o budućnosti, kao i da imaju nesavršene veštine da dostupne informacije obrade (kao da u glavi rešavaju set matematičkih jednačina).³⁹

Fenomen asimetričnih informacija je prisutan u situacijama kada je različiti obim informacija dostupan pojedincima u ekonomskom odnosu ili razmeni, gde jedan učesnik u transakciji raspolaže većim korpusom informacija o transakciji od drugog. Rezultat toga su razlike u donošenju odluka, tj. pravljenje tzv. negativne selekcije.

Posmatrajući ovu analizu u kontekstu današnjeg sveta može se reći da, u objektivnom smislu, postoji informaciona preopterećenost, što dovodi do nesposobnosti da se izvuče potrebno znanje iz ogromne količine informacija, i to iz različitih razloga: usled nerazumevanja raspoložive informacije, pretrpanosti informacijama, neznanja da li konkretna informacija uopšte postoji, neznanja kako i gde da se pronađu potrebne informacije, itd.⁴⁰

³⁹ Simon, H., A Behavioural Model of Rational Choice, *Quarterly Journal of Economics*, 1985, str. 69, 99-118; Roger, F., Herbert Simon: Artificial intelligence as framework for understanding intuition, *Journal of Economic Psychology*, 2003, str. 24, 265-277.

⁴⁰ Videti: Kapor, P., Bihevioralne finansije, Vol. 11, No 2, Megatrend univerzitet, Beograd, 2014, str. 78.

Ljudi postaju dezorijentisani usled informacionog preopterećenja, koje ih onemogućava da kvalitetno odrede prioritete i kvalitetno odlučuju, a prisećanje na prethodne informacije je dodatna otežavajuća okolnost.

Konsultujući istraživanja koja su vršena vezano za problem svakodnevnih informacija, na Univerzitetu Kalifornija u SAD izvršena je komparacija mozga i računara, sa ciljem da se utvrdi količina informacija koja se prima na dnevnoj osnovi i došlo se do podatka da ljudski mozak prima čak 34 GB nepotrebnih informacija, što predstavlja oko petinu memorije nekog kvalitetnijeg računara.⁴¹

2.2.2 Istorijat bihejviorističkih finansija

Nova faza pogleda na čoveka, kao aktivnog umnog bića, počinje sa razvojem psihologije uma i usled kognitivne revolucije. Čovek može da misli intuitivno sa svojim spoznajnim sposobnostima, putem *automatskog pilota* i na taj način obezbedi uštede svog kognitivnog kapaciteta, ili može „kontrolisano da ulaže misaonu energiju u donošenje ispravne odluke.”⁴²

Krajem dvadesetog veka, na granici psihologije i ekonomije, počinje da se razvija nova naučna disciplina, bihejvioristička ekonomija, „koja se bavi načinom na koji emocije i struktura mentalnog sklopa ljudi utiču na donošenje ekonomskih odluka.”⁴³

Razvoj bihejviorističkih finansija se može vezati za razvoj bihejviorističke ekonomije, zahvaljujući doprinosu, između ostalih, Dejvida Dremana (*David Dreman*), Roberta Šilera (*Robert Schiller*), Herša Šefrina (*Hersh Shefrin*), Meir Statmana (*Meir Statman*), Verner De Bonta (*Werner De Bondt*) i Ričarda Talera (*Richard Thaler*). Ova mala grupa finansijskih ekonomista je ugovarala sastanke sa psiholozima, poput Paula Andreasena (*Paul Andreassen*), Danijela Kanemana (*Daniel Kahneman*) i Amosa Tverskog (*Amos Tversky*) u Russell Sage Fondaciji u Njujorku. Posle otprilike šest godina, Nacionalni biro za ekonomska istraživanja započeo je organizovanje polugodišnjih sastanaka ove vrste. Bihejviorističke finansije su se od svog nastanka značajno razvile, u relativno

⁴¹ Isto, prema: Informacije zagušuju mozak', *Privredni pregled*, 24.12.2010.

⁴² Mušura, A., Racionalnost u ekonomskim teorijama, u Uvod u bihejviorističku ekonomiju, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb, 2014, str. 176.

⁴³ Anger, E., Loewenstein, G., Behavioral Economics, u: Gabby D., Thagard P., *Handbook of the philosophy of science*, Elsevier, Amsterdam, 2007, str. 64.

kratkom vremenskom periodu, šireći efekte i na oblasti marketinga, menadžmenta, eksperimentalne ekonomije, teorije igara, političkih nauka i prava. Bihejviorističke finansije u sadašnjosti uveliko prete da zamene neoklasične finansije, kao glavnu paradigmu discipline. Glavni fokus istraživanja bihejviorističkih finansija je mogućnost predviđanja verovatnoće događaja, kao i izbor opcija u funkciji načina na koji su opcije predstavljene.⁴⁴

Ekonomski model ponašanja, u smislu racionalne individue, tradicionalno pretpostavlja da ta individua optimalno koristi sve dostupne informacije. Pretpostavka racionalnosti ipak nema realistično uporište. Radovi istraživača, poput Herberta Simona (*Herbert Simon*), Tverskog i Kanemana, Lole Lopes (*Lola Lopes*) i ostalih, u oblastima kao što su stroga racionalnost, heuristika, pristrasnost, mentalni okviri, teorija averzije prema gubitku i teorija averzije prema dvosmislenosti, postavili su nove temelje finansijskoj ekonomiji. Bihejviorističke finansije izučavaju prirodu i kvalitet finansijskih sudova i izbora koje čine individualni ekonomski agenti i ispituje kakve posledice imaju ti izbori na finansijska tržišta i institucije. Prilikom procene verovatnoće događaja, ljudi ne analiziraju nove informacije shodno njihovoj važnosti i ne vrše komparaciju sa prethodnim odlukama, nego odluke u velikom broju slučajeva donose na bazi informacija koje su im u datom trenutku najbrže dostupne, služeći se heuristikom dostupnosti, o čemu će biti reči naknadno. Investicioni portfolio može da bude često pod uticajem velikih nestabilnosti u cenama obveznica i akcija, a primeri za to su pad berzanskog tržišta u SAD 1987. godine, spekulativni balon u Japanu 1980. godine, Azijska kriza 1997. godine, kao i finansijska kriza 2008. godine. Očigledno je da će biti problematično diskutovati o ovim situacijama, a da se ne uzme u obzir psihologija investitora.

2.2.3 Pojam bihejviorističkih finansija

Poreklo bihejviorističkih finansija, tj. samog koncepta, može se jednim delom naći u pravcu savremene američke psihologije, koji je nastao 1913. godine, objavljivanjem programskog članka Dž. B. Votsona *Psihologija kako je bihejviorista vidi*. Nastanak bihejviorizma je bio pod presudnim uticajem eksperimentalnih istraživanja ponašanja

⁴⁴ Camerer, C., Loewenstein, G., Rabin, P., *Advances in behavioral economics*, Princeton University Press, New York, 2004, str.111.

životinja u Rusiji (Sečenov, Behterjev i Pavlov) i u SAD (Torndajk). Votson, koji se bavio proučavanjem i dresurom životinja, smatrao je psihologiju isključivo „naukom o ponašanju”. *Ponašanje* se u ovom slučaju shvata kao „skup specifičnih mišićnih i žlezdanih reakcija organizma na stimulanse iz sredine.”⁴⁵ Prema Votsonu, ukoliko psihologija pretenduje da bude ozbiljna nauka, neophodno je da se služi metodama prirodnih nauka. „Bihejviorizam mora da se zasniva na objektivnom posmatranju spolja vidljivih pojava i da odbaci sve introspektivne podatke i mentalističke pojmove kao nenaučne.”⁴⁶

Konačni cilj bihejviorizma je predviđanje i kontrolisanje ponašanja životinja i ljudi. Ljudsko ponašanje uslovljavanjem može da se oblikuje po svojoj želji, ukoliko se uspešno kontroliše uticaj sredine. Osnovna kritika bihejviorizma se odnosi na percepciju njega kao atomizma, redukcionizma, mehanicizma, enviromentalizma i asocijanizma. U svom daljem razvoju, bihejviorizam doživljava blažu verziju, tj. verziju neobihejviorizma, koji je fleksibiliniji.

Razvojem bihejviorističkih finansija nije došlo do razvoja bihejviorizma u psihologiji, ali jeste bihejviorističkih nauka uopšte u drugoj polovini dvadesetog veka.

Finansijska tržišta bi trebalo da se razumeju korišćenjem modela prema kojima su agenti *racionalni*, u skladu sa tradicionalnom finansijskom paradigmom. Racionalnost ima dve implikacije: a) u slučaju dobijanja nove informacije, agenti će svoja uverenja ažurirati pravilno i b) polazeći od svojih uverenja, agenti će napraviti izbore, tj. odlučiti, birajući one koji su normativno prihvatljivi.

Ovaj tradicionalni okvir je privlačno jednostavan, ali ne nalazi uporište u stvarnosti, tj. ne potkrepljuju ga podaci u okviru empirijskih istraživanja. Bihejviorističke finansije na taj način predstavljaju novi pristup finansijskim tržištima, koji se pojavio usled teškoća s kojima se suočavala tradicionalna paradigma u finansijama. Finansijske fenomene je mnogo lakše razumeti ukoliko se koriste modeli u kojima ne važi pretpostavka da su svi agenti racionalni, odnosno, kada se vrši analiza šta bi se desilo ukoliko neko odluči da odustane od jedne ili obe pretpostavke racionalnosti. Agenti ne uspevaju da tačno

⁴⁵ Trebješanin, Ž., *Rečnik psihologije*, Stubovi kulture, Beograd, 2000, str. 50.

⁴⁶ Isto.

ažuriraju svoja uverenja u nekim modelima bihejviorističkih finansija, a u drugim modelima uspeavaju⁴⁷ i prave izbore koji su normativno upitni, tj. koji su nekompatibilni sa Subjektivno očekivanom korisnosti (SEU)⁴⁸. Smatra se da je jedan od najvećih uspeha bihejviorističkih finansija niz teorijskih studija, koje demonstriraju da iracionalnost može da ostvari dugovečan uticaj na cene u ekonomiji u kojoj međusobne uticaje imaju racionalni i iracionalni trgovci. Reč je o studijama koje su u literaturi poznate kao ograničenja arbitraže, a čine jedan od dva najznačajnija stuba bihejviorističkih finansija.

Bihejvioristički modeli bi, u velikom broju slučajeva, trebalo da specifikuju formu agentove iracionalnosti, radi kreiranja predviđanja. Bihejvioristički finansijski stručnjaci se često rukovode obimnim eksperimentalnim dokazima, sastavljenih od strane kognitivnih psihologa, koji su vezani za sklonosti koje nastupaju kada ljudi definišu uverenja i preferencije, ili kada donose odluke s obzirom na svoja uverenja. Psihologija se smatra drugim glavnim stubom na kome počivanju bihejviorističke finansije.

Zastupnici bihejviorističkih finansija ističu da loše informisani investitori mogu uticati na neefikasnost finansijskih tržišta. Debata između neoklasičnih i bihejviorističkih finansija uveliko raste i ponekad objašnjava razlike u preporukama za sprovođenje politike, kao što su finansijske regulacije, korporativno upravljanje i tome slično.

Bihejviorističke finansije „nastoje da, na bazi posmatranja i izučavanja ponašanja investitora i menadžera, sofisticiranim matematičko-statističkim modelima modernih

⁴⁷ Primenjuju tzv. Bajerov zakon. U teoriji verovatnoće, Bajerov zakon povezuje uslovnu verovatnoću sa njenom inverznom operacijom. Važi u svim uobičajenim tumačenjima verovatnoće i obično se koristi u nauci i inženjerstvu.

⁴⁸ *Subjective Expected Utility*. Većina modela za procenjivanje imovine koristi okvir ekvilibrijuma racionalnih očekivanja (*Rational Expectations Equilibrium*, REE), koji pretpostavlja individualnu racionalnost, kao i konzistentna (dosledna) uverenja. Konzistentna uverenja znače da su agentova uverenja ispravna i precizna: subjektivna distribucija koju koriste za predviđanje budućih realizacija nepoznatih varijabli je, u stvari, distribucija iz koje su te realizacije izvučene. Potrebno je da agenti procesuiraju nove informacije ispravno, kao i da imaju dovoljno informacija o strukturi ekonomije da bi mogli da dokuče ispravnu distribuciju za varijable od interesa. Bihejviorističke finansije odudaraju od REE tako što negiraju pretpostavku individualne racionalnosti. Jedno od alternativnih odstupanja jeste zadržavanje individualne racionalnosti, ali i negiranje pretpostavki konzistentnih uverenja: iako investitori primenjuju Bajerov zakon ispravno, nedostaju im informacije koje su neophodne da bi se saznala prava distribucija varijabli koje se izvlače. Ovaj deo istraživanja se nekad naziva i ograničenom racionalnošću ili strukturnom nesigurnošću. Na primer, model u kojem investitori ne znaju stopu rasta novčanih tokova imovine, ali je saznaju na najbolji način koji je moguć na osnovu dostupnih podataka spada u gore opisanu kategoriju.

korporativnih finansija, dodaju kognitivne psihološke elemente.”⁴⁹ Svojim učenjima ukazuju na potrebu da matematičke tehnike i modele u finansijama treba razlikovati od onih u fizici i drugim tehničkim naukama.

Bihejviorističke finansije ne nude kompletan i sistemski zaokružen odgovor na čitav niz pitanja kojima se bavi standardna finansijska teorija, ali daju najznačajniji teorijski i praktični doprinos u domenu donošenja investicionih odluka i uloge finansijskih tržišta nekim drugim oblastima, kao npr. korporativnim finansijama, za koje bihejvioristički teoretičari nisu imali posebna interesovanja i vrlo malo su se njima bavili.⁵⁰

Postoje viđenja koja bihejviorističke finansije percipiraju kao kritiku *standardne* finansijske teorije, ali ništa više od toga.⁵¹ Bihejviorističke finansije su ipak dale značajno veći doprinos od kritike *standardne* finansijske teorije i ne bi trebalo zapostaviti njihovu teorijsku i praktičnu upotrebnu vrednost. One nude mnogo manje od konkretne samostalne naučne discipline, koja daje celovita i konzistentna objašnjenja iz oblasti finansija, što nije ni bila ključna namera tvorca ove teorije.

Istraživanja funkcionisanja mozga, kao i moždanih aktivnosti, možda daju doprinos boljem razumevanju tzv. poslednje *crne kutije*, kao i daljem prodoru u ovoj oblasti, etabliranjem neke nove naučne discipline, npr. neurofinansija.⁵²

Nobelova nagrada za ekonomiju za 2013. godinu dodeljena je Amerikancima Judžinu Fami i Larsu Piteru Hansenu sa Univerziteta u Čikagu i Robertu Šileru sa Jejla, za „njihovu empirijsku analizu cene kapitala, što se može opisati kao određeni vid potvrde bazičnog koncepta standardne finansijske teorije, koja se ogleda u hipotezi o efikasnosti finansijskog tržišta – EMH (čijim se tvorcem može smatrati J. Fama), ali koja je obuhvatila i određene korekcije iz sfere bihejviorističkih finansija, i to one čiji je zagovornik bio R. Šiler.”⁵³

⁴⁹ Isto.

⁵⁰ Tahler, R., The End of Behavioral Finance, *Financial Analyst Journal*, Association for Investment Management and Research, November/December, 1999, str. 12-17

⁵¹ Bodie, Z., Kane, A., *Osnovi investicija*, šesto izdanje, Data Status, Beograd, 2009, str. 263-264

⁵² Camerer, C., Loewenstein, G., Neuroeconomics: How Neuroscience Can Inform Economists, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIII (March 2005), 2005, str. 9-64

⁵³ Tri Nobela za ekonomiju, *Privredni pregled*, 2013.

2.2.4 Specifičnosti biheviorističkih finansija

Dva stuba biheviorističkih finansija su ograničenja arbitraže i psihologija.

2.2.4.1 Prvi stub biheviorističkih finansija – ograničenja arbitraže

Tradicionalni okvir podrazumeva da su agenti racionalni i da je cena hartije od vrednosti jednaka njenoj fundamentalnoj vrednosti. Cena hartije je diskontovana suma očekivanih budućih novčanih tokova gde, formirajući očekivanja, investitori ispravno procesuiraju sve dostupne informacije.

Hipoteza prema kojoj se formiraju cene i reflektuju fundamentalne vrednosti jeste EMH, na osnovu koje su, jednostavnije rečeno, cene tačne i postavili su ih agenti koji razumeju Bajerov zakon (*Bayer's law*) i imaju razumne preferencije.

Kod efikasnog tržišta nema:

- „Besplatnog ručka”,
- Nijedna strategija investitora ne može da zaradi višak prosečnog prinosa koji je prilagođen riziku, ili prosečni prinos veći od garancije za njegov rizik.

Određene funkcije procene vrednosti imovine su, prema biheviorističkim finansijama, verodostojno interpretirane kao devijacije fundametalnih vrednosti i ove devijacije su prisutne zahvaljujući onim trgovcima koji nisu u potpunosti racionalni.⁵⁴

Fridman je dao jedan od najznačajnijih prigovora na ovu tvrdnju, baziran na tome da će racionalni trgovci brzo popraviti dislokacije koje su učinili iracionalni trgovci. Zastupnici EMH tvrde da će racionalni trgovci, predosećajući atraktivnu ponudu, kupovati hartije od vrednosti po tim cenama, a istovremeno će smanjiti kupovinu supstituta te hartije od vrednosti.⁵⁵

Fridmanov argument ima određeni nivo ubedljivosti, ali ne može opstati u detaljnijim teorijskim ispitivanjima. On je zasnovan na dve tvrdnje. Prva tvrdnja se odnosi na slučaj kada se javi devijacija fundametalne vrednosti – neusaglašenost cena, što stvara

⁵⁴ York, M., *A Session on the Couch: Helping Clients Understand Behavioral Finance*, Solutions, 2007, str. 4.

⁵⁵ Elvin, M., *Financial Risk Taking: An Introduction to the Psychology of Trading and Behavioral Finance*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, UK, 2004, str. 154.

privlačnu mogućnost za investiranje. Racionalni trgovci će odmah iskoristiti ukazanu priliku i na taj način popraviti neusaglašenost cena.⁵⁶ Bihejviorističke finansije ne razmatraju drugu tvrdnju na kojoj je baziran Fridmanov argument - kada je stvorena privlačna prilika za investiranje, teško je poverovati da neće brzo biti iskorišćena. Argument se bazira na tome da se radije osporava prva tvrdnja – iako su sredstva u velikoj meri pogrešno procenjena, strategije dizajnirane da isprave greške u proceni mogu da budu rizične i suviše skupe, čineći ih tako neprivlačnim, tako da greške u proceni mogu da ostanu netaknute.

Uobičajena terminologija u finansijama je da se *iracionalni trgovci* nazivaju „neinformisanim trgovcima” („*noise traders*”), a *racionalni trgovci* „arbitražerima”. Arbitraža je investiciona strategija koja nudi bezrizičan profit bez troškova, odnosno, to je „akt simultane kupovine i prodaje iste ili suštinski slične HOV na dva različita tržišta, po različitim cenama, koje omogućavaju prisvajanje profita.”⁵⁷

Racionalni trgovci, prema Fridmanovoj teoriji, verovatno postaju poznati kao „arbitražeri” zbog verovanja da pogrešne procene, tj. neusaglašenost cena, stvaraju mogućnost za ostvarivanje bezrizičnog profita. Bihejvioristički stručnjaci ističu da ova tvrdnja nije tačna - strategije koje bi Fridman voleo da njegovi racionalni trgovci usvoje nisu uvek arbitraže, već su često veoma rizične.

Suštinsko pitanje jeste da li postoje dokazi za ograničenje arbitraže. Bilo koji primer upornog neprilagođavanja cena predstavlja istovremeno i dokaz za ograničenje arbitraže - da arbitraža nije ograničena, cene bi se brzo prilagodile i vratile na prethodni nivo. Postoji veliki broj primera, uzetih iz istraživanja, koji empirijski potvrđuju da je arbitraža ograničena.

2.2.4.2 Drugi stub bihejviorističkih finansija – psihologija

Prema teoriji ograničene arbitraže, kada iracionalni trgovci prouzrokuju devijacije od fundamentalne vrednosti, racionalni trgovci su bespomoćni da urade bilo šta povodom toga. Bihejvioristički modeli često pretpostavljaju specifične oblike iracionalnosti, radi

⁵⁶ Hoje, J., Kim, D. M., Recent Development of Behavioral Finance, Santa Clara University, Santa Clara, California, USA, 2008, str. 16.

⁵⁷ Colins Dictionary of Economics, 2000.

boljeg objašnjenja strukture devijacija. Ekonomisti se u sve većem broju slučajeva okreću empirijskim studijama, koje su sprovodili kognitivni psiholozi, na temu formiranja pristrasnosti, kada ljudi formiraju uverenja i preferencije.

Krucijalna komponenta bilo kog modela finansijskog tržišta je specifikacija načina na koji agenti formiraju očekivanja. Sumiranje istraživanja psihologa o tome kako ljudi u praksi formiraju uverenja sledi u nastavku analize.

Prekomerno samopouzdanje. Postoji čitav niz dokaza da su ljudi prekomerno samouvereni kada formiraju stavove. Ovde se razmatraju dva slučaja: a) interval poverenja koji ljudi dodeljuju svojim procenama je prilično kratak, b) ljudi su loše predodređeni da procene verovatnoću događaja. Događaji za koje su sigurni da će se desiti, dešavaju se u stvari u 80% slučajeva, a događaji koje smatraju da su nemogući, dešavaju se u 20% slučajeva.⁵⁸

Optimizam i „puste želje“. Ljudi iskazuju nerealistične poglede na svoje sposobnosti i perspektive u većini slučajeva. Preko 90% ljudi⁵⁹ smatra da je iznad proseka kada su u pitanju veštine, poput vožnje, sposobnosti druženja, formiranja dobrih odnosa sa drugim ljudima i posedovanja smisla za humor. Prisutne su i ogromne zablude u planiranju - ljudi smatraju da će neki projekat u budućnosti završiti mnogo ranije nego što ga stvarno završe.

Reprezentativnost. Kaneman i Tverski⁶⁰ su demonstrirali da ljudi, kada pokušavaju da utvrde verovatnoću da je skup podataka A utvrđen na osnovu modela B, ili da predmet A pripada klasi B, često koriste reprezentativnu heuristiku, što upućuje na činjenicu da procenjuju verovatnoću u odnosu na stepen koliko A reflektuje esencijalne karakteristike B. Reprezentativnost može biti od pomoći u većini slučajeva, ali često utiče na formiranje određenih pristrasnosti u proceni.

⁵⁸ Prekomerno samopouzdanje je osnova za razvoj još dve vrste pristrasnosti: *pristrasnosti pripisivanja sebi zasluge* i *pristrasnosti kasnijeg uviđanja*. Prva pristrasnost se odnosi na tendenciju ljudi da pripišu bilo kakav uspeh u nekom polju svojim talentima, dok za svaki neuspeh krive lošu sreću, umesto svoju nevičnost. Ako se ovo ponavlja često, dovodi do zadovoljavajućeg, ali pogrešnog uverenja da su izuzetno talentovani. Na primer, investitori mogu postati prekomerno samopouzđani nakon nekoliko kratkih perioda uspeha u investiranju. Druga pristrasnost je tendencija u verovanju ljudi da su uspeli da predvide neki događaj pre njegovog odvijanja, a nakon što se neki događaj odvio. Ako ljudi veruju da su predvideli prošlost bolje nego što stvarno jesu, takođe će verovati da mogu da predvide i budućnost bolje nego što stvarno mogu.

⁵⁹ Tvede, L., *The Psychology of Finance*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, UK, 2005, str. 173.

⁶⁰ Frankfurte, G. M., McGoun, E. G., "Market Efficiency or Behavioral Finance: The Nature of the Debate", *The Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol. 1, Nos. 3&4, 2000, str. 200–210.

Zadržavanje uverenja. Postoji mnogo dokaza da se ljudi previše dugo čvrsto drže jednom formiranog mišljenja. Ovde su važna najmanje dva efekta: a) ljudi su nevoljni da traže dokaze koji su kontradiktorni njihovim uverenjima, b) ako nađu takve dokaze, tretiraju ih sa prevelikim skepticizmom.

Postoje studije u kojima su pronađeni jači efekti, poznati pod nazivom *pristrasnost potvrde*, gde ljudi dokaze koji su protiv njihove hipoteze (pogrešno) tumače kao dokaze koji idu u korist njihovoj hipotezi. Zadržavanje uverenja se manifestuje na dosta jednostavan način, tj. ljudi koji veruju u EMH će nastaviti da veruju u nju dugo nakon pojavljivanja dokaza protiv nje.

Vezivanje. Kaneman i Tverski tvrde da ljudi, kada formiraju procene, često započinju proces nekim inicijalnim, moguće i proizvoljnim brojem, tj. vrednošću, a onda se prilagođavaju i udaljavaju malo od te vrednosti. Eksperimentalni dokazi pokazuju da su ta pomeranja u prilagođavanju nedovoljna i da ljudi „vezuju” u svom umu inicijalnu vrednost i daju joj previše značaja.⁶¹

Pristrasnost dostupnosti. Kada se donose stavovi o verovatnoći nekog događaja, ljudi često pretražuju svoje uspomene tražeći relevantne informacije. Ova procedura je savršeno racionalna, ali ipak može prouzrokovati pristrasnost u proceni, zato što nisu sve uspomene jednako „dostupne”.

Ekonomisti su ponekad oprezni u prihvatanju eksperimentalnih dokaza, jer veruju: a) da će ljudi kroz ponavljanja naučiti da se udalje od pristrasnosti, b) da će stručnjaci na tom polju (npr. trgovci u investicionim bankama) praviti manje grešaka i c) da će sa mnogo jakim podsticajima ovi efekti nestati.

Pomenuti faktori mogu umanjiti pristrasnost do nekog nivoa, ali je malo dokaza da ih odstranjuju u potpunosti. Efekti učenja su često prigušeni greškama u primeni - kada se ljudima objasni pristrasnost, oni je razumeju, ali često odmah nastave da je opet narušavaju u posebnim situacijama.

Stručnjaci, naoružani svojim sofisticiranim modelima, pokazuju mnogo više prekomernog samopouzdanja nego laici. Brojne studije pokazuju da, iako podsticaji

⁶¹ Arijevi, D., *(Ne)logičan izbor*, Alnari, Beograd, 2008, str. 53.

ponekad redukuju pristrasnost koju ljudi prikazuju, povećavanje podsticaja ne može proizvesti dovoljno jak efekat smanjenja pristrasnosti u potpunosti.

2.2.5 Ponašanje pojedinaca

Sebičnost je jedan od osnovnih oslonaca racionalnog ponašanja. Pojedinci će nastojati da maksimalno uvećaju svoje bogatstvo, ne obraćajući mnogo pažnje na dobrobit drugih ljudi. Ponašanje pojedinaca u stvarnosti, što potvrđuju i površne analize, nije u potpunosti ni sebično, niti racionalno.

Nobelova nagrada za ekonomiju 2002. godine je dodeljena za delo koje se bavi načinima na koje pojedinci zaista donose kompleksne odluke. Interesantna zapažanja izneta su u članku koji je preuzet iz lista *Economist*.

Nezavršeni predmet izučavanja ekonomije

Ovogodišnje Nobelove nagrade vraćaju čoveka u središte pažnje

„Pozdravite se sa hladnokrvnim ljudskim bićem koje su ekonomisti od vremena Adama Smita koristili kao svoj model. On (uvek je to on) naročito je nedopadljiv - sebičan do krajnosti, sposoban da napamet računa i nepodnošljivi je sveznalica. Sada upoznajte novog, osetljivog *homo economicusa* - on (ona?) je opušteniji, u odlučivanju se oslanja na intuiciju i opšta pravila, često bez savršenog znanja.

Ovogodišnja dodela Nobelovih nagrada slavi ideje Danijela Kanemana sa Univerziteta Princeton, koji je karijeru izgradio podsećajući ekonomiste da njihov idealizovani predmet izučavanja nije savršen, već da je to samo čovek. Drugi dobitnik, Vernon Smit, sa Univerziteta George Mason u Virdžiniji, eksperimentima je dokazao da, uprkos ljudskim manama, teorije koje pretpostavljaju da je svet savršen mogu da funkcionišu u stvarnom svetu.

Kaneman i njegov kolega Amos Tverski, koji je preminuo 1996. godine, izvršili su izuzetno veliki uticaj na profesiju. Kaneman čak nije tradicionalni ekonomista, već psiholog, međutim, analizirajući način na koji ljudi donose odluke kada se suočavaju sa rizikom i neizvesnošću, stvorio je novu granu ekonomije. Nagrada za to je da se njihovo

rano delo citira u gotovo svakom radu koji se sada piše na temu *biheviorističke ekonomije* i finansija, naučnog polja koje se brzo razvija.

Kaneman i Tverski su pokazali pomoću eksperimenata da ljudi uglavnom koriste informacije koje ih okružuju da bi razumeli kako svet funkcioniše i da nemaju neograničeno znanje, kako su do sada pretpostavljali ekonomski teoretičari. Dokazali su da ljudi teško dolaze do zaključaka o verovatnoći budućih događaja i da odgovori na anketna pitanja u velikoj meri zavise od toga kako su pitanja formulisana. Ukoliko vam sve ovo izgleda očigledno, to samo znači da niste obučavani kao ekonomista.

Ekonomisti su, pre nego što su Kaneman i Tverski stupili na scenu, ljudske odluke tumačili sa stanovišta očekivane koristi, to jest kao zbir dobitaka koji smatraju da će dobiti iz svakog mogućeg budućeg scenarija, pomnožen verovatnoćom da će se taj scenario ostvariti. Ljudi ponekad nekim scenarijima daju iracionalno veći značaj nego ostalima, pa se njihove odluke razlikuju od klasičnog proračuna. Na osnovu ovog zapažanja, Kaneman i Tverski su došli do *teorije izgleda (prospect theory)*, njihovog najvećeg dostignuća.

Kanemanovi eksperimenti ukazuju na to da ljudi pogrešno procenjuju mnoge rizike, ali laboratorijski rad Vernona Smita dokazuje da se u mnogim tržišnim okruženjima, kao što su aukcije, ljudi često ponašaju tačno onako kako bi racionalni ekonomisti predložili, možda zato što rizici u većem delu tržišne ekonomije nisu uvek tako nedokučivi kao u Kanemanovim tekstovima.

Smit nije poznat širokoj javnosti, iako je priznat kao osnivač eksperimentalne ekonomije, što može da mu odgovara, pošto njegovi eksperimenti potvrđuju da se ljudi koji uopšte ne poznaju ekonomske zakone (ni ekonomiste) često ponašaju baš kao što klasična teorija predviđa, čak i u okruženju sa malim brojem kupaca i prodavaca. Jedan drugi Smit (Adam) imao je naziv za to: Nevidljiva ruka.”

Izvor: *The Economist*, 12. oktobar 2002. The Economist Newspaper Group, Inc., www.economist.com

2.2.5.1 Saradnja i altruizam

Analiza saradnje je ilustrovana primerom čuvene „dileme zatvorenika”. Dva prestupnika su uhvaćena u vršenju kriminalnih radnji i razdvojeni su jedan od drugog.

Ukoliko bi obojica odbila da priznaju prestup, mogli bi da budu osuđeni samo za manje prekršaje i kažnjeni zatvorom u trajanju od jedne godine, a ako obojica priznaju, svaki bi bio kažnjen zatvorom u trajanju od pet godina. Ukoliko samo jedan prizna i posvedoči protiv drugog, on bi bio oslobođen, a drugi bi bio kažnjen zatvorom u trajanju od deset godina. Ispitivanjem mogućih ishoda, zapaža se da je dominantna strategija, tj. najbolja strategija, pod uslovom da se ne zna šta će drugi prestupnik uraditi, da se prizna prestup, što znači da je ishod racionalne strategije gori nego što bi bio ishod saradnje.

Tragedija zajedničkog je još jedan primer izostanka optimalnih rezultata usled nedostatka saradnje. Zajednica ribara živi od bogatog zajedničkog ribnjaka. Dnevni ulov ribara zavisi od investiranja u opremu, što znači da agregatna investicija na kraju određuje da li će ribnjak vremenom biti iscrpljen. Ukoliko bi svaki ribar maksimizovao neto sadašnju vrednost (NPV) investicije, ubrzano bi došlo do pražnjenja ribnjaka. Nijedan ribar ne razmatra činjenicu da njegov ulov smanjuje zalihe ribe dostupne drugim ribarima, što rezultira pražnjenjem celog ribnjaka. Zajedničko *vlasništvo* nad ribnjakom predstavlja ono što izaziva dilemu zatvorenika. Dokaz snage ovog principa je pogoršanje stanja na ribolovnim terenima širom sveta.

Pojedinci odlučuju da zaista sarađuju u slučaju različitih uslova, prkoseći predviđanjima ekonomske teorije. Ovakvo ponašanje se ispoljava kroz različite oblike igre ultimatum, u kojoj osoba *A* dobija 100 dolara i treba da ih podeli sa osobom *B*. Osoba *A* daje ponudu osobi *B*, na primer, 10 dolara. Osoba *B* ima izbor - da prihvati ponudu, i u tom slučaju će osoba *A* kući odneti 90 dolara, a *B* 10 dolara ili da odbije ponudu, pa da oba igrača ne dobiju ništa. Osoba *B* bi, u slučaju konvencionalnog racionalnog ponašanja, prihvatila bilo koju ponudu, s obzirom na to da je alternativa nula. Osoba *A* je svesna toga, pa je njena racionalna ponuda vrlo mala. Eksperimenti pokazuju da ponašanje mnogih očigledno odstupa od racionalnog principa, što se objašnjava ili očekivanjem osobe *A* da će osoba *B* biti uvređena i da će zato odbiti malu ponudu, ili nesebičnim motivom osobe *A*, koja želi da napravi približno pravičnu raspodelu. Stepenu u kome ljudi odstupaju od racionalnog ponašanja u velikoj meri varira i određen je trenutnim okolnostima. Zaključak koji se može doneti na osnovu ovog primera je da na odluke

investitora često utiču motivi koji nemaju veze sa konvencionalnim racionalnim ponašanjem.

2.2.5.2 Davanje ponuda i prokletstvo pobednika

Sistemska greška u mišljenju, koja je predmet ove tematske celine, može se nazvati *prokletstvom pobednika*, ili, ako se drugačije formuliše, opisati kroz pitanje “Koliko smo spremni da platimo za jedan *euro*?”

Sistemska greška o kojoj je reč pokazuje da je, po pravilu, pobednik na aukciji u stvari najveći gubitnik. Industrijski analitičari su utvrdili da firme koje pobeđuju na aukcijama najčešće plate preterano visoku cenu i nakon godinu dana, u proseku, dožive propast. Sledeći primer je dokaz navedene tvrdnje. Ukoliko se procena željenog komada zemljišta kreće između deset i sto miliona dolara, prava vrednost je između ove dve cifre. Najveća ponuda na aukciji je uglavnom visoka. Učesnik koji pobedi na aukciji bi trebalo da raspolaze pravim informacijama. Pedesetih godina prošlog veka komad zemlje u Teksasu se prodavao na aukciji na kojoj je učestvovalo deset naftnih kompanija. Svaka od ovih kompanija je imala vlastitu procenu koliko se nafte nalazi ispod zemlje koja je na prodaju ali, sa rastom cene koja je ponuđena na aukciji, sve veći broj firmi je napuštao nadmetanje. Zemlju je *osvojila* ona firma koja je najviše ponudila, što je, u stvari, Pirova pobeda.

Berzanski procesi spadaju u aukcije na kojima se plaćaju preterano visoke cene. Kada firme kupuju neka druga preduzeća, opet nastupa sistemska greška - *prokletstvo pobednika*. Više od polovine kupljenih firmi kupcima ne donesu onoliko novca koliko su uložili, što znači da kupovina nije donela ni najmanju korist.⁶²

Odgovor na pitanje “Zašto neko postaje žrtva *prokletstva pobednika*?” trebalo bi da demistifikuje i objasni ovu grešku. Razlog je, prema nekim tumačenjima, što je stvarna cena neke robe neodređena. Verovatnoća da će krajnja cena koja je ponuđena biti nerealno visoka se povećava sa rastom broja učesnika. Prema drugim tumačenjima, ovo je posledica želje da se istisnu konkurenti i zato je korisno uzeti u obzir savet Vorena Bafeta: „Nikada ne treba učestvovati na aukcijama.” Ovo pravilo ne važi ukoliko se

⁶² Videti: Dobeli, R., Veština jasnog mišljenja – Pedeset dve greške u mišljenju koje je bolje prepustiti drugima, Laguna, Novi Sad, 2013, str. 124.

posluje u privrednoj grani u kojoj su aukcije neizbežne i tom slučaju se savetuje da se odredi najviša cena za koju postoji spremnost da se plati, ali da se ona umanjuje za iznos od 20%, upravo zbog efekta *prokletstvo pobednika*. Ovaj iznos je potrebno zapisati na list papira i tokom aukcije nikako ne odustajati od onoga što je određeno kao najviša cena.

Dobar eksperimentalni primer, koji se savetuje kao simulacija, ili testiranje *prokletstva pobednika*, je igra "Koliko ste spremni da platite za sto eura?" Dva konkurenta su pozvana na jednu takvu aukciju, a pravilo igre je sledeće: Ko ponudi najviše, dobija novčanicu od 100 eura i, što je važno, oba ponuđača su u obavezi da plate svoju poslednju ponudu. Postavlja se pitanje - do koje svote je neko spreman da ide? Oba konkurenta imaju sličan stav - da ima smisla da se za sto plati dvadeset, trideset ili četrdeset eura. Obojica nastavljaju da se takmiče i, na kraju, jedan nudi devedeset devet eura, jer čak i ta cena za njega ima smisla. Rival, međutim, odlučuje da ponudi sto eura. Ukoliko je ovo najveća ponuda, onda on izlazi iz takmičenja sa nultim dobitkom. Prema pravilu igre, drugi je u obavezi da plati svoju poslednju ponudu, koja iznosi devedeset devet eura, i da ništa ne dobije zauzvrat. On nastavlja takmičenje i daje sledeću ponudu. Ukoliko ponudi sto deset eura i ako je to konačna ponuda, izgubiće deset eura, ali će rival, ukoliko ga ne bude pratio, izgubiti sto deset, usled čega će on nastaviti započetu igru. Gde će se zaustaviti?

2.2.5.3 Efekat posedovanja, sklonost ka statusu quo i averzija lišavanja

Pitanjem odnosa prema riziku posebno se bavio Danijel Kaneman, zajedno sa Amosom Tverskim, u okviru časopisa *Econometrica*, a članak se zvao „Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk“. Različite kategorije odluka i načini posmatranja stvari, zavisno od odnosa prema riziku, analiziraju se kao i u slučaju mentalnog računovodstva. Averzija prema gubitku, kao i zabluda o nepovratnim troškovima, analizira se u okviru ovog poglavlja kao pitanje o tome zašto ljudi troše dodatno novac u slučaju gubitaka koji su već nastali.

Razmatranje počinje hipotetičkim scenarijem - komandant armije je suočen sa mnogo većom neprijateljskom silom i zbog toga je prinuđen da se povuče. Prema raspoloživim informacijama, vojnici će biti uhvaćeni u zasedu i svi će poginuti, osim ako se

komandant ne opredeli za jednu od dve rute, koju može da iskoristi za bekstvo. Prema prvoj opciji, dve stotine vojnika od ukupno 600 će biti spaseno. U slučaju druge opcije, šansa da će svih 600 vojnika biti spaseno je 33%, a šansa da niko neće preživeti je 66%. Koju rutu izabrati?

Hipotetički scenario se može interpretirati na drugačiji način - komandant je suočen sa nadmoćnom neprijateljskom silom i mora da se povuče, a na raspolaganju mu stoje dve opcije. Prema prvoj opciji, 400 vojnika će stradati. Ukoliko izabere drugu opciju, šansa da nijedan vojnik neće poginuti su 33%, a šansa da će poginuti svi vojnici je 66%. Koju opciju izabrati?

Dva scenarija se, iako suptilno, značajno razlikuju jedan od drugog. Studije koje su sprovedene su pokazale da ljudi preferiraju da izaberu prvu opciju u prvom scenariju i drugu opciju u drugom scenariju. Prema prvom scenariju, 200 života će biti spaseno, a u slučaju druge opcije u okviru ovog scenarija, šansa da niko od 600 vojnika neće poginuti je 33%. Rezultat oba scenarija je isti u slučaju obe opcije. U prvoj opciji prvog scenarija će sigurno biti spaseno 200 života, a u drugom je siguran gubitak 400 života. U drugoj opciji drugog scenarija šansa da će biti spaseno 600 života je 33% i 66% rizik da će biti svi izgubljeni. „Ali, izborom prve opcije u prvom scenariju i druge opcije u drugom scenariju, ljudi pokazuju kako se njihove odluke menjaju zavisno od načina na koji posmatraju problem. Kada je scenario posmatran kao pitanje koliko će života biti sačuvano, tendencija je da se bude oprezan, odnosno da se sačuva koliko je maksimalno moguće. Ali, kada se scenario postavi kao pitanje koliko će života biti izgubljeno, ljudi pokazuju tendenciju većeg avanturizma, pa će se kockati, u nadi da će sačuvati svakog vojnika, radije nego da izaberu smrt 400 vojnika.

Ovaj fenomen u finansijskoj sferi rezultira spremnošću da se preuzme veći rizik ukoliko to znači izbegavanje sigurnog gubitka, odnosno većim konzervativizmom kada je data prilika za sigurni dobitak.”⁶³

Dva scenarija se mogu konstruisati i za finansijsku sferu. Prema jednom scenariju, nekome se nudi da dobije 1000 eura, uz mogućnost da izabere jednu od dve opcije. Opcija A je da garantovano dobija još 500 eura, a opcija B je da se baca novčić i dobije

⁶³ Isto, str. 53

moгуćnost zarade dodatnih 1000 eura, ili da se ne dobije ništa. Drugi scenario je suptilno razliĉit, ali veoma bitan iz perspektive bihejvioristiĉke ekonomije i ranijeg izlaganja. Moгуći dobitak je 2000 eura, ali se traţi izbor jedne od dve opcije. Prema opciji A, garantovan je gubitak od 500 eura, a prema opciji B se baca novĉić i otvara moгуćnost da se izgubi 1000 eura, ili da ne bude gubitaka.

Istraţivanja su pokazala da je ĉešći sluĉaj izbora opcije A u prvom scenariju, koja podrazumeva sigurni dobitak od 500 eura i opcije B u drugom sluĉaju, odnosno prilika da se izgubi 1000 eura, ili da ništa ne bude izgubljeno, jer se baca novĉić. Ovakav izbor govori u prilog ĉinjenici da ljudi pokazuju spremnost da preuzmu veći rizik ukoliko to znaĉi moгуćnost izbegavanja gubitka i veći konzervativizam kada se otvori prilika za sigurni dobitak, a to objašnjava zašto kockari povećavaju uloge kada verovatnoća ne ide njima u prilog i preuzimaju veći rizik da izbegnu završetak u *crvenom*. Razlog ovakvog ponašanja je psihološki princip, poznat kao Veberov zakon, po imenu nemaĉkog psihologa iz devetnaestog veka Ernsta Vebera, koji, zajedno sa mnogim drugim psihološkim principima, daje objašnjenje zašto ljudi prave određene vrste izbora i kako odnos prema rizicima i dobitcima utiĉe na donošenje loših investicionih odluka i odluka koje se tiĉu potrošnje.

Drugo tematsko podruĉje ovog poglavlja se odnosi na *zabludu o nepovratnim troškovima* (eng. *sunk cost fallacy*), a kao primer za bolje razumevanje teme predstavljena su dva hipotetiĉka scenarija. Prema prvom scenariju, ĉovek je dobio karte za meĉ Ćikago Balsa i ţeli da ide na ovu utakmicu, jer će igrati Majkl Dţordan, tada najbolji košarkaš sveta. Pre polaska iz kuće, saznaje da je Dţordan povreĉen i da neće igrati, a sneţna oluja koja je zadesila regiju oteţava izlazak iz kuće i ĉini celu zamisao komplikovanom i neprijatnom. Őta bi proseĉan ĉovek uradio u ovoj situaciji? Prema drugom scenariju, ĉovek je platio veoma visoku cenu ulaznice za utakmicu i ne postoji moгуćnost da ulaznica bude prodata, a nastupile su iste nepovoljne okolnosti kao u prvom scenariju. Őta bi uradio proseĉni pojedinac u ovom sluĉaju? Studije su pokazale da će ĉovek u sluĉaju nepovoljnih okolnosti najverovatnije poći na utakmicu samo ako je platio kartu, a ne kad mu je karta poklonjena. Ovu posebnu varijantu averzije prema gubitku razmatrao je Riĉard Taler i definisao je kao *sunk cost fallacy*, odnosno *averziju lišavanja*. Ovaj princip u konkretnom sluĉaju govori da je novac zapravo već potrošen,

odnosno da je otišao u *nepovrat* i to je slučaj sa prvim i sa drugim scenarijem. Novac nikako ne može biti vraćen, nezavisno od toga šta bude urađeno, odnosno, princip skreće pažnju na problem da bi „trebalo pridavati podjednak značaj, s obzirom na opasnost kojoj je neko izložen, nezavisno od toga da li je nešto dobijeno besplatno ili je za to plaćeno sopstvenim sredstvima. To je irelevantno za opasnost.”⁶⁴ Niz studija i eksperimenata ukazuju na isti zaključak, tako da nije reč o hipotetičkom teoretisanju. Ovu teoriju potvrđuju primeri i studije koji su izneti u istraživačkom radu, napisanom 1985. godine, pod nazivom „The Psychology of Sunk Cost“ i objavljenom u časopisu *Organisational Behavior and Human Decision Processes*, autora Hala R. Arkesa i Ketrin Blumer. Oni su slučajnim izborom distribuirali karte za pozorište univerziteta u Ohaju, sa različitim cenama. Jedni su kupovali karte po normalnoj ceni od 15 dolara, drugi su dobijali popust od dva dolara, a treći od čak 50 %, dakle 7 dolara. Pokazalo se da je bio mnogo veći broj onih koji su prisustvovali ovom performansu ako su platili višu cenu karte u odnosu na ove druge, koji su dobijali popuste.

Prema tradicionalnoj mikroekonomskoj teoriji, samo bi potencijalni (budući troškovi) trebalo da budu relevantni kada se donosi odluka o ulaganju. Tradicionalna teorija sugerise da ekonomski akter ne sme da dozvoli da nepovratni troškovi utiču na njegove odluke. Bihejvioristička ekonomija je pokazala da pojedinci donose odluke zavisno od mnogih podsticaja, koji često nisu u korelaciji sa pitanjem efikasnosti i profitabilnosti i tada nastupa ono što se zove *sunk cost fallacy*. Mnogi ljudi, nažalost, uzimaju u obzir nepovratne troškove, jer imaju averziju prema gubicima.

Problem nepovratnih troškova, u finansijskom svetu, takođe treba imati u vidu prilikom razmatranja prodaje akcija. Ukoliko neko treba da plati školovanje koje iznosi 500 eura, a raspolaže sa 500 eura akcija T-coma, kupljenih za 250 eura i 500 eura akcija KAP-a, kupljenih za 1000 eura, problem u vezi sa averzijom prema gubitku u slučaju nepovratnih troškova navešće ga da proda T-com-ove akcije, jer je na ovim akcijama zaradio, a ne KAP-ove akcije, jer je na ovima izgubio i troškovi su nepovratni. Akcije KAP-a padaju i verovatno će još padati usled lošeg poslovanja, dok akcije T-coma rastu i verovatno će postojano rasti usled uspešnog poslovanja. Pojedinaac zadržava akcije koje imaju opadajući trend i prodaje one koje imaju bolju perspektivu. „Averzija prema

⁶⁴ Isto, str. 65

gubitku će učiniti pojedinca siromašnijim ukoliko se bude dugoročno rukovodio njome.”⁶⁵ Najbolji način da se redukuje verovatnoća nastanka gubitka je diversifikovanje, što važi za finansijsko tržište, ali i za druge poslovne sfere. Preporuka je da se formira portfolio koji je sastavljen od različitih, sigurnijih, vrsta hartija od vrednosti, kao što su državne obveznice, pa do onih špekulativnih, sa visokim rizikom.

***Kako sklonost ka statusu quo i „averzija lišavanja” čini otežanim donošenje
finansijskih odluka***

Averzija lišavanja (eng. *endowment effect* ili *Divestiture aversion*) bazira se na hipotezi da ljudi različito vrednuju dobra kojima raspolažu u odnosu na ista dobra kojima neko drugi raspolaže, odnosno, izražavaju tendenciju da ono što je njihovo vlasništvo smatraju većom vrednošću nego što je vrednost istog dobra kojim raspolaže neka druga osoba. Averzija lišavanja se opisuje kao suprotnost standardnoj ekonomskoj teoriji, prema kojoj iznos koji je potrebno platiti za određeno dobro treba da bude jednak iznosu koji je neko spreman da prihvati ukoliko bi bio lišen istog dobra. Ova hipoteza se nalazi u osnovi teorije ponašanja potrošača i krivih indiferentnosti. Teoriju je razvio Ričard Taler, a reč je o specifičnoj formi, koja je povezana sa vlasništvom, pristrasnošću i statusom kvo. Pristrasnost se dodatno pojačava u slučajevima kada je cena dobra pala u odnosu na cenu po kojoj je vlasnik kupio neko dobro. Neki drugi ekonomisti, kao što je Kaneman, istakli su da ne postoje dokazi za averziju lišavanja. Određeni slučajevi mogu biti objašnjeni i bez pozivanja na ovaj efekat.

2.2.5.4 Mentalno računovodstvo

Mentalno računovodstvo, ili mentalna kategorizacija računa (*mental accounting*), jeste poseban vid formulacije, koji podrazumeva da ljudi razdvajaju određene odluke. Investitor može, primera radi, odlučiti da preuzme na sebe veliki rizik na jednom investicionom računu, a u isto vreme može imati poseban štedni račun s minimalnim rizikom, koji je namenjen školovanju dece. Posmatrano sa racionalnog aspekta, bilo bi bolje da investitor ove račune smatra delom svog ukupnog portfolija, pri čemu će karakteristike oba računa u pogledu rizika i prinosa biti integrisane u jedinstveni okvir. Koncept mentalne kategorizacije računa je u skladu sa iracionalnim preferencijama

⁶⁵ Isto, str. 70.

nekih investitora prema akcijama koje donose visoke gotovinske dividende. Investitori se pre odlučuju, sa većom lakoćom, da troše prihod od dividendi, ali im nije isto kada treba sredstva za potrošnju da obezbede tako što će prodati nekoliko akcija neke firme sa istom ukupnom stopom prinosa. Mentalna kategorizacija može da se ispolji i u tendenciji da se zadrže akcije koje su izgubile vrednost, pošto iracionalni investitori nisu voljni da realizuju gubitke.

Efekat mentalnog računovodstva može, takođe, pomoći u objašnjavanju inercije u kretanju cene akcija. *Efekat tuđeg novca* tiče se veće spremnosti kockara da prihvate nove opklade ako su trenutno u dobitku.⁶⁶ Oni smatraju da u okviru takve opklade rizikuju samo svoj *dobitni račun*, tj. novac kazina, a ne svoj sopstveni novac, tako da su spremniji da prihvate rizik.

Prethodna priča, između ostalog, daje odgovor na pitanje zašto kazina uvek zarađuju. Prosečan čovek nije svestan svoje mentalne kalkulacije i pogrešnih varijabli koje koristi u komparacijama koje pravi kada donosi odluku šta da izabere. Pojedinci polaze od činjenice da na ruletu počinju sa nekoliko dolara i da je njihova mogućnost dobitka ograničena ovim brojem. „Ovo ukazuje na percipiranje da kockarski dobitci nisu posmatrani kao stvarni dobitci – ili nisu novac onog koji dobija; u svakom slučaju, gubici nisu stvarni gubici.”⁶⁷ Mogućnost dobitka i sam dobitak su potencijalno osuđeni na propast, jer percepcija tog dobitka dolazi iz istog perceptivnog filtera prema kome se posmatra mogućnost gubitka. Ovaj koncept mentalnog računovodstva je teorijski uobličen od strane Ričarda Talera. Mentalno računovodstvo se, po njegovom konceptu, zasniva, između ostalog, na tome „da se novac različito posmatra, zavisno od toga odakle dolazi, gde se drži, ili kako se troši.”⁶⁸ Brojna hipotetička pitanja i scenariji, koji su svojstveni metodici bihejviorističkih ekonomista, pomažu zapravo da se prezentuje

⁶⁶ Uvodna razmatranja u okviru ovog poglavlja počinju jednim primerom. Primer se odnosi na slučaj sa mladim bračnim parom koji je bio na medenom mesecu u Las Vegasu. Muž je izašao u šetnju i odlučio da okuša sreću na ruletu. Imao je svega nekoliko dolara, ali srećom, igrajući stalno na broj 17, svoj dobitak je uvećao na nivo koji je u jednom momentu mogao dostići 262 miliona dolara, ali, neposredno pre toga njegov postojeći dobitak je iznosio nekoliko desetina miliona dolara. Na žalost, sve je izgubio. Kada se vratio sa ruleta, na ženino pitanje kako je prošao na ruletu, muž je odgovorio da je izgubio svega nekoliko dolara. Suština ove priče jeste da su ljudi skloni da različito percipiraju jedan isti novac, zavisno od toga kako su stekli taj novac, odakle i slično.

⁶⁷ Belsky, G., Gilovich, T., *Why Smart People Make Big Money Mistakes – and How to Correct Them*, Fireside book, New York, 2002, str. 32

⁶⁸ Isto.

način na koji prosečan čovek percipira određene aspekte stvarnosti u okviru kojih je sklon da vrši kalkulacije.

Istraživanje Ričarda Talera i Erika Džonsona testira tezu da ljudi prethodne dobitke koriste kao faktor pri odlučivanju i procenjivanju sadašnjih rizika.⁶⁹ Ovaj osećaj ljudi uglavnom dobijaju onda kada igraju sa novcem kuće i zato se ovo zove House money effect. Pitanje koje se postavlja je da li neko radije rizikuje kada igra sa novcem svog protivnika, ili kada igra sa sopstvenim novcem. Kockari upravo iz ovog razloga ne osećaju dobitak u potpunosti kao sopstveni – ovaj dobitak za njih nema integritet u odnosu na situaciju kada igraju sa vlastitim novcem. Taler i Džonson su anketirali studente i pitali ih da li bi, u slučaju da osvoje 15 dolara, prihvatili opkladu gde bi uložili 4,5 dolara na kocki. Potvrđan odgovor je dalo 77% studenata. Nakon što bi povratili svoj srećni dobitak, većina studenata je bila spremna da ponovo rizikuje, ali na ponudu da ulože na kocku 15 dolara bez povratka, samo 41% njih bi odlučilo da se kocka. Ovo istraživanje ukazuje da su studenti spremniji na preuzimanje rizika nakon srećnog dobitka, čak i u situaciji kada ne izražavaju sklonost da preuzmu rizik.

Investitori pokazuju averziju prema gubitku, ali bi ovu averziju trebalo korigovati u određenim uslovima. Gubitnici neće uvek izbegavati rizik, nego će, umesto toga, u velikom broju slučajeva nastojati da nadoknade svoje gubitke. Većina studenata u istraživanju Talera i Džonsona⁷⁰ je pokazala da bi, nakon gubljenja novca, pri bacanju novčića prihvatila opciju *duplo ili ništa*. Ovi studenti su bili spremni da prihvate ovakvu pogodbu čak i u uslovima kada bacanje novčića nije bilo u skladu sa poštenim uslovima, odnosno, bili su spremni da prihvate rizik čak i onda kada je verovatnoća dobitka bila manja od 50%.

Drugi primer efekta pokušaja vraćanja na nulu je klađenje na trkama. Kockari su, nakon gubitaka u ovim klađenjima, iskazivali sklonost da nastave da se klade, na još veće iznose. Prihvatili su i one kvote koje su značile mnogo veći dobitak, ali su šanse za dobitak bile izuzetno male. Zanimljivo zapažanje je da su kockari na početku dana

⁶⁹ Cf. Nofsinger, J., *The Psychology of Investing*, Prentice Hall, New Jersey, 2002, str. 31.

⁷⁰ Nofsinger, J., *The Psychology of Investing*, Prentice Hall, New Jersey, (2002), str. 31.

manje skloni da rizikuju, ali sa određenim gubicima njihova spremnost da rizikuju se povećava.⁷¹

Bihejvioristički račun za tradicionalne ekonomiste predstavlja anatemu⁷², iako se čini logičnim da za pojedinca 100 eura predstavlja jednaku vrednost, bez obzira da li su na bankovnom računu, dobitak na kocki, ili zarada. Ljudi nisu kompjuteri i ne vrše potrebne racionalne kalkulacije za svaku transakciju koju preduzimaju, kao što pretpostavlja učenje tradicionalnih ekonomista, nego uključuju emocionalni faktor i često donose odluke prema osećaju, a ne prema nekom detaljnom kalkulusu.

Vid mentalnog kalkulisanja je i sklonost ljudi da tretiraju novac drugačije, zavisno od veličine određenog mentalnog računa u okviru kojeg se novac nalazi, a to su konkretne transakcije u kojima će biti potrošen, i slično.⁷³

Postoje određeni znaci upozorenja o kojima treba voditi računa, a tiču se problema mentalnog računovodstva, i to u slučaju: ukoliko pojedinac smatra da ne troši neoprezno, a ipak ima problema sa štednjom, ukoliko raspolaže određenom štednjom u banci i određenim revolving sredstvima na kreditnoj kartici, ukoliko iskazuje sklonost ka razmetanju novcem po osnovu povraćaja od poreza u odnosu na ponašanje koje

⁷¹ Na primer, kada neko izgubi ulaznicu za finale svetskog prvenstva koja košta 200 eura, on će razmatrati da li da plati ponovo da bi odgledao nešto što se dešava svakih nekoliko godina i što je neverovatan spektakl. Scenario se može malo modifikovati, pa se može pretpostaviti da je gubitak nastao neposredno pre nego što je kupljena ulaznica, a reč je o 200 eura. Sada onaj koji je izgubio novac razmišlja da uloži još 200 eura kako bi kupio kartu koju nije kupio jer je izgubio novac. Eksperimentalno se utvrdilo, kroz eksperimente sa ispitanicima kojima su predočena ova dva scenarija, da će većina ispitanika u slučaju prve opcije odustati od ponovne kupovine karte za finale svetskog prvenstva, dok će u slučaju drugog scenarija ipak opredeliti da obezbede potrebnih 200 eura. Primer omogućava da se sagleda specifičnost čovekove percepcije, jer je u oba slučaja reč o gubitku 200 dolara. Ovde je reč o klasičnom primeru mentalnog računovodstva – „za većinu ljudi ista količina novca u kešu i ista količina novčanog gubitka zbog izgubljene karte se u svesti ljudi percipira kao zasebna kategorija.”

⁷² Cf. Isto, str. 37

⁷³ Razmatraju se dva hipotetička scenarija. Prvo je potrebno zamisliti želju da se kupi lampa koja se prodaje po ceni od 100 eura. Međutim, došlo se do saznanja da se u jednoj drugoj radnji ista lampa prodaje po ceni od 75 eura, ali je ta radnja udaljena više od prethodne 5 kilometara. Postavlja se pitanje da li poći u drugu radnju i kupiti tu lampu po nižoj ceni? Drugi hipotetički scenario polazi od toga da se kupuje čitav kuhinjski set koji košta 1.175 eura. U radnji koja je otkrivena isti set se prodaje po ceni od 1.750 eura, ali se nalazi čitavih pet kilometara od radnje gde se ona prodaje po višoj ceni. Da li poći do radnje sa jeftinijim proizvodima? Studije su pokazale da će se ljudi u većini slučajeva opredeliti za pešačenje u drugom slučaju, kako bi uštedeli 25 eura, iako obe opcije pretpostavljaju podjednak iznos uštede.

pokazuje u slučaju raspolaganja štednjom, ukoliko se čini da je potrošnja veća korišćenjem kreditnih kartica⁷⁴ u odnosu na potrošnju koja se pokriva kešom.

Pojedini učesnici, nakon naglog uspona tržišta akcija, smatraju da se investicije finansiraju sa *računa kapitalne dobiti*, pa postaju tolerantniji prema riziku. Koristi se niža diskontna stopa za procenu budućih novčanih tokova i tako doprinosi dodatnom povećanju cena.

2.2.5.5 *Magijsko razmišljanje*

Psiholozi opisuju magijsko razmišljanje kao bilo koje proizvoljno ponašanje koje je generisano ponašanjem koje je prethodilo nekom pozitivnom ishodu. Ljudi ponavljaju takav obrazac ponašanja, jer povezuju svoje postupke sa prethodnim pozitivnim rezultatom, iako ne mora da znači da je jedno vodilo drugom.

Ovo mišljenje, prema psiholozima, predstavlja primitivni, arhaični vid prelogičkog mišljenja, koje se nalazi pod velikim uticajem želja i emocija, a posebno je karakteristično za decu. „Magijsko mišljenje se sastoji u uverenju da naše snažne želje, artikulisane kao govorne formule (npr. kletva, zakletva, basma), ili samo kao pomisli, moraju neizostavno da se ostvare.”⁷⁵ Ovo mišljenje je sastavni deo mnogih verovanja (npr. *valja se* ili *ne valja se...*), kao i ritualnih činova, nazvanih magijom.

Tendencija ponavljanja postoji kada je reč o investicionim ili menadžerskim odlukama i ponašanju koje je prethodilo rastu prodaje ili rastu profita. Ukoliko se ovo dešava u periodu rastućih profita (na primer, kada se ekonomija oporavlja iz recesije), odluke koje su prethodile tom periodu biće pojačane. Firme su slične jedne drugima i slično se međusobno posmatraju, tako da je magijsko razmišljanje socijalni fenomen, a ne individualni.

Roll⁷⁶, sa svojom hipotezom o oholosti prilikom korporativnih preuzimanja, tvrdi da menadžeri firmi ponuđača mogu izražavati preterano samopouzdanje u pogledu sopstvene sposobnosti da procenjuju druge firme, a prvenstveno usled njihove sreće u

⁷⁴ Isto, str. 45

⁷⁵ Trebješanin, Ž., nav.d., str. 145.

⁷⁶ Roll, R., The Hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business*, 59, 1986, str. 541.

prvobitnim preuzimanjima. Ovakvo preterano samopouzdanje može dovesti do toga da precene svoje odluke kod narednih preuzimanja.

2.2.5.6 Kvizimagijsko razmišljanje

Kvizimagijsko razmišljanje su definisali Shaffir i Tversky⁷⁷, opisujući situacije u kojima ljudi deluju na način da veruju da će ono što će uraditi promeniti ishod nečega što je unapred determinisano, kao da mogu da izmene istoriju.

Quattrone i Tversky⁷⁸ su, primera radi, razdvojili ispitanike u dve grupe, kontrolnu i eksperimentalnu i onda ih zamolili da provere koliko dugo mogu da drže ruke u hladnoj vodi. Ispitanici u eksperimentalnoj grupi su informisani da će ljudi sa snažnim srcem biti izdržljiviji u podnošenju hladne vode. Otkrili su da su ispitanici u eksperimentalnoj grupi držali ruke u hladnoj vodi u proseku duže od ispitanika u kontrolnoj grupi, što se objašnjava time da su želeli da dokažu da imaju snažna srca. Ovo je primer kvizimagijskog razmišljanja, jer nema naučno opravdanje. Nauka u stvarnosti kaže da ne postoji nikakva veza između dužine držanja ruku u hladnoj vodi i snage srca.

Navedeni eksperimentalni ishod bi mogao biti objašnjen i željom za samoobmanjivanjem. Shaffir i Tversky su došli do zaključka da ljudi ispoljavaju takvo ponašanje i na osnovu drugih eksperimenata, koji upućuju na njihovo verovanje da mogu da izmene prethodno određene uslove, tj. da mogu da izmene istoriju.

Kvizimagijsko razmišljanje se više ispoljava kada je reč o ishodima budućih događaja, a ne istorijskim događajima. Langer⁷⁹ upućuje na to da su ljudi spremni da ulože više novca u opklade sa bacanjem novčića, tj. scenario kada novčić još nije bačen, nasuprot scenariju kada je već bačen, što upućuje na njihovo uverenje da mogu da utiču na ishod.

Kvizimagijsko razmišljanje pomaže da se razumeju ekonomski fenomeni, koji se ne bi mogli objasniti striktno tezama racionalnog ekonomskog ponašanja. Kvizimagijskim

⁷⁷ Shaffir, E., Tversky, A., Thinking through uncertainty: nonconsequential reasoning and choice, *Cognitive Psychology*, 24, 1992, str. 449.

⁷⁸ Quattrone, G. A., Tversky, A., Causal versus diagnostic contingencies: on self deception and on the voter's illusion, *Journal of Personality and Social Psychology*, 46, 1984, str. 237.

⁷⁹ Langer, E. J., The illusions of Control, *Journal of Personality and Social Psychology* 32, 1975, str. 311.

razmišljanjem takođe može da se objasni zašto ljudi glasaju na izborima, ili zašto akcionari koriste pravo glasa tokom izglasavanja određenih odluka.

Efekat posedovanja, o kome je bilo reči u ovom radu, može da se poveže sa kvazimagijskim razmišljanjem. Tendencija da se drže *gubitničke* akcije i da se prodaju *pobedničke* jeste takođe vid kvazimagijskog razmišljanja, jer držanjem akcija čija je vrednost opala ispod one po kojoj su kupljene stiče se uverenje da se može eliminisati činjenica da je gubitak već nastao i da se ishodi mogu vratiti u prvobitno stanje.

Javna tražnja akcija u vreme kada su one precenjene je takođe povezana sa kvazimagijskim razmišljanjem, koje se sastoji u stavu - ako ih posedujem, onda će one nastaviti da rastu.

2.2.5.7 Kulturalna i društvena kontaminiranost

Metode koje koriste kulturalni antropolozi u okviru svojih studija izučavanja primitivnih ljudi mogu biti korišćene i u izučavanju modernih kultura.

O'Barr i Conley⁸⁰ su proučavali menadžere penzionih fondova, koristeći personalne intervjuje i antropološke metode. Zapažili su da svaki penzioni fond ima vlastitu kulturu, koja je često povezana sa šarolikom istorijom porekla njihove organizacije, slično mitovima stvaranja koje kreiraju primitivni ljudi. Kultura penzionog fonda je sistem verovanja u investicione strategije i, u stvari, takva kultura upravlja investicionim odlukama. Kulturalni faktori imaju značajan uticaj, zbog rasprostranjene želje da se odgovornost za odluke prenese na organizaciju, ali i zbog želje da se održava lična veza sa organizacijom.⁸¹

⁸⁰ O'Barr, W. M., Conley J. M., *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, Irwin, Homewood, 1992, str. 91.

⁸¹ Psiholog Janis 1972. je dokumentovao niz studija slučaja kojima je pokazao kako socijalni obrasci (*grupno mišljenje*) u donošenju odluka mogu dovesti do toga da veoma inteligentni ljudi donose katastrofalne odluke.

Društvena kultura ima uticaj i na ekonomske rezultate. Guiso, Sapienza i drugi, definisali su kulturu kao „ona uobičajena uverenja i vrednosti koje etničke, verske i društvene grupe prenose prilično nepromenjeno iz generacije u generaciju.”⁸²

Veliki broj organizacija insistira i permanentno potencira vrednosti koje gaji njihova kompanija, a sve u cilju njihovog prožimanja u poslove koje njihovi zaposleni obavljaju. Kulturalna kontaminiranost na neki način ima ulogu smernice, ili određenog orijentira prilikom bilo kakvih aktivnosti ili odlučivanja. Prisustvom ovog uticaja može da se zapazi da odluke više nemaju objektivni karakter i da je njihova valjanost bazirana na konkretnoj situaciji. Ovaj uticaj prožima veliki broj odluka i zaslužan je za određene tipove odluka, i to u meri koja prkosi racionalnom odlučivanju.

2.2.5.8 Globalna kultura

Postoji čitav niz primera međusobnog imitiranja zemalja koje su značajno teritorijalno i jezički udaljene, npr. moda odevanja, muzika i slično. Konvergencija naizgled proizvoljnih moda među nacijama je dokaz da je reč o nečemu višem i ne može se objasniti samo racionalnim reakcijama na uobičajene informacije, jer nije jednostavno odrediti u kom pravcu globalna kultura širi svoje uticaje: „Sada postoji svetska kultura, ali nismo sigurni šta ona zaista znači. Obeležena je organizacijom različitosti pre nego replikom uniformnosti... Svet je postao jedna mreža društvenih odnosa, a između njegovih različitih regiona postoji protok značenja kako ljudi, tako i robe.”⁸³

Sociolog Robert Merton, nakon produžene studije koja se bavila prirodom interpersonalnih uticaja, pronašao je značajne načine da kategoriše ljude. Zaključio je da se ljudi mogu klasifikovati u dve kategorije: lokalni (koji prate lokalne vesti i koji određuju svoj status na osnovu njihove povezanosti sa drugima) i kosmopolite (koji su orijentisani na svetske vesti i koji imaju status nezavisan od zajednice). Otkrio je da je uticaj kosmopolita na lokalce transcendan i da podrazumeva zalihe korisnih informacija.

Tržište nekretnina je u mnogo gradova širom sveta zajedno raslo tokom kasnih osamdesetih godina i padalo ranih devedesetih, tržišta kapitala se širom sveta kreću u

⁸² Guisa, L., Sapienza, P., Does Culture Affect Economic Outcomes? , *The Journal of Economic Perspectives*, University of Rome Tor Vergata & CEPR., s.l., 2006, str. 2.

⁸³ Hannerz, U., Cosmopolitans and locals in world culture, *Theory, Culture and Society*, 7, 1990, str. 237.

istom smeru zajedno, itd. Brojni istraživači su se bavili ovom temom i dali odgovore na pitanja zašto je to tako. Globalna priroda kulture, ako postoji, ne daje razlog da se ovi događaji povežu sa nekim informacijama koje se tiču fundamenata ekonomije.

2.3 Elementi psihologije u biheviorističkim finansijama

2.3.1 Kognitivna psihologija

Kognitivna psihologija predstavlja jedan od najsavremenijih doprinosa psihološkom istraživanju i razvija se kao nezavisno područje unutar discipline u kasnim 1950-im, kao i ranim 1960-im, ali postoje primeri kognitivnog razmišljanja i u radu nekih ranijih istraživača. Termin *kognitivna psihologija* se prvi put koristi i ulazi u primenu nakon objavljivanja knjige *Kognitivna psihologija* Ulrica Neissera 1967. godine, ali je tek knjiga Donalda Broadbenta *Percepcija i komunikacija* iz 1958. godine istakla značenje kognitivnog pristupa. Ova oblast psihologije proučava saznavne strukture, procese, stanja i funkcije (npr. opažanje, pažnju, učenje, pamćenje, svest, san, itd.)

Kognitivna psihologija predstavlja opšti pristup u psihologiji, koji je fokusiran na razumevanje i objašnjavanje psihičkih procesa i može da se kaže da je još uvek u ekspanziji. Dominantna sfera interesa kognitivne psihologije su: psihički fenomeni, kao što su osećaji i percepcija, pažnja, stvaranje pojmova, obrada informacija, pamćenje, rešavanje problema, itd.⁸⁴ Drugi pristup je shvatanje⁸⁵ kognitivne psihologije kao savremene orijentacije, pravca u psihologiji koji ističe značaj kognitivnih struktura i funkcija za sve vidove čovekovog doživljavanja i ponašanja (emocionalno, motivaciono ili patološko).

Kognitivni psiholog se bavi proučavanjem načina na koji ljudi percipiraju različite oblike, na primer, zašto se sećaju nekih činjenica, a zaboravljaju druge, kako uče jezik, kako razmišljaju dok igraju šah ili rešavaju svakodnevne probleme. Zašto u magli predmeti izgledaju udaljeniji nego što objektivno jesu? Zašto, na primer, ljudi zapamte

⁸⁴ Heller, K. J., The Cognitive Psychology of Circumstantial Evidence, *Michigan Law Review*, Vol. 105, str. 242., Horonitz M. (2013) *Psihologija ekonomskog ponašanja – priručnik o osnovama biheviorističke ekonomije*, s.l., 2006.

⁸⁵ Horonitz, M., *Psihologija ekonomskog ponašanja – priručnik o osnovama biheviorističke ekonomije*, s.l., 2013.

neko pojedinačno iskustvo, a zaborave imena ljudi koje su poznavali godinama? Izučavanjem kognitivne psihologije može da se odgovori na čitav niz pitanja.

2.3.2 Percepcija

Percepcija je značajna za oblast bihejviorističkih finansija, kao segment izučavanja, jer su upravo znanja iz psihologije koja se tiču percepcije značajna za razumevanje i objašnjavanje određenih finansijskih fenomena ili ponašanja pojedinaca, a ne mogu biti objašnjeni klasičnim finansijama. „Percepcija je psihički proces, ili psihonervna aktivnost kojom se zahvata i upoznaje objektivna realnost, a nastaje pod dejstvom različitih fizičkih procesa iz okoline (uključujući i procese u vlastitom telu) na čulne organe.”⁸⁶ Percepcija omogućava zahvatanje relevantnih karakteristika okolnih predmeta i pojava, odnosno njihov prostor, ali i vremenski razmeštaj, oblik, veličinu, kao i kvalitativne i intenzitetne razlike.⁸⁷ Suštinska odrednica percepcije jeste njena strukturisana celovitost kao doživljaja. Njene determinante su fizičke, fiziološke i psihološke prirode.

Postoji još nekoliko značajnih zapažanja psihologije koja su relevantna za ovu analizu. Perceptivna odbrana, primera radi, predstavlja pojavu koju karakteriše otežano percipiranje neugodnih i frustrativnih stimulansa u odnosu na ostale. Perceptivne varke se odnose na percepcije čija sadržina, u manjoj ili većoj meri, odgovara objektivnoj stimulativnoj situaciji. Razlikuju se dve vrste perceptivnih varki:

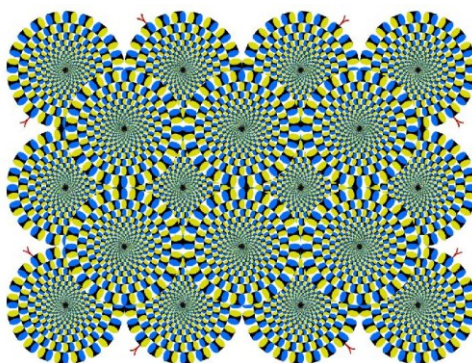
1. Perceptivne varke koje nastaju zbog očekivanja, emocionalnog stanja, stavova ili nekih specifičnih iskustava pojedinca. Ova vrsta varki postoji kod svih ljudi, ali se po frekventnosti i načinu pojavljivanja znatno razlikuje kod različitih individuuma.
2. Perceptivne varke koje nastaju zbog svojevrzne relativno složene podražajne situacije ili/i zbog opšteg iskustva koje poseduju, u manjoj ili većoj meri, svi ljudi. Najpoznatije perceptivne varke su optičko-geometrijske varke i prividno kretanje.⁸⁸ Ove varke upućuju na čovekovu iracionalnost i ograničenost, a kao dokaz se može iskoristiti jednostavan primer. Značajan deo mozga je u funkciji

⁸⁶ Petz, B., et al., *Psihologijski rječnik*, Naklada Slap, Jastrebarsko, 2000, str.202

⁸⁷ Isto.

⁸⁸ Isto.

čula vida, koje se smatra najbolje razvijenim čulom čoveka i putem koga čovek opaža vizuelnu stvarnost i tanane oblike, finese i boje, ali je često izvor iluzija. Određene slike koje se javljaju u svesti posmatrača su konstrukcija njegovog oka, tačnije, mozga, a ne čula vida. Ovo razvijanje iluzija u mozgu može da ide dotle da čovekov mozak registruje mirovanje kao kretanje, što se može posmatrati kao dijametralna suprotnost. Zar zaista čovekova čula mogu izazvati tolike zablude? Slika 2 razrešava tu dilemu.



Slika 2: Iluzija o kretanju nepokretnog prikaza

Izvor: www.google.com/ilussions

Čovekov mozak, analogno prethodnoj slici, konstruiše slike na osnovu određenih delova vizuelne stvarnosti koju vidi. Naredna slika govori u prilog tome.



Slika 3: Šta vidite – zeca ili patku?

www.google.com/ilussions/duck_or_rabbit

Prethodne ilustracije demistifikuju tzv. nepomućenost čovekovog mozga. Mozak može konstruisati pogrešne predstave o vizuelnoj stvarnosti. Nastavak izlaganja se bavi iracionalnošću u odlučivanju, kao još jednim kanalom putem koga se ispoljava čovekova iracionalnost. Čovek čini greške i u vezi sa stvarima za koje je opremljen evolutivno jako naprednim aparatom – vidom.

-
3. „Neke perceptivne varke nastaju interakcijom više čulnih sistema, kao i uticajem učenja, odnosno iskustva.
 4. Perceptivna slepoća - lakše i bolje se opaža ono što je u skladu sa ličnim stavovima i očekivanjima; ljudi su praktično slepi za informacije koje su tome suprotne.“⁸⁹

Prethodna razmatranja bliže opisuju čovekove ograničenosti i neodrživost teze da je čovek uvek racionalan i sposoban da stvarnost detektuje u skladu sa njenim objektivnim odrednicama, a ne sa subjektivnim obrisima.

2.3.3 Heuristike

Heuristike se odnose na pomagala i tehnike koje se koriste uglavnom pri rešavanju problema, odlučivanju i kreiranju stavova. Postoji više heuristika, ali samo jedno od ovih pomagala – ukoliko je reč o rešavanju problema – sa sigurnošću dovodi do rešenja, a to je algoritam, koji najčešće nije poznat.

Rana istraživanja modela donošenja odluka su nedvosmisleno dovela do zaključka da ljudsko ponašanje sistematski odstupa od različitih modela donošenja odluka i racionalnog procenjivanja.

Okosnica koja je podstakla veliki broj istraživanja iracionalnosti je rad na temu kognitivnih pristrasnosti Kanemana i Tverskog⁹⁰, koji je imao dalekosežni uticaj na razumevanje procesa donošenja odluka i u okviru koga se prvi put koristi termin heuristika. Ljudi koriste kognitivne prečice kada su izloženi neizvesnosti, a heurističko procesuiranje se opisuje kao iracionalno pristupanje procesuiranju informacija.

Heurističke reakcije su u stvari normativni odgovori većine populacije i gotovo očekivana reakcija u širokom rasponu situacija, ali su ipak heuristički odgovori opisani kao iracionalni. Heuristike su detaljnije objašnjene u okviru tematske celine *Odlučivanje u uslovima neizvesnosti*.

⁸⁹ Petz, B., nav.d., str. 338.

⁹⁰ Tversky, A., Kahneman, D., *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Science, 185, 1974, str. 1124-1131

2.3.4 Mišljenje

Mišljenje, kao termin, ne može jednoznačno da se odredi, jer se odnosi na čitav niz pojava, ali, u širem smislu, ono uključuje „svaki kognitivni proces obrade ideja, predstava, slika, simbola i pojmova. Različiti procesi ulaze u okvir mišljenja, od asocijacija, sećanja i maštanja, preko sticanja pojmova, do logičkog rezonovanja (rasuđivanja) i stvaralačkog mišljenja.”⁹¹ Dva obeležja su zajednička kod svih ovih varijacija mišljenja. „Prvo, misaoni procesi su prikriiveni, implicitni procesi, koji se ne mogu neposredno opažati, ne vide se spolja. O njihovom postojanju zaključujemo na bazi introspektivnog iskaza opaženika (introspekcija je samoopažanje, opažanje vlastitih doživljaja), ili na temelju nekog ponašanja koje upućuje na implicitno mišljenje. Drugo, misaoni procesi su simbolični procesi; obeležava ih upotreba simbola koji predstavljaju objekte i događaje.”⁹² Kada neko posmatra određeni objekat, ne mora ništa da misli, ali u slučaju kada ne želi da da opis svog posmatranja u trenutku kada se ono odvija, prinuđen je da pređe na simbolični plan, koji je svojstven misaonim procesima. Mišljenje čine ne samo zapamćeni, već i zamišljeni sadržaji, koji nisu aktuelno percipirani. *Pojam* se javlja kao rezultanta misaonih procesa, ali on je istovremeno i pretpostavka mišljenju. Apstraktno mišljenje ne bi bilo moguće bez pojmova. „Pojmovi se tako u mišljenju prožimaju zajedno sa predstavama sadržanim u slikama i rečima, a koje su oblik postojanja pojmova.”⁹³

Kritičko mišljenje predstavlja „mišljenje koje je zasnovano na sistematskom, nepristrasnom i brižljivom preispitivanju činjenica, premisa, dokaza i zaključaka. Kritičko mišljenje je utemeljeno na razumu i činjenicama i nezavisno je od bilo kog autoriteta (institucije, ljudi, natprirodnog izvora)”⁹⁴, a u filozofiji ili u nauci je nedogmatsko, slobodno od emocija, strasti, predrasuda, zdravog razuma i stereotipa.

91 Petz, B., nav.d., str. 338.

92 Isto.

93 Isto, str. 265.

94 Trebješanin, Ž., nav.d.,str. 139.

2.3.5 Očekivanje

Očekivanje se može shvatiti kao „hipotetičko stanje organizma, vrsta stava koji je izraz iskustvom oblikovanog predviđanja da će se nešto dogoditi.”⁹⁵ Bihejvioristi posmatraju očekivanje kao stanje „povećane pripravnosti na reagovanje.”⁹⁶ Prema novijim kognitivnim teorijama, ono se shvata kao „subjektivno uverenje u vezi sa ishodom nekog događaja i određuje se fenomenološki, na bazi subjektivnih procena verovatnoće pojedinih ishoda.”⁹⁷

2.4 Bihejviorističko objašnjenje donošenja važnih finansijskih odluka na bazi irelevantnih informacija

Istraživanja bihejviorističke ekonomije su pokazala da se ljudi često rukovode irelevantnim ili sporednim informacijama kada donose svoje odluke i to je jedan od problema. Drugi problem je da su oni često toga nesvesni. Studija koju su sproveli Gregori Nortcraft i Margaret Nil sa Univerziteta Arizona, odnosi se upravo na ovaj trend upravljanja *sporednim* informacijama.⁹⁸ Suština ovog poglavlja je da skrene pažnju na to koliko mogu sugestije da utiču na pojedince, a da oni toga ne budu svesni.

Inspirativno područje razmatranja uticaja irelevantnih informacija i sugestija na odlučivanje jeste odluka o prodaji akcija, na koju u većini slučajeva utiče ili cena po kojoj su akcije ranije kupljene ili njihovo kretanje na tržištu u prethodnom periodu. Ukoliko je izvršena kupovina po ceni od 50 eura po akciji, taj orijentir, koga ljudi nisu svesni, biće bitan kada se bude vršila procena do koje tačke vrednost akcije može ići naniže.

⁹⁵ Isto, str. 280.

⁹⁶ Isto.

⁹⁷ Isto, str. 397.

⁹⁸ Kada su agenti za nekretnine zamoljeni da izvrše procenu cene određenog objekta po kojoj bi mogao biti prodat, u nezavisnom ispitivanju dostavljena im je lista nekih podataka o kući i između ostalog i oglasna cena. Njihova procena je da kuća može biti prodata za 2000 dolara više u odnosu na tu cenu, u proseku. Oni su primenili svoje znanje o tržištu i saznanje da je kuća stara 7 godina, kao i ostale relevantne podatke. Formirana je još jedna grupa ispitanika, sa istim podacima, osim što je navedeno da je oglasna cena kuće oko 15 000 dolara veća u odnosu na cenu iz prethodne grupe. U ovom slučaju je cena po prosečnoj proceni agenata bila na nivou čak većem od 7 hiljada u odnosu na oglasnu cenu. Kada su upitani i jedni i drugi da kažu šta je uticalo na njihovu odluku, naveli su sve ostale faktore osim te oglasne cene.

Kada su cene akcija ranije visokorangirane i uspešne kompanije krenule nizbrdo, veliki broj investitora je procenjivao da ta najniža tačka neće zaista biti značajno niska, niti da je ovaj pad odraz nekog realno trajnog problema. Kompanija se, međutim, suočila sa jakim konkurencijom, ali investitori to nisu gledali na taj način. Oni su polazili od nekadašnje najviše cene ove hartije od vrednosti, uzimajući je kao orijentir. Kada se neko rukovodi određenom prethodnom informacijom kojom raspolaže, u biheviorističkoj ekonomiji se naziva – dokaz o pristrasnosti. Cena po kojoj je akcija kupljena je takav slučaj.

Bihevioristička ekonomija daje određena upozorenja, da bi se ljudi zaštitili od ove iracionalne tačke u svojoj percepciji. Takav problem se nazire ukoliko je neko isuviše siguran u sebe kada je reč o pregovaranju i cenjanju. Isti problem je prisutan i kada neko pokazuje spremnost da donese odluke o potrošnji i investicijama na bazi neznatnog istraživanja. Dosadašnja analiza je pokazala da mnogi ljudi donose odluke na bazi informacija koje su „netačne, nepotpune ili jednostavno prazne.”⁹⁹

2.5 Bihevioristička analiza finansijske krize

Globalna finansijska kriza je rezultanta niza faktora, koji su objašnjeni u okviru klasične monetarne doktrine, bankarskog menadžmenta i slično. Najčešći razlozi koji se opisuju kao uzročnici krize su neadekvatan model liberalizacije tržišta i kontrole operacija bankarskih i drugih finansijskih institucija. Postoji još niz faktora koji se ističu kao generatori krize, ali suština analize, kao što je očekivano, nije da se pravi osvrt na ove faktore. Finansijska kriza se, umesto toga, koristi kao polazna osnova za biheviorističke aspekte krize, što je značajno ne samo za pružanje odgovarajućeg doprinosa biheviorističkoj finansijskoj misli, već i za preventivu budućih kriza, u domenu koji tangira biheviorističke finansije, odnosno koji tangira biheviorističke uzroke i faktore koji posebno treba da budu razmotreni.

Sistemska greška, koja je označena kao *predrasuda autoriteta*¹⁰⁰, jeste prva stvar na koju treba da se ukaže. Poštovanje autoriteta gotovo da ima biblijski značaj, pri čemu se misli na činjenicu da će, ako ne poštuje vrhovni autoritet, čovek biti izbačen iz raja. Politički

⁹⁹ Belsky, G., Gilovich, T., *Why Smart People Make Big Money Mistakes – and How to Correct Them*, Fireside book, New York, 2002, str. 146

¹⁰⁰ Dobeli, R., op.cit, str. 41.

analitičari, naučnici, lekari, direktori, ekonomisti, privredni savetnici i berzanski gurui pokušavaju i dominantno uspeavaju da uvere druge u nešto slično biblijskom primeru. *Predrasuda autoriteta* implicira dva problema. Prvi problem se opisuje kao često odsustvo uspeha. Aproksimativno govoreći, postoji oko milion fakultetski obrazovanih ekonomista na ovoj planeti. Nijedan od ovih ekonomista ne samo da nije tačno predvideo kada će doći do finansijske krize, već nije naveo ni da će pomenuta kriza, zajedno sa krizom tržišta nekretnina, konsekventno izazvati poremećaj svetske privrede i da će kriza tako dobiti naziv *globalna finansijska kriza*.

Problem sa autoritetima se ne javlja samo u ekonomiji, već je mnogo frekventniji i ne zavisi od profesije. Primer iz medicine pokazuje da je do 1900. godine za bolesnika bilo manje štetno ako odluči da se ne podvrgne lekarskom lečenju, pošto su lekari do ovog doba samo pogoršavali postojeće stanje (odsustvo higijene, puštanje krvi i druge uvrnute prakse). Činjenica o pogrešivosti autoriteta upućuje na jedan od problema u vezi sa autoritetima.

Mnogo veći problem je što se u prisustvu autoriteta ljudi odriču samostalnog i nezavisnog mišljenja, odnosno, pred nekim ekspertom pokazuju značajno manje opreznosti prilikom usvajanja nekih stavova ili informacija, nego što bi to radili pred običnim čovekom. Ljudi će se pokoravati autoritetima i u onim slučajevima gde za to nema ni moralnih ni racionalnih razloga. Ovo ponašanje predstavlja suštinu izraza *predrasuda autoriteta*¹⁰¹

Predrasuda autoriteta može biti vrlo opasna i možda je, upravo zbog problema koje je izazvala, došlo do posebnog uvažavanja ovog problema u avio-industriji. Veliki broj nezgoda se dogodio zato što je glavni pilot napravio grešku, na koju nije ukazao kopilot, ne usuđujući se da to uradi, jer bi tako osporio autoritet starijeg kolege. Piloti u

¹⁰¹ Pogubno dejstvo autoriteta se na najreprezentativniji način predstavilo kroz eksperiment koji je napravljen 1961. godine, a koji je vodio psiholog Stenli Milgram. Eksperiment se sastojao od toga što su ispitanici podvrgavani sve jačim strujnim udarima čoveka od koga ih je delila staklena pregrada. Počinjali su sa petanest volti, zatim povećavali na trideset, pa na četrdeset pet, i sve tako dok ne bi dostigli gotovo smrtonosnu cifru od četristo pedeset volti. Kada bi mučena osoba, koja se nalazila sa druge strane pregrade, počela da se tresu i urla od bolova (u stvari nije bilo nikakvih bolova, već se radilo o glumcu), i ispitanici su hteli da prekinu sa eksperimentom, profesor Milgram bi im mirno kazao: „Samo vi nastavite, to eksperiment traži od vas.“ I većina ispitanika je nastavljala dalje. Više od polovine ispitanika je pristalo da pusti maksimalnu struju, samo iz razloga što su se slepo pokoravali autoritetu. *Videti: Milgram S., Obedience to Authority, Harper & Row, New York, 1974.*

posljednjih petnaestak godina prolaze posebnu obuku, na kojoj uče da se oslobode predrasude autoriteta. Brojne finansijske institucije zaostaju za ovakvom praksom.

Svi eksperti nastoje da sebe učine poznatim, ali, neophodno je uvek nastojati da se ospori autoritet eksperata, kako bi se napravio određeni balans, odnosno kako bi se povećalo samopoštovanje i verovanje u vlastiti zdrav razum i etičke principe.

Predrasuda autoriteta se jasno uočava u analizi finansijske krize. Posmatrajući modele koji su korišćeni prilikom liberalizacije tržišta, svi učesnici na tržištu su smatrali da takvi modeli ne mogu biti pogrešni. Kritički pristup je imao manji kvalitet, polazeći od visine instance, ako se posmatra ko su bili kreatori ovog modela. Prilikom analize budućih kretanja na tržištu ne bi se trebalo oslanjati na takozvane stručnjake. Potrebno je da se kritički preispitaju njihove procene u granicama sopstvenih sposobnosti, ali se nikako ne bi trebalo oslanjati na činjenicu da su oni stručnjaci i da to *per se* znači da su verovatno u pravu. Kritički razum se u datim okolnostima ne sme isključivati niti smanjivati, već mora biti permanentno budan.

2.6 Bihejvioristička analiza volatilnosti finansijskih cena i korporacijskih investicija

Volatilnost finansijskih cena i korporacijskih investicija se mogu objasniti bihejviorističkom analizom, jer trenutno ne postoji zvanična racionalno-ekonomska teorija koja na validan i zadovoljavajući način daje takvo objašnjenje.

Fluktuacije cena akcija su uobičajene i postoje od kad postoji i finansijsko tržište.¹⁰² Cene se smatraju najvažnijim činiocem donošenja odluka o investicijama, odnosno reč je o odlukama koje su od suštinskog značaja za ekonomiju. Korporacijsko investiranje ima još veći stepen volatilnosti u odnosu na celokupni BDP i može se reći da je ono izuzetno važan pokretač ekonomskih fluktuacija. Navedene pretpostavke potvrđuju da *životni duh*, tj. bihejvioristički segment, ima daleko značajniju ulogu u ekonomiji i finansijama, odnosno nalazi se u njihovom središtu.

¹⁰² Cambell, J., Shiller, R. J., Cointegration and Tests of Present Value Models, *Journal of Political Economy*, 97(5), 1987, str. 88.

Realna vrednost tržišta hartija od vrednosti u SAD se uvećala pet puta od 1920. do 1929. godine, između 1929. i 1932. godine se vratila na prvobitnu vrednost, zatim je udvostručena između 1954. i 1973. godine i onda, kao i prethodni put, došla na svoju prvobitnu vrednost. Polovina realne vrednosti tog tržišta je nestala u periodu između 1973. i 1974. godine, zatim se uvećala oko osam puta između 1982. i 2000. godine, a polovina ove vrednosti je iščezla između 2000. i 2008. godine.¹⁰³

Suštinsko pitanje nije kako predvideti ove događaje, reč je o mnogo kompleksnijem i većem problemu, jer još uvek nije dato objašnjenje zašto su ti događaji neizbežni kada do njih dođe.

Ekonomisti često ispoljavaju samouverenost kada veličaju efikasnost tržišta, pa bi se moglo reći da tačno znaju šta pokreće tržišta hartija od vrednosti, posmatrano u celini. Njihova sposobnost davanja kvalitetnih objašnjenja kretanja, tj. promena cena akcija nekog preduzeća je nesumnjiva, ali i za njih je enigma kretanje cena akcija na tržištu hartija od vrednosti u celini.¹⁰⁴

Ekonomisti nastoje da pruže uverljiva objašnjenja o kretanju akcija u celini, bazirana na osnovnim ekonomskim principima, ali se ne može reći da su do sada bili uspešni. Utisak je da ovo kretanje nikako ne može biti objašnjeno, ni promenom kamatnih stopa na buduće dividende (ili prihode), niti bilo čim drugim.¹⁰⁵

Osnovni ekonomski principi nisu u mogućnosti da dovedu do promena na tržištu hartija od vrednosti. Cene akcija su, u teoriji, prediktori budućih tokova dohotka, odnosno dohotka u okviru budućih dividendi ili buduće zarade i može se reći da su suviše promenljive, više i od eskontnih tokova dividendi (ili zarada) koje treba, ili nastoje da predvide.

Predstavu o tome da cene akcija odražavaju predviđanja koja su bazirana na osnovnim ekonomskim principima budućih zarada neophodno je odbaciti, jer su one i suviše

¹⁰³ U ovim proračunima je korišćen Standardov i Pulov kompozitni indeks cena akcija podeljen s indeksom potrošačkih cena za sve urbane sredine. Vrednost poslednjeg u nizu indeksa je izračunao Biro za statistiku rada SAD. Dostupno na: <http://www.robertshiller.com>

¹⁰⁴ Pol Samuelson je istakao da je tržište hartija od vrednosti mikroefikasno i makroneefikasno. U okviru ove njegove izjave možemo jasno uočiti elemente istine. Detaljnije videti: Jung J. Shiller R.J. (2005) Samuelson's Dictum and the Stock Market, *Economic Inquiry*, 43 (2), 221.

¹⁰⁵ Shiller, R. J., *Irrational Exuberance*, 2nd, Princeton University Press, Princeton, 2005.

volatilne. Ova činjenica nije na odgovarajući način uticala na zagovornike efikasnosti tržišta da uvide netačnost svoje teorije. Oni smatraju da bi kretanje cena akcija ipak moglo da bude racionalno. Postoje argumenti za tvrdnju da ovakvo kretanje može predstavljati novu informaciju o nekom značajnom događaju koji ima uticaja na osnovne ekonomske principe, a koji se iz nekog razloga nije odigrao do tada.

Zagovornici efikasnost tržišta tvrde da činjenica što se značajni događaj nije odigrao ni u prošlosti ne znači da je tržište bilo iracionalno i možda su *a priori* u izvesnoj meri u pravu, jer je nemoguće nepobitno dokazati da je tržište hartija od vrednosti iracionalno.¹⁰⁶ Reprezentujući dokaz da je reč o volatilnosti, koja je u osnovi racionalna¹⁰⁷, niko nije izneo u pomenutoj debati o racionalnosti i neracionalnosti tržišta hartija od vrednosti.

Takozvane *epidemije* su interesantno područje proučavanja, u kontekstu multiplikatora poverenja na špekulativnim tržištima. Investitori su nesumnjivo zainteresovani da se brzo obogate onda kada je tržište u usponu i žele da zaštite svoju imovinu onda kada je tržište u padu. Reč je o potpuno uobičajenoj psihološkoj reakciji na ponašanje tržišta. Ljudi izražavaju sklonost da kupuju akcije, kao odgovor na to što njihova vrednost na tržištu raste (ili sklonost da prodaju onda kada njihova vrednost na tržištu pada), ali njihov odgovor na promenu cena akcija u prošlosti može dovesti do još većih promena cena akcija u istom smeru njihovog kretanja. Reč je o pojavi koja je poznata kao povratna sprega cena i koja može dovesti do začaranog kruga, neprekidnog uvećavanja (ili smanjivanja) cena akcija, koje može potrajati određeno vreme. Potpuno je očekivano da u jednom trenutku ovakvo uvećavanje cena akcija na kraju bude zaustavljeno i pukne kao mehur od sapunice koji se preterano naduvava, jer takvo uvećavanje nije bazirano

¹⁰⁶ Akerlof, Dž., Šiler, R., Životni duh – Kako psihologija čoveka pokreće ekonomiju i zbog čega je to značajno za svetski kapitalizam, Službeni glasnik, Beograd, 2009, str. 173.

¹⁰⁷ U svojim komentarima članaka LeRoya i Portera (LeRoy S., Porter R. (1981) Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds, *Econometrica* 49: 97-113), Teri Marš i Robert Merton su pokušali da daju *nadahnut dokaz* da cijene akcija zaista odražavaju trenutnu vrednost optimalno predviđenih dividendi (Marsh, T., Merton R. C. (1986) Dividend Variability and Variance Bound Tests for the Rationality of Stock Prices, *American Economic Review* 76(3), 483). Ipak, kako je Šiler pokazao (Shiller R.J. (1986) The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends, *American Economic Review* 76(3), 499-503) u tome nisu uspjeli. Razlozi koji su opisani u korist pretpostavke da će mudri investitori učiniti svako tržište efikasnim, odlikuju se čitavim nizom nedostataka (Shleifer A., Vishny R.W. (1997) The Limits of Arbitrage, *Journal of Finance* 52(1), 33-55 i Barberis, N; Thaler R. (2003) A Survey of Behavioral Finance, In George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz, eds., *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science, New York, pp. 128.

na objektivnom uvećavanju vrednosti akcija, već je posledica očekivanja da će cene akcija nastaviti da rastu i u budućnosti, a one ne mogu beskonačno rasti.

Povratna sprege između cena nekad se može ispoljiti u toj meri da izazove mehur veličine onog pre početka krize, koja je i dalje prisutna. Povratna sprege postoji i između mehura cena imovine i realne ekonomije. Reč je o vezi koja uvećava dužinu trajanja ciklusa neprekidnog uvećavanja (ili smanjivanja) cena akcija usled dejstva povratne sprege, a na drugoj strani, ona dovodi do pojačavanja efekata ove povratne sprege.

„Kada je reč o uvećavanju cena imovine, špekulisanje može da se odbaci samo u slučaju kada je u pitanju kuriozitet. Špekulisanje, međutim, nije kuriozitet, ono je veoma značajno. Pošto između njega i realne ekonomije postoji povratna sprege, ono ne utiče samo na špekulante, već i na ljude koji se nikada nisu bavili špekulacijama.”¹⁰⁸

Postoje najmanje tri različita izvora povratne sprege između tržišta imovine i realne ekonomije. Pojedinci imaju manje razloga da štede kada cene akcija i nekretnina rastu. Ljudi se u toj situaciji više odlučuju na potrošnju, jer imaju subjektivni osećaj bogatstva, odnosno, oni dobitke na tržištu hartija od vrednosti ili uvećanje vrednosti svojih nekretnina u ovim slučajevima percipiraju kao deo svojih ušteđevina. Uticaj cena imovine na potrošnju naziva se uticajem bogatstva na potrošnju.¹⁰⁹

Vrednost imovine, osim navedenog, ima izuzetno važnu ulogu, koja determiniše visinu na kojoj se određuju investicije. Kompanije se odlučuju na redukovanje svojih investicija za novu opremu i postrojenja kada na tržištu hartija od vrednosti dođe do pada akcija, a građevinske firme umanjuju svoje planove za izgradnju kuća kada na tržištu njihova cena padne.

Kretanje cena imovine, bilo da je reč o njihovom uvećavanju ili smanjivanju, utiče i na poverenje javnosti u ekonomiju i uspostavlja se povratna sprege između cena i zarada. Kada cene akcija rastu, ta povratna veza stimuliše poverenje i podstiče ljude da kupuju više, a uvećavaju se i korporacijski profiti, što dovodi do uvećavanja cena akcija.

¹⁰⁸ Akerlof, nav.d., 2009, str. 176.

¹⁰⁹ Ibid

Reč je o pozitivnim uticajima, koji imaju moć da osnaže jedni druge i pojave se u stvarnosti, ali to se dešava samo izvesno vreme. Kretanje povratne sprege u suprotnom smeru se odvija u slučaju da dođe do pada cena akcija. Ovde se misli na povratnu spregu između cena i zarada – zajedno sa ekonomijom u celini.

Uticaj na povratnu spregu ima i sprega između cena i leveridža i ciklus leveridža.¹¹⁰ „Stopa kolaterala je svota koju zajmodavci pozajmljuju investitorima, izražena kao procenat vrednosti imovine uzete u zalog. U uzlaznoj fazi ciklusa leveridža stopa kolaterala raste.”¹¹¹ Na tržištu porodičnih kuća, primera radi, u okviru uzlazne faze ciklusa leveridža, svota novca koju su banke spremne da pozajme kupcima kuća (i koja je ekvivalentna delu vrednosti tih kuća) raste. Porast leveridža dovodi do uvećavanja cene imovine, a porast cena imovine dovodi do povećavanja rasta leveridža. Proces se kreće u suprotnom smeru kada cene imovine padaju.

Većina finansijskih stručnjaka nije pristalica priče o psihološkim povratnim spregama, čak ih smatra uvredom kada je u pitanju centralni koncept čovekove racionalnosti. Postoji još jedan razlog zašto ekonomisti odbacuju ove priče - nemoguće je izmeriti psihologiju ljudi, jer za to ne postoji standardizovani način.¹¹²

2.7 Osetljivost investitora na kretanja na tržištu hartija od vrednosti – teorijsko-empirijska analiza

Tržišta su, kao i investitori, isuviše komplikovana da bi se mogla svesti na nekoliko odabranih predrasuda. Osećanja investitora itekako mogu da utiču na očekivanja povrata investicija, a polazi se od dve pretpostavke: osećanje i ograničenje arbitraže.

Prva pretpostavka je da su investitori osobe koje su pod uticajem osećanja. Sentimentalnost investitora je definisana široko i može da se shvati kao verovanje u

¹¹⁰ Geanakoplos, J., Liquidity, Default, and Crashes: Endogenous Contracts in General Equilibrium, In Mthias Dewatripont, Lars Peter Hansen, and Steven Turnovsky, eds, *Advances in Economics and Econometrics. Theory and Applications, Eight World Conference*, vol.2, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 170-205; Fostel A. Geanakoplos J. (2008) Leverage Cycles and the Anxious Economy, *American Economic Review* 98(4), 2003, 1211-44.

¹¹¹ Akerlof, nav.d., 2009, str. 177.

¹¹² Generalno posmatrano, ekonometrijski modeli su sasvim dobro opisani kada se navodi da predstavljaju modele s povratnim mehanizmom, da u njima figurišu samo merljive veličine i da se nemerljive veličine u njima javljaju kao standardne ili nestandardne greške. Iako ti modeli često mogu da budu korisni, nema sumnje da su u njima zanemareni veoma važni elementi, kao što su psihološke varijable koje je teško kvantifikovati.

buduće novčane tokove i investicione rizike. Ova očekivanja su neopravdana ukoliko su rukovođena dostupnim činjenicama. Druga pretpostavka je da je klađenje protiv sentimentalnih investitora skupo i rizično.

Izuzetno raspoloženje investitora u jednom periodu dovelo je do neopravdano visokog porasta cena, da bi se krajem devedestih one sunovratile. Cene su upravo pred pad dostizale najviše vrednosti, što znači da nije više pitanje da li raspoloženje investitora utiče na cene akcija, već na koji način se mere osećanja investitora i kvantifikuju njihovi efekti i uticaji.

Najjači testovi efekata raspoloženja obuhvataju predvidljivost povrata. Ukoliko visoka osećanja izazivaju precenjenost, onda postoji mogućnost da se dokumentuje to što će budući prinosi biti niski kada emocije izblede.

Osećanja investitora nije jednostavno meriti, ali je moguće odrediti približne vrednosti. Raspoloženje šoka investitora može dovesti do niza događaja, a šok može nastati u bilo kom delu ovog lanca. Investitor, na primer, može ispoljavati određena verovanja, koja mogu biti identifikovana. Ova verovanja se dalje prevode na tačno određene obrasce ponašanja na berzi. Ograničenje arbitraže govori da bi ovi pritisci potražnje mogli dovesti do nekih poremećaja cena. Insajderi mogu, sa superiornim informacijama, da krenu dalje sa trgovinama i utiču na ceo proces kretanja akcija na berzi.

2.8 Biheviorističke finansije i izvori Alfa

Alfa-koeficijent predstavlja koeficijent koji meri deo prihoda od investicije koji proizilazi iz specifičnog rizika. Reč je o matematičkom procentu iznosa prihoda, koji je povezan sa očekivanjem od unutrašnjih vrednosti investicije, a primer je stopa rasta prihoda po akciji.

Ukoliko su, na primer, današnje cene akcija zasnovane na budućim očekivanjima njihovog kretanja na tržištu onda, da bi se predvidele promene cena akcija sutrašnjice, neophodno je imati bolja očekivanja o budućnosti nego što je to slučaj sada na tržištu, a u tom smislu „majka svih Alfa jeste sposobnost da se formiraju očekivanja koja su bolja

od onih tržišnih.”¹¹³ Ukoliko jedan aktivni investicioni menadžer tvrdi da može da generiše iznad prosečnih prinosa u budućnosti (pozitivni Alfa), onda on mora da tvrdi da su njegova očekivanja u pogledu budućnosti znatno bolja od onih koja su tržišna.

Postoji više izvora Alfa, a ono što je interesantno je da treći izvor mogu da budu bihejviorističke predrasude. Stručnjaci su u okvirima psihologije i načina odlučivanja dokumentovali da u nekim okolnostima investitori ne nastoje da povećaju bogatstvo, dok u nekim drugim okolnostima investitori sistematski prave greške. Obe vrste grešaka su rezultanta pristrasnosti ponašanja. Postoje još dva izvora Alfa: superiorne informacije i bolje metode za obradu informacija.

Pitanje diversifikacije preko aktivnih investicionih menadžera je jedno od interesantnih pitanja. Ukoliko je izvor Alfa za većinu menadžera izveden generisanjem privatnih (ili superiornih) informacija ili procesuiranjem insajderskih informacija, onda rukovodioci čija je Alfa izvedena kapitalizacijom ponašanja koje karakterišu predrasude dovode na kraju i do boljih diversifikacija, a to proizilazi iz činjenice da ako se izvor Alfa za menadžere u ponašanju razlikuje od izvora Alfa za većinu menadžera, onda povratni generisani od strane bihejviorističkih menadžera imaju nisku korelaciju sa povratima koji su generisani od strane tradicionalnih menadžera.

Postoje jasna pitanja za finansijskog menadžera kojima se testira postojanje određenih pristrasnosti. Ukoliko menadžer ne može da odgovori na ova pitanja, onda je definitivno žrtva datih pristrasnosti i ne donosi racionalne odluke, o čemu će posebno biti reči u okviru edukacije o finansijskom odlučivanju sa bihejviorističkog aspekta.

2.9 Verovanja i stavovi investitora kao faktor ponašanja na tržištu

Bihejviorističke finansije, kao i bihejvioristička ekonomija, veoma su aktivne oblasti istraživanja. Među istraživačima ne postoji saglasnost o tome koje su to najznačajnije zablude investitora kada vrše odlučivanje iz perspektive sredstva - cene (*asset-pricing perspective*).

¹¹³ Fuller, R., Behavioral Finance And The Sources of Alpha, June, Fuller&Thaler Asset Management, Lugano, 2000, str. 4.

Postoje direktni dokazi za to da verovanja i akcije investitora pokazuju da su biheviorističke teorije još više značajne i tačne za spoljašnje posmatrače.

Istraživanje Vissing-Yorensen¹¹⁴ demonstrira potencijalnu vrednost nalaza do kojih se došlo. Analizirana su očekivanja investitora, kao i držanje akcija u periodu 1992 – 2002. godine, na osnovu podataka iz UBS/Gallup-a. Dokazi upućuju na to da i u slučaju bogatih investitora:

1. Očekivani povrati su visoki u situacijama kada je tržište dostiglo vrh rasta.
2. Veliki broj investitora je smatrao da je tržište precenjeno, ali nisu brzo prilagođavali svoje akcije ovom svom stavu.
3. Verovanja investitora su zavisila od njihovih vlastitih investicionih iskustava (primer pogrešnog zaključivanja kod isuviše malih uzoraka).
4. Zavisnost stavova i verovanja od vlastitih portfolio performansi u prošlosti je asimetrična i pri tome je konzistentna sa teorijama o zabludama koje ispoljavaju investitori.
5. Verovanja investitora imaju efekta na njihovu odluku o držanju akcija u svom posedu, što upućuje na to da je shvatanje verovanja, u stvari, korisno za shvatanje cena.

2.10 Odlučivanje u uslovima neizvesnosti

Postoji čitav niz finansijskih odluka koje se baziraju na uverenjima o verovatnoći neizvesnih događaja, kao što je npr. buduća vrednost nekih akcija, ili neke valute. Verovanja o neizvesnim događajima, u pojedinim slučajevima, izražavaju se u kvantitativnom obliku, kao šanse ili subjektivne verovatnoće. Pitanje je šta određuje ovakva uverenja. Na koji način ljudi procenjuju verovatnoću nekog neizvesnog događaja? Zadatak ove tematske celine jeste da pokaže da se ljudi oslanjaju na ograničeni broj heurističkih načela, zahvaljujući kojima se redukuju složeni zadaci procene verovatnoće i predviđanja vrednosti na jednostavne operacije odlučivanja. Heuristike su u određenoj meri korisne, ali često mogu dovesti i do ozbiljnih sistemskih grešaka.

¹¹⁴ Vissing-Jorgensen, A., Perspectives on Behavioral Finance: Does "Irrationality" Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions, Kellogs School of Management, Northwestern University, Nber., 2004.

Subjektivna procena verovatnoće ima sličnosti sa subjektivnom procenom fizičkih veličina, poput udaljenosti ili veličine. Reč je o zaključcima koji su bazirani na podacima koji imaju ograničenu pouzdanost, a pritom se procesuiraju shodno heurističkim pravilima.

- ***Reprezentativnost***

Faktor sličnosti je bitan za heuristiku reprezentativnosti, i to često sa određenim stereotipom. Određeni stereotipi, kao na primer, brzina odgovora i još nekoliko sličnih obrazaca ponašanja na visokom nivou, mogu doprineti oceni da je neka kompanija izuzetno kvalitetna, iako možda njeni finansijski pokazatelji nisu idealni. Brojni faktori koji bi trebalo da odlučuju o sudovima o verovatnoći ne utiču na njih, a utiče reprezentativnost, što dovodi do ozbiljnih grešaka.

- ***Neosetljivost na prethodnu verovatnoću rezultata***

Sledeća heuristika koja je predmet posmatranja je neosetljivost na prethodnu verovatnoću rezultata. Faktor koji nema nikakve posledice na reprezentativnost, ali bi trebalo da sadrži većinu posledica u verovatnoći, jeste zapravo prethodna verovatnoća, ili tzv. bazična frekvencija ishoda. Kada se verovatnoća procenjuje pomoću reprezentativnosti, najčešće se zanemaruju prethodne verovatnoće. Ova hipoteza je testirana u eksperimentu u kojem se manipuliralo osnovnim, tj. bazičnim verovatnoćama.¹¹⁵ Subjektivno su dati kratki opisi ličnosti nekoliko pojedinaca, navodno slučajno okupljenih u grupi od 100 stručnjaka, inženjera i pravnika. Traženo je da ispitanici izvrše procenu verovatnoće, na osnovu koje se može odrediti da neki opis pripada inženjeru, a ne pravniku. Prema jednoj eksperimentalno postavljenoj situaciji, subjektima je rečeno da je opis izvučen iz grupe u čiji sastav je ulazilo 70 inženjera i 30 pravnika, dok je u drugoj situaciji rečeno da se grupa sastoji od 30 inženjera i 70 pravnika. Veće šanse da neki od opisa koji pripada inženjeru, a ne pravniku, bile su u prvoj situaciji, u kojoj je bilo više inženjera, nasuprot drugoj, gde su većinu činili pravnici. Ispitanici su u obe situacije donosili jednake sudove o verovatnoćama. Procenjivali su verovatnoće da pojedinačni opis pripada inženjeru, a ne pravniku, na

¹¹⁵ Kahneman, D., Tversky, A., On the psychology of prediction, *Psychological Review*, 1973, 80, 237.

bazi sličnosti opisa, tj. stepena reprezentativnosti opisa jednog od dvaju stereotipa¹¹⁶, a da pritom nisu imali bilo kakav obzir prema prethodnim verovatnoćama navedenih kategorija zanimanja. Ispitanici su koristili prethodne verovatnoće pravilno u situaciji kada nisu imali bilo kakve druge informacije. Zaključak je da se, kada se ne koristi nikakav poseban detalj, prethodne verovatnoće uzimaju u obzir, odnosno koriste pravilno, dok u slučaju kada se daju besmisleni pokazatelji, dolazi do zanemarivanja prethodnih verovatnoća.¹¹⁷

- ***Neosetljivost na veličinu uzorka***

Radi procene verovatnoća postizanja određenog rezultata na bazi uzorka izvučenog iz neke populacije, ljudi se uglavnom oslanjaju na heuristiku reprezentativnosti, odnosno, vrše procenu, na primer, da je prosečna visina slučajnog uzorka od deset muškaraca 180 cm, na bazi sličnosti tog rezultata sa određenim parametrom, tj. prosečnom visinom muškaraca u populaciji. Ispitanici ne uzimaju u obzir veličinu uzorka kada procenjuju da li treba da postoji sličnost statistike uzorka i parametra za populaciju. U slučaju kada se verovatnoće procenjuju na bazi reprezentativnosti, tada je procena verovatnoće statistike uzorka nezavisna od veličine uzorka.

Prethodna iskustva imaju značajan uticaj na procenu verovatnoće, o čemu je reč u delu o mentalnom računovodstvu, odnosno uticaju dobitaka i gubitaka na odlučivanje. U ovom primeru se analizira i ilustruje da pojedinci zanemaruju veličinu uzorka kada vrše procenjivanja verovatnoće na bazi prethodnog iskustva.

- ***Pogrešna koncepcija verovatnoće***

Ljudi očekuju da će niz događaja, koji su kreirani pomoću slučajnog procesa, reprezentovati bitne karakteristike ovog procesa čak i u slučaju kada je ovaj niz mnogo kratak. U slučaju bacanja novčića, obično se smatra da je niz „glava, pismo, glava, pismo, pismo, glava“ verovatniji od niza „glava, glava, glava, pismo, pismo, pismo“, koji ne izgleda kao slučajan, a on je isto toliko verovatniji od niza „glava, glava, glava, pismo, glava, glava“, koji ne reprezentuje ispravan novčić. Očekivanja su da će se

¹¹⁶ Svako ima određene stereotipe kako osobe određenog zanimanja izgledaju, razmišljaju i slično. Ukoliko proceni da se neko *uklapa* u dati opis, procenjuje i da je verovatnije da on upravo jeste to.

¹¹⁷ Isto, str. 240.

suštinske karakteristike procesa reprezentovati ne samo u celom nizu, nego i lokalno, u svakom njegovom delu.

Kaneman i Tverski su pokazali da postoji uverenje prema kome su mali uzorci vrlo reprezentativni za cele populacije iz koje su uzeti, što su nazvali zakonom malih brojeva.¹¹⁸ Sledeć primer ilustruje to uverenje.

Dve torbe su napunjene do vrha istim brojem žetona za poker, što ne može da vidi ispitanik koji je deo eksperimenta. U jednu torbu je stavljeno dve trećine žetona koji su crvene boje i jedna trećina belih. U drugoj torbi je suprotan slučaj, pa je dve trećine belih, a jedna trećina crvenih. Zadatak je da se odgovori na pitanje u kojoj torbi većinu čine crveni žetoni, a u kojoj torbi se nalazi najveći broj belih. Ispitanik je zamoljen da izvuče iz torbe A nekoliko žetona i izvukao je pet, a zatim je iz torbe B izvukao 30 žetona. Četiri žetona od izvučenih pet iz torbe A je crveno, dok je iz torbe B izvučeno dvadeset crvenih od ukupno 30 žetona. Pitanje je bilo u kojoj torbi se nalazi više crvenih žetona. Ispitanik je na ovo pitanje, zajedno sa velikim brojem drugih ispitanika, dao odgovor da je u torbi A verovatno većina žetona crvena, zato što je 80 procenata (4 od 5) žetona koji su izvučeni bilo crveno, dok je iz torbe B izvučeno oko 66 procenata crvenih žetona. Veća šansa da je čovek u pravu je ako kaže da se više crvenih žetona nalazi u torbi B. Razlog je statističke prirode. Statistika skreće pažnju da su veći uzorci pouzdaniji pokazatelj pri donošenju odluke na bazi uzorka. Sa stanovišta ekonomije, na ovom nivou analize se otvara pitanje koliko ljudi u svakodnevnom životu donesu odluke na bazi malih, statistički beznačajnih i neadekvatnih uzoraka.

- ***Pogrešne koncepcije regresije***

Nesposobnost razumevanja efekta regresije prema srednjoj vrednosti dovodi do toga da se precenjuje efikasnost kazne i da se potcenjuje efikanost nagrade. Opšte je poznato da se u socijalnim odnosima nagrade dodeljuju kad se postignu pozitivni rezultati, dok se kazne dodeljuju kod loših rezultata. Postoji veća verovatnoća, na bazi regresije, da će se ponašanje popraviti nakon kazne i pokvariti nakon nagrade. Ljudi nisu svesni ove statističke pravilnosti.

¹¹⁸ Tversky, A., Kahneman, D., Belief in the law of small numbers, *Psychological Bulletin*, 76, 1971, str. 105-110.

- ***Dostupnost***

Postoje slučajevi gde ljudi procenjuju frekvenciju određene klase ili verovatnoću nekog događaja lakoćom kojom određene pojave mogu prizvati u svoje mišljenje. Oslanjanje na dostupnost dovodi do predvidljivih predrasuda. Primer za to je da će se neko lakše setiti reči koje počinju određenim slovom, nego reči koje se završavaju određenim slovom. Procenjuje se da je veća verovatnoća da postoji više reči koje počinju na neko slovo, nego onih koje se završavaju na to slovo.

Analizirane su tri heuristike koje se koriste prilikom odlučivanja u uslovima neizvesnosti: reprezentativnost, koja se obično koristi u slučaju kada neko procenjuje verovatnoću da objekat ili događaj A pripada klasi ili procesu B, dostupnost instanci ili scenariju, koja se uglavnom koristi u situaciji kada se od nekog traži da izvrši procenu učestalosti klase ili plauzibilnost nekog razvoja događaja i, kao treća heuristika, prilagođavanje sidru ili početnoj tački, koja se najčešće koristi u kvantitativnim projekcijama, onda kada je dostupna relevantna vrednost. Ove heuristike su u najvećem broju slučajeva ekonomične i svrsishodne, ali ipak donose sistemske i predvidljive greške. Razumevanje ovih heuristika, kao i predrasuda, povećava šanse da se premoste greške, odnosno da se unapredi odlučivanje u situacijama neizvesnosti.

2.11 Poverenje i njegovi multiplikatori

Odlučivanje pojedinaca u oblasti finansija je jednim delom determinisano poverenjem koje imaju u finansijski sistem. U nastavku se objašnjava razlog zbog koga tema poverenja izlazi iz okvira racionalnog odlučivanja. U slučaju kraha finansijskih tržišta, ali i ekonomija, glavna tematika jeste vraćanje poverenja, a to je upravo imao u vidu Dž. P. Morgan kada je posle sloma tržišta hartija od vrednosti 1902. godine formirao pul bankara, od koga je očekivao da investira na to tržište. Tematika poverenja, odnosno njegovog odsustva, u sprezi je sa ulogom straha. Frenklin Ruzvelt je zato na sličan način analizirao Veliku depresiju. „Jedino od čega treba da strahujemo”, rekao je on u svom prvom inauguracionom govoru 1933. godine, „jeste strah.”

Reč poverenje, leksički posmatrano, označava ubeđenje ili veru. Ubeđenje znači iskorak iz racionalnosti. Čovek koji je ubeđen u nešto često počinje da zanemaruje ili odbacuje

određene informacije, ne razmatra ih kako treba i ne prihvata racionalno, iako su mu dostupne.

Akerlof i Šiler uvode termin *multiplikator poverenja*, rekonceptualizujući Hiksov *multiplikator*, o kome može da se govori na sličan način kao o multiplikatoru potrošnje, odnosno kao o nečemu što proističe iz više rundi promena. Postojanje što je moguće većeg poverenja izuzetno je važno za multiplikatore. Nizak nivo poverenja doprinosi da se donosioci odluka o kreditnim plasmanima odlučuju na zamrzavanje kreditnog tržišta, što je bio slučaj 2008. godine. Nemogućnost dobijanja novca kroz kreditne aranžmane dovela je do smanjenja potrošnje, koja se odrazila na smanjenu spremnost fabrika da proizvode.

2.12 Pravičnost kao dominantniji faktor nasuprot racionalnosti

Pravičnost je važna isto koliko i ekonomska motivacija, kojoj ekonomisti i finansijski stručnjaci poklanjaju daleko više pažnje. Postavlja se pitanje da li razmatranja o pravičnosti imaju isti, ili čak veći značaj od čisto ekonomskih razmatranja. Da li su efekti pravičnosti ili društvenih očekivanja veći i važniji od efekata ekonomske motivacije? Postavljanje ovakvih pitanja dovodi u sumnju najšire rasprostranjeno uverenje da pravičnost ne zaslužuje ni približno takvu pažnju.

Postoje još neki razlozi što se navedena pitanja ne obrađuju u udžbenicima ekonomije i finansija. U udžbenicima ekonomije i finansija bi trebalo da se govori o ekonomiji i finansijama, a ne o psihologiji, antropologiji, sociologiji, filozofiji, ili možda nekoj drugoj naučnoj disciplini koja bi se mogla povezati sa konceptom pravičnosti.

Istraživanja pravičnosti ukazuju na to da je sasvim realno očekivati da bi uzimanje u obzir pravičnosti potisnulo ekonomsku motivaciju u drugi plan. Eksperimenti koji su vršeni na ovu temu su interesantni, a najznačajniji je možda onaj koji su izveli Ernst Fehr i Sajmon Gehtere.¹¹⁹ Oni su uveli jednu novinu u igru koja se u eksperimentalnim laboratorijama igra veoma često, da bi se ispitala saradnja subjekata i njihovo međusobno poverenje. Subjekti imaju priliku da ulože nešto novca, koji se zatim umnoži i podeli igračima. U slučaju kada svi igrači sarađuju, dobitak koji ostvaruju kao

¹¹⁹ Fehr, E., Gächter, S., Cooperation and Punishment in Public Goods Experiments, *American Economic Review*, 90 (4), 2000, str. 980.

grupa je najveći, međutim, postavljen je podsticaj da oni deluju i sebično: zarada pojedinaca će biti najveća ako se postaraju da svoju priliku za ulaganje novca (kako bi se umnožio i podelio) iskoriste svi osim samog pojedinca.

Tok i ishod ovakvih igara su dobro poznati: eksperimentalni subjekti u početku igraju sa određenim stepenom saradnje, ali onda otkriju da pojedinci varaju, tako da i sami počnu da se ponašaju kao prevaranti. Nakon većeg broja krugova igre, svi igrači igraju sebično. Ovakav obrazac ponašanja u suštini je bazičan – nije primećen samo među ljudima, već i među majmunima.¹²⁰ Fer i Gehter su u svom istraživanju utvrdili da su subjekti bili voljni da plate da bi mogli da kazne one koji su igrali sebično, i ne samo što su bili voljni, već su i plaćali da bi ih kaznili. Fer i Gehter su takođe otkrili da je mogućnost kažnjavanja u velikoj meri redukovala pojavu sebičnog ponašanja. Novac je ulagalo mnogo igrača čak i nakon velikog broja krugova igre. Ovo upućuje na zaključak da su subjekti vodili računa o pravičnosti. Sociologija je jasno postavila *norme* koje opisuju kako, po mišljenju ljudi, oni sami, ali i svi ostali treba (odnosno ne treba) da se ponašaju. Akerlof i Kranton su opsežno pisali o tome.¹²¹ Oba autora su u zajedničkom radu pokazala da se ono što predstavlja sreću za ljude i što u njima izaziva takav osećaj, u značajnoj meri sastoji od života u skladu sa predstavom koju su izgradili o tome šta bi trebalo da rade. Pojedinci, u tom smislu, u najvećoj meri nastoje da budu pravični, a ukoliko ostali ne smatraju da su oni pravični, doživeće to kao uvredu. Ljudi žele da drugi žive u skladu sa predstavom koju su oni izgradili o tome šta bi ti drugi ljudi trebalo da čine i uznemiriće se pri pomisli da neko nije pravičan. Pravičnost nameće zahtev da se u ekonomiju i finansije unese koncept predstave koju ljudi imaju o tome kako oni sami, ali i svi ostali, treba (odnosno, ne treba) da se ponašaju, što implicira da će se solidarisati u osudi i kažnjavanju nekog aktera na tržištu za koga ne smatraju da je pravičan. Percepcija nepravičnog ponašanja nekog finansijskog učesnika rezultira time da se eliminiše bilo kakva želja saradnje sa takvim akterom. Određene afere unutar kompanija ili informacije o društveno neodgovornom ponašanju mogu izazvati u ekonomskoj javnosti averziju prema takvim akterima i želju da se oni kazne, iako je

¹²⁰ Chen, K., Hauser, M., Modeling Reciprocation and Cooperation in Primates: Evidence for Punishing Strategy, *Journal of Theoretical Biology*, 2005, 235:5-12.

¹²¹ Akerlof, G., Kranton, R., Economics and identity, *Quarterly Journal of Economics*, 115 (3), 2000, 715-53; Akerlof, G., Kranton, R., Identity and Schooling: Some Lessons for the Economics of Education, *Journal of Economics Literature*, 40(4):1167-201, 2002; Akerlof, G., Kranton, R., Identity and the Economics of Organizations, *Journal of Economic Perspectives*, 19(1), 2005, 9-32.

možda reč o, u ekonomskom smislu, kompetitivnijim tržišnim igračima u odnosu na druge.

2.13 Korupcija i zlonamernost

Adekvatno i sveobuhvatno razumevanje finansija sa bihejviorističkog aspekta podrazumeva i razumevanje njihove mračne strane – „tendenciju ka antisocijalnom ponašanju i napade i udare na nju koji je remete na duži period, ili razjedaju na mestima skrivenim od očiju javnosti.”¹²²

Oblast u kojoj je zaštita potrošača više nego neophodna, a u kojoj je tu zaštitu veoma teško obezbediti je osiguranje, ili štednja za budućnost. Postoji mit, koji nije tačan, da nekada nije bilo potrebe za zaštitom potrošača u ovoj oblasti, pošto su štediša u isto vreme bili investitori, međutim, u današnje vreme većina radnika izdvaja novac za sebe, kroz ulaganja u finansijsku imovinu, koja se sastoji od akcija, obveznica, polisa životnog osiguranja i potvrda o uplatama u penzijske fondove. Ograničena odgovornost korporacija može biti izuzetno opasna, a pokazalo se da je bila veoma destruktivna u doba finansijskih inovacija, zato je neophodno osvrnuti se na korupcionaško ponašanje i zlonamernost finansijskih aktera.

Sinergija informacija, nastala iz osiguravanja (underwriting), istraživanja i tržišnog odlučivanja, obezbeđuje obrazloženje za kombinovanje ovih jasnih finansijskih usluga. Kombinacija ovih aktivnosti dovodi do sukoba interesa. Sukob interesa, koji najviše zabrinjava, javlja se između osiguravača (jemca) i posrednika, gde investicione banke servisiraju dve grupe klijenata – emisione firme i investitore. Emiteri imaju korist optimističnog istraživanja, dok investitori žele nepristrasno istraživanje. Ukoliko podsticaji za ove dve aktivnosti nisu adekvatno usklađeni, postoji iskušenje za zaposlene u firmi da naruše istinitost informacija u korist svojih klijenata i profita svoje službe.¹²³ U slučaju da potencijalni prihodi od jemstva uveliko premašuju posredničke provizije, postoji snažan stimulans da se favorizuju emitenti u odnosu na investitore. Analitičari u investicionim bankama, kao rezultat toga, mogu iskriviti svoja istraživanja

¹²² Akerlof, Dž., Šiler, R., nav.d., 2010, str. 43.

¹²³ Crocket, Andrew, nav.d., str. 13.

da bi ugodili emitentima, a informacije koje se fabrikuju vezano za hartije od vrednosti neće biti pouzdane, tako da se smanjuje efikasnost tržišta hartija od vrednosti.

Komercijalne investicione banke i osiguravajuća društva su prvobitno nastali kao zasebne finansijske institucije, a određeni ekonomski trendovi su doprineli razvoju univerzalnog bankarstva, u kome se sve ove aktivnosti kombinuju u jednu organizaciju. Aktivnosti u okviru univerzalnog bankarstva su vezane za više klijenata, ali postoje mnogi potencijalni sukobi interesa. Ukoliko se potencijalni prihod jednog odeljenja povećava, tj. skoči, postoji podsticaj za zaposlene u tom odeljenju da iskrive informacije u korist svojih klijenata i profita svog odeljenja. Sektor koji je zadužen za odobravanje kredita, na primer, ima koristi od agresivne kreditne politike prema klijentima banke, dok, na drugoj strani, sami klijenti očekuju da dobiju nepristrasan investicioni savet, što je dovedeno u pitanje ovakvom kreditnom politikom. Menadžer banke može potencirati prodaju proizvoda banke po svaku cenu, čak i na štetu klijenta, ili gubitka samog klijenta.

Zanimljiv primer korumpiranosti je rad pojedinih agencija za kreditni rejting. Kreditni rejting je, u stvari, subjektivna procena finansijskog analitičara. Sa stanovišta kreditnog rizika, u kontekstu aktuelne finansijske krize, takva procena može nekog dužnika dovesti do neželjenih okolnosti. Važan deo problema sa kojima su se, na primer, suočavale anglosaksonske finansijske institucije, bio je korišćenje sekundarnog bankarskog sistema. Ovaj sistem se naziva „bankarstvo u senci” i on je omogućio skrivanje većeg dela izlaganja. Usled procesa deregulacije, početkom osamdesetih, „skriveni” sistem je doživeo akceleraciju, što je dovelo do toga da je uloga regulatora u „skrivenom” svetu u velikom stepenu bila zamenjena kreditnim rejtingom agencija, koje su dodeljivale visoke, „ultra sigurne” rejtinge dugu koji su izdavali emitenti. „No, kreditni metež je sunovratio rejtinge strogim instrumentima, a počivanje na investicionim kreditnim rejtinzima prilikom odlučivanja je ostalo bespredmetno. Neregulisanost „skrivenih” institucija je značilo povećanje moralnog hazarda”¹²⁴.

Rejting agencije bi trebalo da budu nezavisne i nepotkupljive ustanove, koje posećuju preduzeća, ne bi li štedišama i ulagačima rekle šta misle o načinu na koji se njima

¹²⁴ Lakić, S., Finansijska kriza – debalans rizičnih profila. *Montenegrin Journal of Economics No 10* (Mart). Podgorica: ELIT, 42, 2009.

upravlja, kao i o njihovoj finansijskoj snazi i transparentnosti. Ocnom koju im daju utvrđuju kamatne stope koje bi ta preduzeća trebalo da plaćaju ukoliko podignu kredit. Ovu delatnost bi, zapravo, trebalo da obavljaju javna preduzeća, međunarodne agencije, ili barem neprofitne ustanove, ali obavljaju je privatna preduzeća, među kojima tri prednjače: S & P, Moody's i Fitch. Njih plaćaju sama preduzeća koja se ocenjuju. Tim agencijama je u interesu da budu što strožije, ne bi li zadržale ugled i dobru sliku o sebi, ali im je u interesu i da ostanu u dobrim odnosima sa strankom koja bi se mogla okrenuti konkurentskoj agenciji, ako proceni da su njihove ocene nepravedne ili nedovoljne. Poput ostalih aktera iz ove priče, i te agencije, u nastojanju da od svojih klijenata izvuku što veću korist i prisvoje deo tog bogatstva koje pristiže niotkud, preblago ocenjuju preduzeća i njihove proizvode, od RMBS, do CDO i CDS. Kako biti kritičan prema strankama od kojih se uzima novac? Ukupni prihodi tih triju vodećih agencija su se udvostručili između 2002. i 2007. godine, popevši se sa 3 na 6 milijardi dolara. Prihodi agencije Moody's su se između 2000. i 2007. godine čak i učetvorostučili. Pet godina zaredom ta agencija je imala najvišu maržu od svih pet stotina najvećih preduzeća koje je časopis Fortune analizirao, a koja je Moody's trebalo da nadzire.

U kontekstu aktuelne finansijske krize, javlja se veliki, kako naučni, tako i stručni interes za poslovanjem ovih agencija. Veliki broj stručnjaka ih smatra „jednim od glavnih krivaca u lancu odgovornosti za postojeće stanje finansijskog sistema.”¹²⁵

Sa bihejviorističkog aspekta, postavlja se pitanje zbog čega se povremeno javljaju nove vrste ponašanja, koje se, bez sumnje, mogu svrstati u korupciju ili zlonamernost. Deo odgovora na ovo pitanje krije se u činjenici da „nivo svesti o kaznama zbog takvog ponašanja vremenom varira, zato što sećanja na velike vladine pobede u borbi protiv korupcije blede. U doba široko rasprostranjene korupcije, mnogo ljudi stekne utisak da je sasvim jednostavno da se čovek izvuče nekažnjeno zbog učešća u njoj. Takvim ljudima izgleda da u korupciji učestvuju svi i da niko ne odgovara zbog toga. U izvesnom smislu, sasvim je racionalno da u takvo doba čovek donese odluku da se više

¹²⁵ Kuhner, C., Financial rating agencies: Are they credible? – Insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk, Schmalenbach Business Review, Vol. 53, Munchen, 2001, str. 2.-26.

ne pridržava principa primerenog ponašanja u onolikoj meri u kojoj je to do tada činio.”¹²⁶

2.14 Racionalno nepoštenje i „sklonost ka varanju”

Većina ljudi sebe doživljava kao pošteno ljudsko biće, odnosno osobu koja neće analizirati i odmeravati troškove i koristi, ili prihode, u onim slučajevima gde se zapravo donosi odluka da li biti pošten ili nepošten. Uprkos ovako rasprostranjenom stavu, stvarnost upućuje da su nepošteni postupci česta pojava u svakodnevnom životu. Većina ljudi je „naivno iracionalno nepoštena”¹²⁷, što im opet omogućava da učine profitabilnim vlastito nepoštenje, a da pritom, što je važan uslov, zadrže odgovarajuću pozitivnu moralnu sliku o sebi. Ovaj vid nepoštenja se javlja kao visokorizičan u preduzećima, ali i u društvima. U okviru tematske celine, u nastavku se vrši uvid u procese iracionalnog nepoštenja i raspravlja o implikacijama istog, naročito u odnosu na pružaoce finansijskih usluga.

Varijacije koje se vremenom ispoljavaju u razmerama korupcije ili zlonamernosti, pre svega su posledica novih prilika, koje se ukazuju sa pojavom finansijskih izuma, ili kada finansijske regulative otvore mogućnost za primenu nekih finansijskih inovacija. Određene promene u korupciji i zlonamernosti se javljaju usled promena u kulturi i nisu u korelaciji sa strahom od kažnjavanja ili promenama u tehnici ili tehnologijama. Ove promene finansijski stručnjaci, i ekonomisti uopšte, ne razmatraju posebno, a spadaju u oblast bihejviorističkih tumačenja.

2.14.1 Racionalno nepoštenje

Jedan od fundamenata standardnog ekonomskog modela racionalnog i sebičnog ljudskog ponašanja (tj. *Homo Economicus*) je verovanje da je nepošteno ponašanje ljudi svesna i namerna odluka, pošto oni trguju „onim spoljašnjim dobitcima koji su očekivani

¹²⁶ Akerlof, Dž., Šiler, R., nav.d., 2010, str. 60, citirano prema: Becker, G., Crime and Punishment: An Economic Approach, *Journal of Political Economy*, 1968, 76:169-170

¹²⁷ Ariely, D., Mažar, N., „Iracionalno nepoštenje: malo usklađenosti, malo kršenja“, *Uvod u bihejviorističku ekonomiju*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb, 2014, str. 97.

i troškovima nepoštenog postupka.”¹²⁸ Prema ovom gledištu, ljudi koji prolaze pored benzinske pumpe uzimaju u obzir tri aspekta: očekivani iznos novca koji bi mogli dobiti u slučaju da opljačkaju to mesto, verovatnoću da budu uhvaćeni i visinu kazne koja ih očekuje ako ih uhvate na delu. Na bazi ove tri informacije oni donose odluku koja će maksimizovati njihove interese i upravo zato, rukovodeći se prethodnom perspektivom, ljudi su poštteni ili nepošteni samo do one tačke u kojoj planirani dobiti i troškovi idu u korist određenog postupka.¹²⁹

Standardna eksternalistička perspektiva troškova i dobiti pretpostavlja tri sile koje imaju relevantni uticaj na snagu nepoštenja, a misli se na: očekivanu dobit, verovatnoću da se bude uhvaćen i visinu kazne u slučaju hvatanja. Konsekventno, postoje tri načina kako da se izbegne učestalost i snaga nepoštenja: smanjivanje učinka nagrade, povećanje verovatnoće da se bude uhvaćen i strožije očekivane kazne.

Ove mere se čine jednostavnim i logičnim, ali je kritični momenat zapravo njihova uspešnost u stvarnosti, koja je samo delimična. Uprkos tome što u SAD poreska uprava ulaže značajne napore u kontrolu poreskih obveznika među korporacijama i obveznicima visokog platežnog razreda, ukupni poreski deficit se ipak nije značajno izmenio, što implicira da ovakvi sveobuhvatni i skupi naponi da se ljudi nateraju da se pokore zakonima, u najvećem broju slučajeva predstavljaju neracionalno trošenje vremena i novca poreskih obveznika i poreske uprave.¹³⁰

Prethodna razmatranja upućuju na određene zaključke. Brojne finansijske skandale u poslednjih deset godina nisu izazvale osobe koje predstavljaju personifikaciju nemoralnih ličnosti. Ovi slučajevi su primer jednog drugog tipa nepoštenja, a to je nepoštenje koje je nastalo od strane ljudi koji varaju vrlo malo, ali koji sebe istovremeno smatraju izuzetno moralnim osobama i u slučaju kojih je uobičajeni

¹²⁸ Becker, G. S., „Crime and Punishment: An Economic Approach“, *Journal of Political Economy*, 76 (2), 169.; Allingham M.G., Agnar S. (1972) „Income Tax Evasion: A theoretical Analysis“, *Journal of Public Economics*, 1, 1968, 323.

¹²⁹ Hechter, M., The Attainment of Solidarity in Intentional Communities, *Rationality and Society*, 2(2), str. 142.; Lewicki, R. (1984) Lying and Deception: A Behavioral Model, *Negotiation in Organizations*, Max H. Bazerman i Roy J. Lewicki, eds, Sage Publication, Beverly Hills, 1990, str. 68.

¹³⁰ Herman, T., Study Suggests Tax Cheating Is on the Rise; Most Detailed Survey in 15 years Finds \$250 billion-Plus Gap; Rmping up Audits on Wealthy, *The Wall Street Journal* (March 30), DI, 2005.

ekonomski obrazac o redukovanju nepoštenja relativno neefikasan. Iako je reč o racionalnom tipu, i to strateškog nepoštenja, on zapravo predstavlja „kukolj u žitu.“¹³¹

2.14.2 Iracionalno nepoštenje

Finansijski skandali su u novije vreme sve češća pojava i postavlja se pitanje zašto uopšte do njih dolazi. Da li je reč samo o činjenici da uvek postoje nepošteni ljudi, koji su spremni da rade nezakonito u slučajevima kada im to može doneti finansijsku korist i kada su procenili da je mala verovatnoća da budu otkriveni? Sigurno je da nije tako. Gotovo sve kompanije svoje zaposlene dovode u položaj koji pretpostavlja konflikt interesa. Brokerske kompanije su najilustrativniji primer ovakvog sukoba. Brokери se nagrađuju na osnovu profitabilnosti poslovanja koje vode, a to je sistem poslovanja koji je u najboljem interesu brokera i njihovih poslodavaca, ali ne i klijenata. Promena kompenzacionog sistema bi dovela i do promene ponašanja pojedinaca.

Gledano sa psihološkog aspekta, ali i kao dopuna finansijskih razmatranja, druga grupa važnih ulaznih informacija za odluku o tome treba li biti pošten (ili ne) izvodi se iz internih nagrada. Istraživanja pokazuju da se „socijalizacijom ljudi internalizuju norme i vrednosti društva u kojem žive, a oni služe kao unutrašnja referentna tačka prema kojoj osoba upoređuje i vrednuje vlastito ponašanje.“¹³² Ukoliko se prethodni nalazi razmatraju u kontekstu (ne)poštenja, osnovni način na koji interni sistem nagrađivanja vrši kontrolu nad ponašanjem jeste, u stvari, to kako ljudi vide i percipiraju sami sebe. Pokazalo se da ljudi uglavnom vrednuju poštenje (odnosno, poštenje se javlja kao integralni deo internog sistema nagrađivanja), imaju veoma rigidna uverenja o vlastitoj moralnosti i pretenduju da održe ovakav aspekt introspekcije.¹³³ Konsekventno, ukoliko osoba ne uspe da se uskladi sa ličnim internim standardima poštenja, to dovodi do izgradnje negativne slike o sebi, što je upravo ono što je odbojno. Interesantno je i to da je za održavanje pozitivne slike o sebi neophodno da se pojedinac uskladi sa vlastitim

¹³¹ Mazar, N., On, A., Ariely, D., The Dishonesty of Honest People: A theory of Self-Concept Maintenance, *Journal of Marketing Research*, 45 (6), 2008, 633.

¹³² Campbell; Heinrich et.al., 2001.

¹³³ Griffin, R., 1991, Sanitosa; Greenwald, 1980; Josephson Institute of Ethics, 2004.

unutrašnjim standardima, čak i u onoj situaciji kada usklađivanje podrazumeva ne samo trud, već i ulaganje i žrtvovanje novčanog dobitka.¹³⁴

Primer benzinske pumpe pokazuje da su ljudi, zapravo, pod suprotnim uticajima dve motivacije kada se nalaze u iskušenju da budu nepošteni: dobitak koji se može ostvariti varanjem, nasuprot održavanju pozitivne slike o sebi kao poštenom pojedincu. Odabir jednog puta podrazumeva njegovu realizaciju nauštrb realizacije drugog puta. Istraživanja ukazuju¹³⁵ da ljudi obično ove motivacione dileme rešavaju adaptivno i pritom traže ravnotežu između dve motivišuće sile, a to je kada ostvaruju određenu novčanu dobit poštenjem, da bi zadržali pozitivnu sliku o sebi kao poštenjacima. Postoji čitav raspon nepoštenja unutar koga ljudi uspevaju da pronađu način da *prevare* sebe kako bi mogli da varaju, međutim, njihovo ponašanje, koje bi u drugim okolnostima smatrali nepoštenim, ne odražava se kroz negativnu percepciju samih sebe, jer ga ne smatraju takvim kad uspeju da *prevare* sebe. Jedna od osnovnih implikacija ovog tipa procesa je pokušaj da se redukuje ovaj vid nepoštenja na taj način što će se smanjiti faktor *mekoće* i tako bude otežano pojedincima da *prevare* sebe.

2.14.3 Smanjivanje i širenje „faktora mekoće”

U slučaju određenih tipova postupaka i razmera nepoštenja, ljudi mogu kategorizovati vlastite postupke unutar veoma prilagodljivih odnosa i racionalizovati svoje ponašanje.¹³⁶ Ljudima se ukazuje prilika da varaju, a da pritom izbegnu eventualne negativne signale o sebi, koji bi ugrožavali celokupno poimanje sebe i na ovaj način bi se premostio scenario negativnog preispitivanja celokupne slike koju imaju o sebi.¹³⁷ „Ponašanje koje je podložno kategorizacijama jeste ono koje omogućuje ljudima da ga reinterpretiraju na način koji im odgovara, a stepen podložnosti će vrlo verovatno biti

¹³⁴ Aronson., 1962.

¹³⁵ Mazar, A., 2008.

¹³⁶ Racionalizacija ima ulogu psihološkog odbrambenog mehanizma i veoma je rasprostranjena pojava. Opšti stav psihologa je da ukoliko bi se racionalizovali postupci, čovek bi, usled suviše surove realnosti, popusto neurološki i dospao u psihološko patološko stanje. Racionalizacija se koristi onda kada neko želi da opravda određeno ponašanje, pa umesto pravih razloga svog ponašanja, koje bi društvo osudilo, koristi i navodi iskonstruisane, lažne razloge. Suštinska odrednica svih psiholoških odbrambenih mehanizama jeste da u momentu njihovog formulisanja ili korišćenja izgovora, ne postoji svest o tome. Oni imaju odgovarajuću psihološku funkciju. Ukoliko su finansijski interesi značajni, to je veći pritisak na pojedinca da racionalize određeno ponašanje. *Videti detaljnije* Rot N. (2010), *Psihologija ličnosti*, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, str. 138-139.

¹³⁷ Gur Sackeim, 1979.

određen kontekstom.¹³⁸ Prethodna tvrdnja se može objasniti sledećim primerom: intuicija govori da je za nekoga jednostavnije da od prijatelja ukrade olovku vrednu deset centi, nego da mu ukrade 10 centi iz novčanika, zato što postoji više mogućnosti za kategorizaciju postupaka u odnosima koji su u podudarnosti sa prijateljstvom. Rast kategorizacije podložnosti dovodi i do rasta raspona nepoštenja koje osoba može da iskaže, a da pritom ne menja na sliku o sebi.¹³⁹ U situaciji kada pojedinci ne vode računa o vlastitim moralnim standardima, svoje postupke ne vrednuju u odnosu na iste, pa je manja verovatnoća da ponovo sagledaju svoje ponašanje, koje verovatno odstupa od ličnih standarda.

U slučaju kada broker najviše zarađuje od broja i veličine transakcija klijenata, zbog mogućnosti da olakšano izvrši kategorizaciju svojih postupaka u skladu sa standardima savesnog ponašanja, on savetuje klijentu određenu transakciju ukoliko postoji prividno logičan razlog za kupovinu određene, npr. akcije. Prostor za psihološki *manevar* je znatno veći nego u scenariju kada broker ne samo pouzdano zna da određena akcija nema perspektivu, već i da ne može da nađe nijedan razlog da opravda takvo ponašanje pred samim sobom.

2.14.4 Eksperimentalni primeri i dokazivanje smanjivanja i širenja „faktora mekoće”

Pretpostavka da će ljudi kod kojih je došlo do povećanja pažnje prema standardima iskrenosti biti iskreniji ako je naglašena razmera nepoštenja, u uslovima u kojima su učesnici podsećani na standarde poštenja i u uslovima gde ovog tipa podsetnika nije bilo, testirana je u prvom eksperimentu.

Prvo zapažanje je: Zar ne znaju ljudi da nije u redu da budu nepošteni i bez podsetnika koji to naglašava, odnosno, zašto bi uopšte ideja da bilo koji podsetnik može dovesti do smanjenja nepoštenja imala efekta?

Suština nije u tome da li osoba ima saznanje da je pogrešno biti nepošten, već je ključno pitanje da li ona razmišlja o tim standardima i poredi svoje ponašanje s njima u momentu kada postoji iskušenje, odnosno, kada bi podsetnik na standarde poštenja imao

¹³⁸ Mažar, N., nav.d., str. 100.

¹³⁹ Baumeister, 1998; Schweitzer i Hese; Pina e Cunha

efekta, izveo bi se zaključak da se ljudi, u stvari, ne pridržavaju ovih standarda. Ovaj podsetnik je unesen putem jednostavnog zadatka podsećanja u okviru prvog eksperimenta.

Ispitanici su na kraju eksperimenta imali zadatak da uporede svoje odgovore sa listom rešenja i zapišu broj tačnih odgovora, a potom da recikliraju papir na kome su prvobitno odgovarali. Dobili su mogućnost da varaju, a da ne budu otkriveni, jer je papir na kome su pisali odgovore uništen. Najavljeno im je da će biti izabrane dve osobe koje će, ako budu imale određeni broj tačnih odgovora, dobiti po 10 dolara.

Nivo varanja je bio znatno ispod maksimuma, odnosno, ispitanici su varali u proseku samo 6,7% od mogućeg maksimuma, što upućuje na iracionalno nepoštenje, a ne racionalno, u skladu sa kojim bi ispitanici varali sve vreme. Važan zaključak je da je pojava varanja eliminisana u potpunosti kada su ispitanici podsećani na standarde moralnosti, shodno *faktoru mekoće*.

Drugi eksperiment je sproveden korišćenjem drugog tipa podsetnika – kodeksa časti, postupkom kojim se od ispitanika traži da potpišu izjavu kojom se obavezuju na poštenje pre nego što pristupe zadatku.¹⁴⁰ Isti zadatak je postavljen svim ispitanicima, s tim što je vršeno manipulisanje sa dva faktora: iznos zarađen za svaku tačno rešenu matricu (50 centi ili dva dolara) i pažnja prema standardu (kontrola, reciklaža i reciklaža u kombinaciji s kodeksom časti). Zaključci eksperimenta su da stepen varanja nije značajno odstupao u zavisnosti od toga da li je nagrada bila 50 centi ili dva dolara. Varanje je, štaviše, bilo neznatno učestalije u uslovima podsticaja od 50 centi, tj. u proseku 1,1 put više. Moguća interpretacija smanjenog nepoštenja kod većeg podsticaja jeste da raspon nepoštenja i njegovog učinka na *faktor mekoće* zavisi od broja pitanja na koja se nepošteno odgovorilo (koje je poraslo za 2,8 u uslovima podsticaja od 50 centi i 1,7 u uslovima podsticaja od dva dolara).

2.14.5 Sklonost ka varanju u aferi „Enron“

Iracionalnost kroz sklonost ka varanju je tema ovog poglavlja. Povod su ne tako davna dešavanja na Vol Stritu, vezano za aferu Enron i, u ovom kontekstu, korisno je da se

¹⁴⁰ Dickerson, C., Ruth Thibodeau, et. al., Using Cognitive Dissonance to Encourage Water Conservation, *Journal of Applied Social Psychology*, 22(11), 1992, str. 841.

napravi izbor jedne od dve hipoteze, koje se u suštini bave istim problemom – da li je reč o malom broju ljudi koji su spremni da varaju, ili je u pitanju rasprostranjenija pojava.

Eksperiment koji je sproveden se sastojao iz niza manjih eksperimenata, s različitim varijacijama. Prvi test se bazirao na sledećem – svi učesnici u testu trebalo je da reše neke jednostavne zadatke, u veoma kratkom vremenu, uz dogovor da će za svaki rešeni zadatak biti nagrađeni sa po jednim dolarom. Ljudi su uspevali da reše po četiri pitanja u roku od 5 minuta u proseku. Druga grupa je radila test u kome je trebalo da učesnici svoje papire iscepaju kada istekne 5 minuta i posle toga kažu koliko su pitanja rešili. Prosek je bio oko 7 rešenih pitanja. Istraživanjem se, u ovoj fazi, došlo do zaključka da većina ljudi vara vrlo malo. Sledeće ispitivanje se odnosilo na klasično ekonomsko racionalisanje i kalkulisanje, zasnovano na odmeravanju troškova i koristi određenog postupka, tzv. *cost-benefit* analizi. Ovakvo ekonomsko percipiranje podrazumeva razmatranje verovatnoće da budu uhvaćeni i ostvarene koristi putem varanja. Ispitivanje ovog aspekta zahtevalo je da se različitim grupama ispitanika ponude različite vrste nagrada. Jednoj grupi je ponuđeno 10 centi po rešenom zadatku, a drugoj grupi veći iznos. Situacija je opet bila ista - niko nije varao mnogo. Većina ljudi je i dalje varala veoma malo i na njih nisu uticali ovi ekonomski podsticaji. Postavlja se pitanje - ako ljudi ne reaguju po ekonomski racionalnim teorijskim objašnjenjima, šta se u stvari dešava? Pravo tumačenje je možda zasnovano na dvema verzijama sila - prema jednoj, svaki pojedinac želi da bude zadovoljan sobom, jer je moralno čist i ne želi da vara, a prema drugoj, može se varati veoma malo, a čovek ipak može da zadrži visoki stav o sebi i održi samozadovoljstvo. Razlog je možda skriven u tvrdnji da postoji određena granica koju pojedinci ne mogu da pređu, ali može da se ostvari određena korist od varanja u manjoj meri, sve dok stepen ovog varanja ne bude uticao na utisak koji ljudi imaju o sebi, što se naziva „lični faktor laganja.” Sledeći zadatak u eksperimentu se odnosio na ispitivanje ovog faktora. Prvi metodološki zadatak je odgovor na pitanje: šta može da se uradi da se redukuje faktor laganja? Istraživači su se nakon ovoga suočili sa sledećim izazovom - kako da povećaju faktor laganja. Prvi eksperiment: na MIT-u je, u frižidere koje koriste studenti, raspoređeno 6 pakovanja Koka-Kole. Nakon relativno kratkog vremena, Koka-Kole više nije bilo u frižiderima. Posle toga je u 6 frižidera bilo smešteno po dolar i niko nije uzeo ovaj novac. Pre izvođenja određenih zaključaka,

postavlja se pitanje – koliko bi se ljudi loše osećali ako bi poneli olovku sa posla kući? Odgovor na ovo pitanje treba uporediti sa osećanjem koje bi se javilo kada bi neko uzeo 10 centi iz blagajne, a prethodno se podsetiti trenda koji je postojao kod ranijeg eksperimenta, kada su učesnici u eksperimentu bili isplaćivani u žetonima, koje bi kasnije menjali za novac. Varanje se u tim slučajevima udvostručavalo. Da li je varanje u slučaju Enrona objašnjeno na osnovu prethodnih eksperimenata? Odgovor je „ne”, jer je u slučaju Enrona postojao društveni element, koji se ispoljava u drugačijem ponašanju ljudi u grupama, onda kada imaju priliku da zapaze kako se drugi ponašaju. Društveni element je uvršten u novu fazu eksperimenta, koji je imao sve ranije elemente, ali je bilo novo to što je u grupi bio student glumac, koji je ustao 30 sekundi nakon završenog eksperimenta i rekao da je rešio sve zadatke. Čovek zadužen za test mu je nakon toga rekao da je to sve sa njegove strane, da može da ide kući i da dobija novac kao nagradu. Ponašanje članova grupe je bilo različito u dve varijacije ovog eksperimenta. Njihovo ponašanje je zavisilo od toga koji je duks student glumac nosio, jer je istraživanje sprovedeno na Karnegi Melonu u Pittsburgu, gde postoje dva velika univerziteta. Pokazalo se da je u slučajevima kada je student nosio duks Karnegi Melona, varanje ostalih učesnika bilo veće, dok u slučaju kada je nosio duks drugog fakulteta, varanje je bilo manje. Situacija se tumači na sledeći način: kada je glumac student u neverovatno kratkom roku rekao da je završio test, svi su postali svesni činjenice da u ovom slučaju varanje nije kažnjivo i da mogu svi da se izvuku iako varaju, jer je eliminisan rizik da budu uhvaćeni. Bitan faktor je bio da li je neko iz grupe taj koji vara, ili neko spolja, jer kada je to neko sa drugog univerziteta, s kim studenti možda ne žele da se izjednačavaju, raste svest o poštenju. Navedeni eksperiment omogućava donošenje više zaključaka, na primer, da veliki broj ljudi vara, ali u malim količinama, a kada se podsete na moralnost, varaju još manje. Kada su distancirani od varanja, odnosno objekta, na primer novca, kao što je slučaj sa žetonima, tada varaju više. Kada se primeti varanje u okolini, naročito kada je to neko iz sopstvene grupe, tada se varanje povećava, što se može preneti na berzanski primer. Eksperiment je pokazao šta se događa kada je novac na neki način odvojen od varanja, kao što je slučaj sa žetonima, a na berzi je to slučaj sa akcijama. Pitanje je da li ljudi varaju pod takvim okolnostima još više. Sve navedeno deluje u negativnom smeru na ponašanje ljudi na berzi. Biheviorističke finansije su u ovom kontekstu bitne, jer preispituju istinitost

čovjekovih intuicija. Zadatak je da te intuicije budu testirane, a da ljudi budu spremni da ih testiraju, što znači da budu spremni da ih dovedu u pitanje. Ovo testiranje je važno, jer intuicije deluju na čoveka kada donosi zakone o berzama, kada uspostavlja sisteme kao što su berze, kada organizuje zdravstveni sistem.

Prethodna razmatranja se mogu sprovesti kroz neka zapažanja u vezi sa Enron aferom. Nakon što je Enron brzo iscrpeo legalne načine da bez prestanka uvećava lažno prikazani profit, okrenuo se ilegalnim načinima, odnosno računovodstvu, koje je isto što i *perpetuum mobile*. Finansijski direktor Endru Fastou je shvatio da bi se, ako Enron osnuje holding korporaciju, koja bi akcije roditeljske korporacije kupovala po ceni višoj od realne, razlika između svote plaćene za te akcije i njihove knjigovodstvene vrednosti mogla knjižiti kao profit. Sistem nagrađivanja zaposlenih u holding korporaciji je pre svega zavisio od toga šta su činili za Enron, a ne za svoju holding korporaciju. Uspostavljanjem odgovarajućeg kompenzacionog sistema uticalo se na ponašanje pojedinaca. Pojedinci koji su odobravali zajmove Enronovoj holding korporaciji su pravili za sebe aranžmane slične onima koje su za sebe pravili Enronovi direktori. Dobijali su velike bonuse za konsalting usluge i nisu brinuli o tome da li će takva šema kolabirati, jer su bili svesni da će to biti samo kraj jedne unosne igre, a oni neće snositi štetu. Revizori Artur Andersena nisu ukazivali na nepravilnosti, jer nisu želeli da ostanu bez unosnih ugovora. Sistem je, u svim ovim slučajevima gde je postojao konflikt interesa, bio koncipiran tako da je omogućavao visok stepen kategorizacije postupaka u skladu sa pozitivnom slikom o sebi, pa je i nepoštenje moglo da uzima sve veće učešće u ponašanju pojedinaca u ovoj aferi.¹⁴¹

2.15 Priče kao faktor uticaja na ekonomsko ponašanje pojedinaca

Ljudski um je sazdan da razmišlja u pričama, odnosno u nizovima događaja, za koje je karakteristično da imaju unutrašnju logiku i dinamiku, koji deluju kao jedinstvena celina. Značajan deo motivacije proizilazi iz življenja, kroz priču koju ljudi pričaju samima sebi, priču svojih života. Socijalni psiholozi Šank i Abelson ističu se da su

¹⁴¹ Videti detaljnije: Akerlof, Dž., Šiler, R., nav.d., str. 53-56.

priče, kao i prepričavanje, suštinski značajni za ljudsko znanje.¹⁴² Mišljenje ovih socijalnih psihologa je da su najznačajnije činjenice koje su zabeležene u mozgu grupisane u priče, odnosno, činjenice koje ostaju u pamćenju su povezane pričama.

Priče utiču na donošenje finansijskih odluka na bazi informacija dobijenih iz okruženja. Glavni kreatori priča su mediji. Kada nemaju osmišljen programski sadržaj, mediji pozivaju različite stručnjake, koji bez pouzdane osnove postavljaju nekakve prognoze, formulišući ih u određene priče. Mediji uspešno realizuju svoju zamisao – plasiraju priče koje ljudi žele da čuju. Ove priče zaista mogu pokrenuti ljude na određene odluke, pa i čitava tržišta. Šta ako one proizvode konkretan efekat? One bi, u ovom slučaju, trebalo da budu uzete u obzir prilikom analize finansijskih odluka pojedinaca. Najpoznatiji primer uticaja priča na ponašanje pojedinaca, u smislu donošenja određenih finansijskih odluka, jeste priča o lošem stanju određene banke. Ovakva priča se prenosi kao virus. Pričama se šire nepoverenje ili poverenje, kao što se zarazom šire bolesti. Ljudi, u slučaju banke, postupaju u skladu s navedenom pričom i povlače svoja deponovana sredstva, što dovodi do njene propasti. Šiler je u *Iracionalnom izobilju* pokazao kakvu je ulogu priča o otkriću i korišćenju interneta imala u izazivanju buma na tržištu hartija od vrednosti.¹⁴³

Priče su relevantan faktor koji determiniše ponašanje donosioca finansijskih odluka, a neproverenost i njihov epidemiološki obim imaju potencijalno veliku opasnost u smislu donošenja loših finansijskih odluka. Svest o njihovom uticaju je prvi korak ka unapređenju finansijskog odlučivanja.

2.16 Paradoks izbora – više izbora znači manje

Veličina izbora postoji u slobodnom društvu, o čemu je reč u ovom poglavlju. Savremeno društvo slobodnog privređivanja, koje u dominantnoj meri jeste kapitalističko, karakteriše sloboda odlučivanja. Ova sloboda se može posmatrati i u kontekstu slobode u izboru finansijskih poduhvata, tj. donošenja finansijskih odluka. Uvrežen je stav da veći broj opcija znači i boljitak za donosiocima finansijskih odluka,

¹⁴² Schank, R., Abelson, R., *Scripts, Plans, Goals and Understanding*, Wiley, New York; Schank, R.; Abelson R. (1995) *Knowledge and Memory: The Real Story*. In Wyer Jr. R., *Knowledge and Memory: The Real Story*, Hillsdale, Erlbaum, 1977, str. 5.

¹⁴³ Shiller, R., *Irrational Exuberance*, Princeton University, Princeton, 2000; Shiller, R., *Irrational Exuberance, 2nd*, Princeton University, Princeton, 2005.

odnosno, sama ova tema se posmatra kroz ono što Bari Švarc¹⁴⁴ naziva *zvaničnom dogmom*. Zvanična dogma nije ništa drugo nego jedna od osnovnih predstava, paradigmi zapadnog društva, koje promoviše kulturu kapitalizma, a ogleda se u tome da, ukoliko postoji zainteresovanost da se radi na poboljšanju dobrobiti svih građana, to se ostvaruje kroz povećanje individualnih sloboda. Premisa da su svi ljudi različiti implicira pluralizam njihovih težnji, kao načina na koji žele da ispune svoje želje, a da bi se to omogućilo, potrebno je obezbediti zaštitu individualnih sloboda. Razlog za to je što ne postoji neka viša sloboda, neki viši cilj, već samo slobodan pojedinac, jer je slobodno društvo društvo slobodnih pojedinaca.¹⁴⁵ *Zvanična dogma* se rezimira u rečenici da unapređenje slobode može biti ostvareno povećanjem izbora. „Što više izbora ljudi imaju, imaće više slobode, a što više slobode imaju, živeće u većem blagostanju.”¹⁴⁶

Problematika ovog, uslovno rečeno fenomena, jeste to što se ljudi s ovim razmatranjem i paradigmom rukovode kao objektivnom činjenicom, aksiomom koji se ne preispituje, tako da kad donose odluke, postaju nesvesni da je njihovo odlučivanje i razmišljanje u stvari zasnovano na već uspostavljenim premisama. Situacija se u praksi razvija u drugačijem smeru; na primer, kupac može da naiđe u nekim američkim supermarketima na ponudu od 175 preliva za salatu ili u prodavnicama tehnike ogroman broj verzija i varijacija stereo sistema. Na području medicine, čovek kod lekara ne dobija više povratnu poruku šta treba da radi, već, umesto toga, lekar saopšti različite opcije, predočavajući prednosti i nedostatke pojedinih rešenja. Pojedinac zatim pita šta bi doktor uradio da je na njegovom mestu, međutim, doktor se opravdava time da on nije pacijent i da je to *pacijentova autonomija*, što zvuči pozitivno ako se posmatra u kontekstu napred navedenog razmatraja. Šta se u stvari dešava? Dolazi do prebacivanja odgovornosti na nekoga ko nije kompetentan da donosi takve odluke, a to je pacijent.

Prethodna hipotetička razmatranja vode ka sledećem zaključku: „svaki od izbora koje neko napravi ima dva efekta, dva negativna efekta na ljude. Jedan je, paradoksalno, taj da izbor prouzrokuje zakočenost, pre nego slobodu.”¹⁴⁷ Postojanje velikog broja opcija otežava donošenje odluka i frustrirajuće je za onoga ko donosi odluku, što se može

¹⁴⁴ Švarc, B., *Paradoks izbora – preživjeti izobebe*, Psihopolis, Beograd, 2010, str.18.

¹⁴⁵ Cf. Hajek, Fridrih, F., *Poredak slobode*, Global book, Novi Sad, 1997; Rand, Ayn, *Vrlina sebičnosti*, Global book, Novi Sad, 1997.

¹⁴⁶ Švarc, B., nav.d., str. 29.

¹⁴⁷ Isto.

videti na primeru studije koja je sprovedena u vezi sa penzionim fondovima. Prema izveštaju o ulaganjima gigantske kompanije za penzione fondove Vanguard, koja broji oko milion zaposlenih i oko 2000 različitih radnih mesta, pokazalo se da na svakih deset fondova koje poslodavac ponudi, stopa učešća pada za dva procenta. Učešće zaposlenih se smanjuje za 10% ako se ponudi 50 fondova, u odnosu na opciju da se ponudi pet fondova. Razlog se nalazi u činjenici da je postojanje ovoliko širokog izbora dovelo pojedinca u situaciju da teško može da donese odluku vezanu za izbor odgovarajućeg fonda, pa se takva odluka prolongira u nedogled i na kraju se, u velikom broju slučajeva, ne donese uopšte. Težina odluke se može opisati činjenicom da će ovi ljudi jesti pseću hranu kada se penzionišu, jer neće imati dovoljno ušteđenog novca, a to takođe znači da je donošenje odluke toliko teško da oni propuštaju prilike za ulaganja koja su im ponuđena od strane poslodavca. Oni, zato što ne učestvuju u ulaganjima, gube oko 5000 dolara po godini od strane poslodavca, koji bi im rado uplatio doprinose. Blokada je posledica postojanja prevelikog broja izbora.

Pitanje je - u čemu je zapravo problem u vezi sa velikim brojem izbora? Što više opcija postoji, to je veće žaljenje za opcijama koje nisu izabrane. Ekonomisti to zovu propuštena dobit ili oportunitetni trošak.¹⁴⁸ Vrednovanje opcija zavisi od toga sa čim se određena opcija upoređuje, što znači da se zamišljena atraktivna svojstva određene alternative odbacuju, tako da izborom neke druge opcije onaj ko odlučuje postaje nezadovoljan.

Sledeći problem u vezi sa postojanjem većeg broja izbora odnosi se na povećanje očekivanja. Kada kupac pita prodavca za određeni proizvod koji ga interesuje, prodavac mu ponudi veliki broj opcija koje stoje na raspolaganju, a ne konkretno ono što je tražio. Kupac isprobava različite verzije proizvoda i na kraju donese odluku o kupovini onog koji mu se učinio najprimamljiviji. Izbor je dobar, ali se pojedinac ne oseća zadovoljno. Razlog zbog koga se pojedinac oseća loše leži u tome što su njegova očekivanja u vezi sa funkcijama određenog artikla porasla, jer se javlja očekivanje bazirano na pretpostavci da jedan od ponuđenih modela mora biti savršen. Razočaranje u izbor

¹⁴⁸ Oportunitetni trošak je najveća propuštena dobit koja je nastala izborom odgovarajuće opcije ulaganja kapitala. (Labus, Miroljub, *Osnovi ekonomije*, Stubovi kulture, Beograd, 1997, str. 67). „oportunitetni trošak je propuštena korist od eliminisane poslovne alternative.“ (__(1988), *Leksikon računovodstvenih i finansijskih pojmova*, Savremena administracija, Beograd, str. 452)

nastaje kada se taj izbor uporedi sa onim što se očekivalo. „Dodavanjem opcija dobija se samo to da dolazi do povećanja očekivanja koja ljudi imaju o tome koliko dobre te opcije treba da budu. Ono što se događa na taj način jeste da će ljudi biti manje zadovoljni rezultatima, čak i ako su oni dobri. Niko u svetu marketinga ne zna za ovo. Razlog zbog kog je sve bilo bolje kada je sve bilo gore jeste taj da kada je sve bilo gore, bilo je moguće da ljudi dožive neka prijatna iznenađujuća iskustva.”¹⁴⁹ U industrijskom društvu, gde su očekivanja građana dovedena do savršenstva, pojedinci se nadaju ispunjenju svojih očekivanja. Problem je u tome što su očekivanja dostigla sam vrh. Švarc u svom izlaganju dolazi do zaključka da se tajna sreće nalazi u malim očekivanjima.

Osećanje nezadovoljstva je utoliko veće što je prisutnije jače osećanje odgovornosti, odnosno gde se stvari čine očiglednim. Ukoliko ima veliki broj veoma dobrih opcija na raspolaganju, pojedinac je opet nezadovoljan, jer je utoliko veći njegov osećaj krivice.

Klinička depresija je imala rapidan rast u industrijskom svetu tokom prethodne generacije, a razlog za ovakav trend, kao i trend samoubistava, jesu razočaravajuća iskustva ljudi, jer su im standardi očekivanja previsoki. U situaciji kada pokušavaju da objasne ova iskustva, dolaze do zaključka da su sami krivi za neuspeh. Rezultati istraživanja pokazuju da ljudi objektivno napreduju, ali su sve više nesrećni.

Zaključak je sledeći: nije sporno da li je neki izbor bolji nego nikakav, ali to ne podrazumeva da je previše izbora bolje nego malo izbora. Švarc navodi da „postoji neka tajanstvena količina”, nema saznanja o kojoj je količini reč, ali, kako navodi „prilično sam siguran da smo odavno prešli tu granicu do koje su nam izbori poboljšavali život.”¹⁵⁰ Stiv Levit¹⁵¹ je ukazivao na to da su brojni skupi proizvodi često previše komplikovani i nisu toliko korisni.

¹⁴⁹ Švarc, Bari, nav.d., str. 89.

¹⁵⁰ Isto.

¹⁵¹ Levit, S., *Otkaçena ekonomija*, Mono&Manana, Novi Sad, 2009, str. 6.

2.17 Pitanje svesnosti u donošenju odluka i problem odsustva kontrole u odlučivanju – eksperimenti

Ljudi se razlikuju u odnosu na ostatak živog sveta, kako se obično kaže, jer raspolažu razumom, što je suština *homo sapiens*. Pošto ljudi raspolažu razumom, tj. *raciom*, i njihove odluke su racionalne. Da li je ovde opet reč o zvaničnoj dogmi? Argumentacija se u nastavku dominatno bavi bihejviorističkim pristupom i ukazuje na argument koji potvrđuje oponentsku tezu, baš kao i ostatak ovog izlaganja, a to je teza o čovekovoj iracionalnosti, o kojoj je još Sigmund Frojd govorio kroz brojna svoja dela. Frojd je u svom delu „Nelagodnosti u kulturi”¹⁵² kazao da je čovečanstvo pretrpelo tri šamara. Prvi se odnosi na činjenicu da ljudi nisu božanska bića, već da vode svoje evolutivno poreklo od majmuna. Drugi je da se Zemlja ne nalazi u centru svemira, a treći je da ljudi ne kontrolišu u potpunosti svoje odluke i svoje razmišljanje, već su pod dejstvom iracionalnih sila, skrivenih u nesvesnom i one predstavljaju njegovu latentnu prirodu.

Postavlja se pitanje šta je sa zadacima u kojima čovek nije toliko dobar, a za koje nije postojao evolutivni razlog da ih savlada, kao što je finansijsko odlučivanje. Problem sa ovom drugom kategorijom grešaka je u tome što je teško sebi, ili drugima, predočiti takve greške, jer one nisu vizuelne i lake za dokazivanje, već kognitivne, što je prezentovano jednim istraživanjem u sociologiji koje su sproveli Džonson i Goldstin.¹⁵³ Rezultati istraživanja pokazuju procenat ljudi koji su naveli da su zainteresovani da doniraju organe. Istraživanje je sprovedeno u velikom broju zemalja Evrope. Zemlje su klasifikovane u dve grupe, gde su u jednoj grupi zemlje u kojima se donira malo, a u drugoj grupi su zemlje u kojima se donira nešto značajniji procenat organa. Razlog za ovakvo ponašanje ljudi nalaze u kulturi ili u religiji. U obe grupe se nalaze zemlje koje su slične. Švedska se, na primer, nalazi na jednoj strani, a Danska na drugoj, Nemačka je u jednoj grupi, a Belgija u drugoj. Moglo bi se smatrati da su Velika Britanija i Francuska kulturno slične ili različite, zavisno od viđenja, a prema ovim klasifikacijama one su veoma različite. Holandija je posebno interesantna. Svakom domaćinstvu u zemlji su poslali formular za prijavljivanje za program donacije organa. Procenat ljudi koji su prijavljeni iznosi 28%. Razlog je sakriven u formi formulara koje popunjavaju.

¹⁵² Frojd, Sigmund, *Nelagodnosti u kulturi*, Psihološka misao, Beograd, 1985, str. 128

¹⁵³ Cf. Ariely, Dan (s.a.), *Da li kontrolišemo svoje odluke* (predavanje)

Zemlje koje su se nalazile u grupi sa zemljama u kojima je nizak procenat prijavljivanja za program donacije organa imale su formular sa smernicom: Obeležite polje ako želite da se prijavite za program donacije organa. Uobičajeno je da ljudi ne obeleže to polje i tako se ne prijave. Zemlje sa mnogo značajnijim procentom imaju drugačiji formular. U tom formularu je smernica upravo suprotna, pa se moli da se polje obeleži ukoliko ne žele da se prijave za program donacije organa. Ljudi opet ništa ne obeleže, ali sad su prijavljeni. Dilema je da li ovi formulari stvarno mogu uticati na ponašanje ljudi. Ljudima se ponekad ponude opcije od kojih jedna deluje potpuno suvišno i ona je zaista suvišna po koristi koju neposredno donosi, ali pomaže ljudima da donesu odluku. Kada se ljudima ponudi da idu na besplatno letovanje u Rim ili u Pariz, takva odluka im se može učiniti teškom, ali ako im se opcija Rim razloži na još dve, bez kafe ujutro i sa kafom ujutro, a treća opcija je Pariz, tada se opcija Rim sa kafom ujutro čini najpopularnijom. Kada je sprovedeno istraživanje među studentima na MIT-u, trebalo je da izaberu da li hoće online verziju časopisa *Economist*, za koju je pretplata 49 dolara, ili hoće štampanu verziju, koja košta 125 dolara. Najpopularnija opcija je bila 49 dolara. Kada je u istraživanje uvrštena treća opcija, da za 125 dolara mogu istovremeno da se pretplate i na jednu i na drugu verziju, tada je najpopularnija opcija iz prethodnog istraživanja postala najmanje popularna. Suština svih ovih razmatranja je da pojedinci, u stvari, ne znaju šta žele. „Zato što ne znamo tako dobro šta želimo, podložni smo svim ovim spoljnim uticajima.”¹⁵⁴ Rezime navedenog je da ljudi, kada razmišljaju o ekonomiji, u principu posmatraju čoveka kao umno i savršeno biće. Kada se uvrsti bihejvioristička ekonomija u jednačinu posmatranja, tada više ljudi nisu tako mudri i racionalni i zato se može govoriti o relativnoj racionalnosti ljudi. Čovek je u fizičkom svetu svestan svojih ograničenja i načina prevazilaženja istih, a u mentalnoj sferi nije, kao npr. kakav sistem treba izgraditi u zdravstvu ili na berzi. Bihejvioristička ekonomija u tom smislu ima zadatak da pomogne ljudima da postanu svesni ovih ograničenja, baš kao što su svesni fizičkih ograničenja, jer je to uslov napretka – prepoznati problem, tj. ništa ne deluje kao odgovor ako prethodno nije postavljeno pitanje. Bihejvioristička ekonomija i finansije postavljaju to pitanje.

¹⁵⁴ Isto.

3 PRIMENA BIHEJVIORISTIČKIH FINANSIJA

3.1 Prinosi aktive i bihejvioristička objašnjenja

Bihejvioristi se, očekivano i logično, fokusiraju na dokumentovane anomalije u cenama aktive i nastoje da ih objasne ponašanjem koje ne spada u ekonomsku teoriju. Glavni primeri anomalija se navode i objašnjavaju u nastavku poglavlja.

3.1.1 Kalendarski efekti

Kalendarski efekti zauzimaju istaknuto mesto među anomalijama o kojima je bilo reči u prethodnom poglavlju, a koje govore o efikasnosti tržišta. Neuobičajen obrazac abnormalnih prinosa javlja se u vreme kada se prelazi u narednu godinu ili naredni mesec. Bihejvioristi za to daju sledeća objašnjenja:¹⁵⁵

1. Trenutak kada se sredstva plasiraju na tržište određen je, makar delimično, prilivom sredstava za pojedinačne ili institucionalne investitore, a taj priliv je uglavnom vezan za prelaze iz jednog kalendarskog perioda u drugi.
2. Ulepšavanje za prodaju, „Window dressing” (lažno predstavljanje nečega sa ciljem da se stvori povoljan utisak), jeste praksa prema kojoj institucionalni investitori tempiraju transakcije tako da kvartalne bilanse stanja ispune akcijama firmi koje su u poslednje vreme bile uspešne, a oslobađaju se akcija koje su u skorije vreme imale slabije rezultate.
3. Objavljivanje dobrih i loših vesti pod kontrolom vlasnika firme uglavnom se odvija na prelasku iz jednog kalendarskog perioda u drugi.

3.1.2 Dividende u gotovini

Irelevantnost dividendi u odsustvu poreza i transakcionih troškova smatra se fundamentalnim principom finansijske teorije. Poreska diskriminacija prihoda od dividendi (koja se uglavnom vezuje za američki poreski sistem) trebalo bi da kazni makar visokoprinodne akcije. Efekat klijentele daje predviđanje da bi, ako investitori preferiraju dividende u odnosu na kapitalne dobitke, ponudu dividendi od strane

¹⁵⁵ Bodie, Z., Kane, A., et.al., Osnovi investicija, Data status, Beograd, 2009, str. 649.

korporacija trebalo materijalizovati na takav način da dođe do redukovanja razlika u očekivanim prinosima, koji su inače korigovani za rizik.

Visoke dividende akcijama obezbeđuju premiju u ceni. Preferencije prema dividendama u gotovini mogu biti objašnjene mentalnim računovodstvom (mentalnom kategorizacijom računa), s obzirom na to da dividende povećavaju tekući prihod nauštrb računa sa akcijama, koji podrazumeva veću „samokontrolu.” Ovoj tezi u prilog govori primer da su kod investitora¹⁵⁶ sakupljeni podaci, predstavljeni u Tabeli 1, koja pokazuje da su u slučaju starijih i penzionisanih investitora, kao i onih koji imaju najviše sredstava za investiranje, više cene dividende i da fokusiraju svoje (bolje diversifikovane) portfolije na hartije od vrednosti sa visokim prihodom.

Tabela 1: Važnost alternativnih investicionih ciljeva za različite demografske grupe merena prosečnim rejtingom

	1 – <i>Visokoobrazovani mladi profesionalci muškog pola</i>	2 – <i>Mlađi neoženjeni profesionalci i menadžeri</i>	3 – <i>Stariji muškarci koji još rade</i>	4 – <i>Žene, uglavnom u penziji</i>	5 – <i>Penzionisani Muškarci</i>
Rejting investicionog cilja:					
Kratkoročni kapitalni dobiti	2,19	2,00	1,86	1,5	1,53
Dugoročni kapitalni dobiti	3,61	3,54	3,63	3,46	3,45
Prihod od dividendi	2,04	2,30	2,46	3,36	3,39
Udeo prihodnih hartija od vrednosti u portfoliju	27%	34%	39%	57%	56%
Prosečan broj hartija od vrednosti u portfoliju	9,4	10,4	11,6	12,1	12,1

Izvor: Lease R., Lewellen G. (1996), Market Segmentation: Evidence on the Individual Investor, *Financial Analysts Journal*, vol. 32, br. 5, str. 53.

¹⁵⁶ Lease, R., Lewellen, G., Market Segmentation: Evidence on the Individual Investor, *Financial Analysts Journal*, vol. 32, br. 5, 1996, str. 53.

3.1.3 Preterana reakcija i regresija prema srednjoj vrednosti

Najveći uticaj bihejviorističkih finansija na opisivanje prinosa aktive može biti pripisan radovima koji se bave temom *preterane reakcije (over reaction)* i *regresije prema srednjoj vrednosti (mean reversion)*. Investitori određuju raspodelu verovatnoće za buduće prinose aktive na bazi relevantnih podataka u pogledu ranijih prinosa. Odgovarajuća reakcija na neočekivani događaj (prinos) je da se ažurira ranija raspodela verovatnoće na taj način što će se pripisati ponder najskorijem događaju, a do preterane reakcije dolazi kada investitori pridaju preveliki značaj (pripisuju isuviše veliki ponder) najskorijem događaju. Kada investitori preterano reaguju, negativni događaji cenu akcija dovode do suviše niskog nivoa, dok ih dodatna dešavanja ne navedu da revidiraju svoju procenu cene, shodno fundamentalnim pokazateljima.

Cene pokazuju tendenciju ka zaokretu u slučaju redovne preterane reakcije na promene u fundamentalnim pokazateljima, kada investitori koriguju grešku do koje je došlo zbog njihove preterane početne reakcije. Reč je o tendenciji koja se naziva *regresija prema sredini* i prisutna je na bazi negativne serijske korelacije u prinosima aktive. Čitav niz studija otkriva negativnu korelaciju, i to posebno u dužim periodima investiranja. Anomalije, kao što su kalendarski efekti i efekti dividendi, ne čine dovoljno da omoguće abnormalne profite, „stepen serijske korelacije u prinosima akcija toliko je veliki da se čini da postoje stvarne prilike za ostvarivanje profita.”¹⁵⁷ Portfoliji koji su izgrađeni kupovinom gubitnika i prodajom dobitnika, imaju značajan pozitivan efekat, tj. prinose, ako se zaključuje na osnovu istorijskih prinosa. Preterana reakcija na koju ukazuje regresija akcijskih prinosa prema sredini upravo daje kredibilitet bihejviorističkim finansijama. Korišćenje predviđanja iz bihejviorističke analize naizgled može dovesti do isplativih portfolio strategija.

3.2 Bihejvioristička objašnjenja sa kontroverznom empirijskom osnovom

Empirijska objašnjenja koja proističu iz novih naučnih polja u velikom broju slučajeva izazivaju nesuglasice pre nego što postanu opšte prihvaćena. Bihejvioristička objašnjenja nisu izuzetak, a u prilog tome ovde se prezentuju tri primera.

¹⁵⁷ Bodie, Z., nav.d., str. 650

3.2.1 Zatvoreni fondovi

Prosečni zatvoreni investicioni fond se prodaje uz diskont od oko 10% u odnosu na neto vrednost aktive. Diskonti pojedinačnih fondova su prilično volatilni, pa u tom smislu izgleda kao da je reč o zagonetki kada se govori o toliko velikim diskontima. Diskonti zatvorenih fondova se ističu kao nešto što ide u prilog bihejviorističkim finansijama, što nije iznenađenje, s obzirom na to da su naizgled kompatibilni sa bihejviorističkim varijablama, a primer za to je *raspoloženje investitora*. Navedeni diskonti ne moraju nužno da budu dokaz iracionalnosti. Stephen Ross¹⁵⁸ je pokazao da uočeni diskonti u vrednosti zatvorenih fondova lako mogu da se objasne troškovima fondova, za šta postoji jednostavan primer. Pretpostavka je da zatvoreni fond investira svoju neto vrednost aktive, NAV, u tržišni indeks (iz toga ne dodaje nikakvu vrednost superiornim menadžmentom). Indeks ima neočekivani prinos r i isplaćuje godišnji dividendni prinos δ . Korišćenjem modela diskontovanja dividende, koji pretpostavlja permanentni rast (DDM model konstantnog rasta), vrednost fonda se izražava kao $P = \delta \text{ NAV} / (r - g)$, gde je $\delta \text{ NAV}$ sledeća dividenda, a g je očekivana stopa kapitalnih dobitaka fonda.¹⁵⁹ Stopa apresijacije fonda će biti $g = r - \delta$, zato što portfolio ostvaruje ukupan prinos r i isplaćuje dividendni prinos δ , što znači da $P = \delta \text{ NAV} / (r - r + \delta) = \text{NAV}$, kao što se i očekuje od fonda koji ne pruža nikakvu dodatnu vrednost. Sledeća pretpostavka je da fond odbija od portfolija godišnju naknadu po stopi ε . Stopa rasta portfolija fonda je u ovom slučaju snižena na $g = r - (\delta + \varepsilon)$, a vrednost fonda je snižena na

$$P = \text{NAV}\delta / (r - r + \delta + \varepsilon) = \text{NAV}\delta / (\delta + \varepsilon).$$

Diskont će, u odnosu na neto vrednost aktiva portfolija, biti $(\text{NAV} - P) / \text{NAV} = \varepsilon / (\delta + \varepsilon)$, a uz godišnji dividendni prinos od 2% i stopu ukupnih troškova od 0,5%, diskont će biti 20% ($0,5 / (2 + 0,5) = 0,2$). Prema navedenom proračunu, uočeni diskonti ne predstavljaju neobičajenu pojavu.

Zatvoreni fondovi se osnivaju i uspešno prodaju u situaciji kada investitori imaju očekivanja da menadžment fonda ostvaruje bolje rezultate od tržišta. Primera radi, ako je očekivani prinos portfolija $r + \alpha$, a rizik portfolija je sličan indeksu tržišnog indeksa,

¹⁵⁸ Ross, S., A Neoclasical Look at Alternative Finance: The Case of the Closed And Funds, *European Financial Management*, June, 2002, str. 129.

¹⁵⁹ Isto.

onda zahtevana stopa prinosa iznosi r , a stopa kapitalnih dobitaka $g = r + r - (\delta + \varepsilon)$. Ukoliko je očekivani abnormalni prinos α veći od stope ukupnih troškova ε , fond će se prodavati uz premiju u odnosu na neto vrednost aktive, što objašnjava zašto IPO (inicijalna javna ponuda) zatvorenih fondova ide uz premiju. Ukoliko investitori nemaju očekivanja da će α premašiti ε , oni neće kupiti akcije fonda. Činjenica je da se u velikom broju slučajeva ova premija pretvara u diskont, što upućuje na zaključak da je izuzetno teško da menadžment ispuni ova očekivanja na gotovo efikasnom tržištu.

Abnormalni očekivani prinos α u velikoj meri varira, pošto investitori permanentno iznova tumače volatilne stvarne prinose fonda, pa su iz tog razloga i diskont, ili premija, takođe volatilni. Osim navedenog, Alfe različitih zatvorenih fondova su u međusobnoj korelaciji, kao i u korelaciji sa tržišnim prinosima i varijablama raspoloženja kojima se koriste bihejvioristički ekonomisti.

Zanimljivo pitanje je zbog čega ova teorija o diskontima i premijama ne može biti primenjena na otvorene investicione fondove, s obzirom na to da oni imaju slične stope ukupnih troškova. Razlog za to je što investitori uvek imaju mogućnost da postave zahtev otkupa investicionih jedinica od strane otvorenog fonda po neto vrednosti aktive, stoga „stopa ukupnih troškova je trošak perioda koji se akumulira za one koji odluče da zadrže svoje akcije, ali tok budućih troškova nije kapitalizovan u ceni akcija fonda.”¹⁶⁰ Investitori u slučaju zatvorenih fondova nemaju tu mogućnost otkupa, pa je zbog toga tok budućih troškova kapitalizovan u neto vrednosti aktive, što konsekventno dovodi do diskonta u odnosu na vrednost portfolija. Kada diskont zatvorenog investicionog fonda postane prilično veliki, što podrazumeva da investitori očekuju da α bude negativno, postavlja se pitanje: Zašto investitori ne kupe fond i prodaju portfolio po neto vrednosti aktive, sa ciljem da odmah zarade diskont? Investitori s pravom mogu da očekuju da menadžment neće lako pristati na likvidaciju fonda, pa iz tog razloga takav događaj neće biti izvestan (niti jeftin). Mogućnost da fond bude likvidiran zato ne može mnogo da ograniči veličinu potencijalnih diskonta.

¹⁶⁰ Bodie, Z., nav.d, str. 651.

3.2.2 Averzija prema gubitku i samostalni trgovci na Čikaškoj berzi

Obeležje mentalnog računovodstva je averzija prema gubitku, a moguća posledica je da će gubici povećati toleranciju prema riziku u budućim transakcijama. Osoba koja se nije pomirila sa gubicima će najverovatnije prihvatiti rizik koji bi inače smatrala neprihvatljivim, a ako takvo ponašanje prevlada među trgovcima na tržištu, može se očekivati preuzimanje većeg rizika nakon velikih gubitaka. Kada su gubici široko rasprostranjeni, povećano preuzimanje rizika može, osim navedenog, uticati i na tržišne cene. Navedenu hipotezu su testirali Coval i Shumway¹⁶¹, koji su istraživali jutarnje i popodnevne transakcije 426 lokalnih trgovaca, koji su trgovali fjučersima na trezorske obveznice na CBOT-u tokom 1998. godine. Profit od svake transakcije, jutarnje i popodnevne, korespondirao je sa nekim merama preuzimanja rizika zabeleženim ujutro ili popodne onog dana kada je izvršena transakcija. Podaci upućuju na to da ovi trgovci pokazuju veliku averziju prema gubicima. Oni preuzimaju znatno veće rizike u popodnevnoj trgovini nakon jutarnjih dobitaka, nego nakon jutarnjih gubitaka. Cenovni udari, koji se naizgled mogu pripisati trgovcima sa jutarnjim gubicima, sa znatno većom verovatnoćom mogu da budu poništeni u kasnijim transakcijama tokom istog popodneva. Cenovna statistika za ceo dan se ne razlikuje kada su jutarnji gubici široko rasprostranjeni. Utisak je da se na velikom likvidnom tržištu prilično brzo eliminišu cenovni efekti koje izazivaju trgovci koji pokazuju averziju prema gubicima.

Ova studija pruža još jedan primer koji ide u prilog pretpostavci da ni široko rasprostranjeno iracionalno ponašanje, samo po sebi, nije dovoljno da prouzrokuje neefikasnost ravnotežnih cena.

3.3 Tehnička analiza

Tehnička analiza, u najvećem broju slučajeva, podrazumeva pokušaj da se iskoriste obrasci kretanja cena akcija koji se ponavljaju i koji su predvidljivi, u cilju ostvarivanja abnormalnih profita u trgovanju. Jedan od vodećih tehničkih analitičara¹⁶² kaže da je

¹⁶¹ Coval, J., Shumway T., Do Behavioral Biases Affect Prices? *The Journal of Finance*, 60(1), 2005, str. 12.

¹⁶² J. Pring. M., *Technical analysis Explained*, II izdanje, McGrawe-Hill, New York, 1985, str. 2.

„...tehnički pristup investiranju u suštini odraz ideje da se tržište akcija kreće shodno trendovima koji su određeni promenljivim stavovima investitora u pogledu niza ekonomskih, monetarnih, političkih i psiholoških sila. Umetnost tehničke analize, jer to je umetnost, jeste da se u ranoj fazi utvrde promene u takvim trendovima i da se zadrži adekvatan investicioni stil dok se ne utvrdi zaokret u trendu.”

Tehnički analitičari ne negiraju vrednost fundamentalnih informacija, poput onih o kojima je bilo reči u prethodnim naslovima, a mnogi od njih smatraju da će se cene akcija na kraju „približiti” svojim fundamentalnim vrednostima i da se promene u tržišnim fundamentalnim faktorima mogu zapaziti pre nego što se uticaji tih promena u potpunosti odraze na cenu. Oštroumni trgovci mogu da iskoriste ove cenovne trendove dok se na tržištu ponovo ne uspostavi ravnoteža.

Tehnički analitičari smatraju da iracionalni, ili bihejvioristički faktori mogu da ometaju uticaj tržišnih fundamentalnih faktora. Nasumične fluktuacije cena prate bilo koji osnovni trend, a ako ove fluktuacije polako nestaju, mogu da se iskoriste radi ostvarivanja abnormalnih profita.

Pomenute pretpostavke su, naravno, u direktnoj suprotnosti sa pretpostavkama hipoteze o efikasnosti tržišta i logikom na kojoj su zasnovana tržišta kapitala koja dobro funkcionišu. Sudeći prema hipotezi o efikasnosti tržišta, promena u tržišnim fundamentalnim faktorima treba odmah da se odrazi na cene. Tehnički analitičari smatraju da ta promena dovodi do postepene promene cena, koja se može prepoznati kao trend. Takvi trendovi u cenama na tržištu akcija, koji se mogu iskoristiti, bili bi presudan dokaz protiv hipoteze o efikasnosti tržišta, jer ukazuju na postojanje prilika za zaradu koje su tržišni akteri propustili da iskoriste.

Primer tehničke analize u skladu sa nekim bihejviorističkim stavovima o tržištu je da obrasci inercije, ili preterane reakcije i korekcije, koje predviđaju neki bihejvioristički modeli, imaju za rezultat obrasce koje mogu da iskoriste oštroumni investitori.

Prefinjenija verzija tehničke analize zasnovana je na tvrdnji da postoje obrasci kretanja cena akcija koji se mogu objasniti, ali nakon što investitori utvrde ove obrasce i pokušaju da ostvare zaradu na njima, njihova trgovačka aktivnost utiče na cene, što

dovodi do promene cenovnih obrazaca. Obrasci koji karakterišu tržišne cene konstantno evoluiraju, pa su nagrađeni samo najbolji analitičari, koji su u stanju da prvi otkriju nove obrasce. Ovu pojavu nazivaju *samouništavajući obrazac*.¹⁶³

Ideja o obrascima koji se stalno menjaju je u skladu sa konceptom efikasnih tržišta, ali ne sasvim. Ova ideja dopušta mogućnost postojanja privremeno neiskorišćenih prilika za zaradu, ali takođe podrazumeva i da tržišni akteri agresivno koriste takve prilike čim ih otkriju. Tržište neprestano stremi ka potpunoj efikasnosti, ali je nikada ne može sasvim dostići i to je povoljna neutralna pozicija u neprekidnoj raspravi između tehničkih analitičara i zastupnika hipoteze o efikasnosti tržišta, odnosno teorija koja se ne može ispitati. Tehnički analitičari su uvek u stanju da utvrde pravila trgovanja koja bi davala rezultate u prošlosti, ali koja ne moraju funkcionisati i ubuduće. Da li je to dokaz da je nekada delotvorno pravilo trgovanja sada postalo beskorisno usled delovanja konkurencije? Veća verovatnoća je da se pravilo trgovanja moglo otkriti samo retrospektivnom analizom, na osnovu istorijskih podataka i sve dok tehnički analitičari ne predoče precizne dokaze o tome da njihova pravila trgovanja *pouzdana* donose trgovačke profite, sumnja se u celishodnost tih pravila. Dokazi o performansama fondova kojima upravljaju profesionalci ne idu u prilog delotvornosti tehničke analize, kao što se vidi u poglavlju koje se bavi hipotezom o efikasnosti tržišta.

3.4 Čartiranje

Tehnički analitičari se ponekad nazivaju *čartisti*, zato što proučavaju evidenciju o kretanjima cena ili grafikone (charts) ranijih cena akcija i obima trgovine, u nadi da će utvrditi obrasce koje mogu iskoristiti u ostvarivanju zarade. Postoji nekoliko strategija tehničke analize.

3.4.1 Dauova teorija

Dauova teorija, nazvana po svom tvorcu Charles Dowu (koji je osnovao Wall Street Journal), predstavlja osnovu za najveći deo tehničke analize. Većina tehničkih analitičara danas ovu teoriju smatra zastarelom, ali mnogi statistički napredni metodi su u suštini različite varijante Dauovog pristupa. Cilj Dauove teorije je da se utvrde

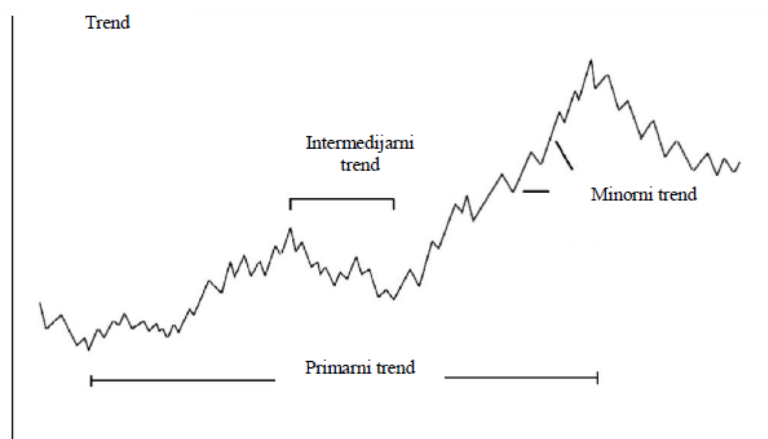
¹⁶³ Bodie, Z., nav.d., str. 553.

dugoročni cenovni trendovi na tržištu akcija i pritom se koriste dva pokazatelja, Dow Jones Industrial Average (DJIA) i Dow Jones Transportation Average (DJTA). DJIA je ključni pokazatelj osnovnih trendova, dok DJTA obično služi za proveru na osnovu koje se potvrđuje ili odbacuje određeni signal.

Prema Dauovoj teoriji, tri sile istovremeno utiču na cene akcija:¹⁶⁴

1. **Primarni trend** predstavlja dugoročno kretanje cena u trajanju od nekoliko meseci, do nekoliko godina.
2. **Sekundarni ili intermedijarni trendovi**, prouzrokovani su kratkoročnim odstupanjima cena od osnovnog trenda. Ova odstupanja se eliminišu korekcijom, kada se cene vraćaju u okvir trenda.
3. **Tercijarni ili minorni trendovi** predstavljaju dnevne fluktuacije koje nemaju puno značaja.

Na Slici 4 su prikazane ove tri komponente kretanja cena akcija. Na ovoj slici primarni trend je rastući, ali intermedijarni trendovi dovode do kratkoročnih padova tržišta u trajanju od nekoliko nedelja. Dnevni minorni trendovi nemaju nikakav dugoročni uticaj na cenu.

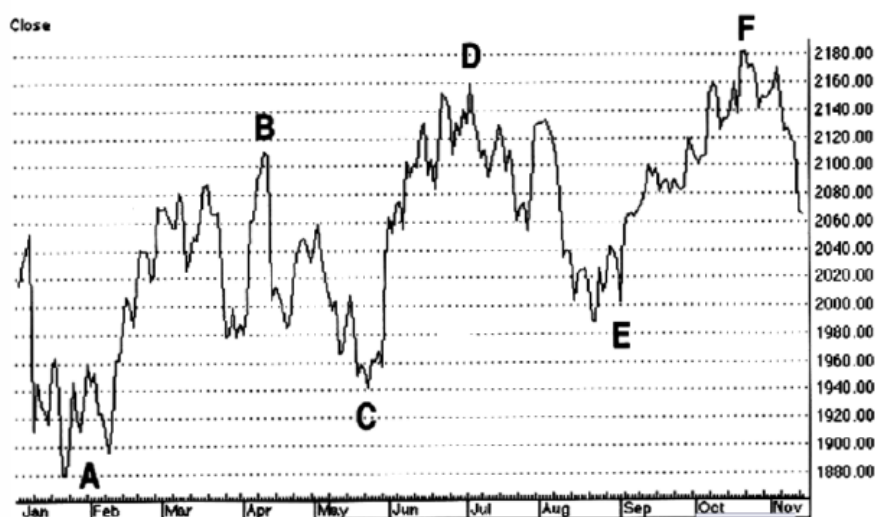


Slika 4: Trendovi po Dauovoj teoriji

Izvor: Melanie F. B., Hartle T. (1999), Dow Theory, *Technical Analysis of Stock and Commodities*, September, str. 690.

¹⁶⁴ Melanie, F. B., Hartle, T., Dow Theory, *Technical Analysis of Stock and Commodities*, september, 1999, str. 650.

Na Slici 5 je prikazano kretanje indeksa DJIA tokom 1998. godine. Primarni trend je rastući, što se vidi iz činjenice da je svaki vrhunac tržišta na višem nivou od prethodnog vrhunca (tačka F nasuprot D nasuprot B), a svaka najniža vrednost je veća od prethodne najniže vrednosti (E nasuprot C nasuprot A). Ovaj obrazac uzlaznih „vrhova” i silaznih „krajeva” jedan je od glavnih načina za određivanje osnovnog primarnog trenda. Intermedijarni trendovi ipak mogu dovesti do kratkih perioda pada cena (interval od B do C ili od D do E), uprkos uzlaznom primarnom trendu.



Slika 5: Dow Jones Industrial Average u 1998. godini

Izvor: Melanie F. B., Hartle T. (1999), *Dow Theory, Technical Analysis of Stock and Commodities*, september, str. 690.

Dauova teorija sadrži pojmove nivoa podrške i nivoa otpora u cenama akcija. **Nivo podrške** je vrednost ispod koje je malo verovatno da tržište padne.¹⁶⁵ **Nivo otpora** je nivo koji tržište teško može da premaši. Nivo podrške i nivo otpora određuju se na osnovu podataka o kretanju cena u nedavnoj prošlosti. Na Slici 5 cena u tački D predstavlja nivo otpora, zato što najviša cena u nedavnom intermedijarnom trendu nije mogla da premaši tačku D. Probijanje tačke otpora predstavlja „bikovski” signal (signal rastućeg tržišta).

Tehnički analitičari smatraju da nivo otpora i nivo podrške proizilaze iz psihologije investitora, što je ilustrovano sledećim primerom. Akciji XYZ, kojom se nekoliko meseci trgovalo po ceni od 72 dolara, cena je pala na 65 dolara. Ako cena akcije kasnije

¹⁶⁵ Isto.

počne da raste, 72 dolara će biti prirodni nivo otpora, zato što će mnogi investitori, koji su prvobitno kupili akciju po ceni od 72 dolara, biti nestrpljivi da prodaju svoje akcije čim budu mogli prodajom da izvuku uložena sredstva i zato će se, kad god cena dođe blizu 72 dolara, javiti prodajni pritisak. Takvo postupanje znači da tržište ima neki vid „pamćenja”, koje omogućava da istorijski podaci o cenama utiču na sadašnje viđenje perspektive neke akcije.

3.4.2 Druge čartističke tehnike

Dauova teorija zasniva se na konkretnom, prilično jednostavnom obrascu kretanja cena na tržištu akcija - dugoročnim trendovima sa kratkoročnim odstupanjima od tih trendova i zato ne čudi što je utvrđeno nekoliko složenijih obrazaca kretanja cena na tržištu akcija. Kada bi cene akcija zaista sledile bilo koji od ovih obrazaca, javile bi se prilike za zaradu. Obrasci se prilično jednostavno uočavaju, što znači da se buduće cene mogu proceniti na osnovu sadašnjih cena.

Jedna varijanta čiste analize trenda je Grafikon tačkaka i simbola (*point end figure chart*), predstavljen na Slici 6. Ova slika nema vremensku dimenziju, već jednostavno prikazuje značajnija uzlazna ili silazna kretanja cena akcija, bez obzira na trenutak kada do njih dolazi. Podaci za Sliku 6 izvedeni su iz Tabele 2.

50				
48			X	O
46			X	O
44	X		X	O
42	X	O	X	O
40		O	X	O
38		O	X	O
36		O	X	O
34				O

Slika 6: Grafikon tačkaka i simbola za Tabelu 2

Izvor: Bodie Z., nav.d., str. 657.

Tabela 2: Kretanje cene akcije u prošlosti

Datum	Cena	Datum	Cena
Jan-02	40\$	Feb-01	40\$
Jan-03	40,50	Feb-02	41
Jan-04	41	Feb-05	40,50
Jan-05	42*	Feb-06	42*
Jan-08	41,50	Feb-07	45*
Jan-09	42,50	Feb-08	44,50
Jan-10	43	Feb-09	46*
Jan-11	43,75	Feb-12	47
Jan-12	44*	Feb-13	48*
Jan-15	45	Feb-14	47,50
Jan-16	44	Feb-15	46 ⁺
Jan-17	41,50 ⁺	Feb-16	45
Jan-18	41	Feb-19	44*
Jan-19	40*	Feb-20	42*
Jan-22	39	Feb-21	41
Jan-23	39,50	Feb-22	40*
Jan-24	39,75	Feb-23	41
Jan-25	38*	Feb-26	40,50
Jan-26	35*	Feb-27	38*
Jan-29	36 ⁺	Feb-28	39
Jan-30	37	Mart 1	36*
Jan-31	39*	Mart 2	34*

* Ukazuje na događaj koji dovodi do povećanja ili smanjenja cene za bar 2 dolara

+ Ukazuje na promenu cene koja za posledicu ima kretanje cene u smeru suprotnom od dotadašnjeg smera kretanja

Izvor: Bodie Z., nav.d., str. 657.

Pretpostavka je da trenutna cena akcija iznosi 40 dolara, kao u Tabeli 2. Porastom cene za bar 2 dolara, X se stavlja u prvu kolonu pod 42 dolara (Slika 6), nakon još jednog povećanja od bar 2 dolara, potrebno je opet staviti X u prvu kolonu, ovog puta na 44 dolara. Padom cene akcije za bar 2 dolara, prelazi se u novu kolonu i stavlja O na 42 dolara, a posle svakog narednog smanjenja cena za 2 dolara, stavlja se još jedan simbol O u drugu kolonu. Kada cena ponovo počne da raste, prelazi se u treću kolonu i sa X se označava svako uzastopno povećanje cena za dva dolara.

Zvezdice u Tabeli 2 označavaju događaje posle kojih treba staviti novi simbol X ili O u grafikon. Krstići označavaju promenu cene nakon koje treba otpočeti novu kolonu simbola X ili O.

Signali za prodaju nastaju kada cena akcije *probije* pređašnje najniže vrednosti, a signali za kupovinu nastaju kada cena probije pređašnje najviše vrednosti. *Oblast zagušenja*¹⁶⁶ predstavlja horizontalni lanac simbola X ili O, stvoren usled nekoliko zaokreta cena. Grafikoni tačaka i simbola mogu da se naprave korišćenjem cenovnih pomaka koji se razlikuju od dva dolara, ali je uobičajeno da se prilikom izrade grafikona zahteva značajnija promena cene pre unošenja odgovarajućih oznaka (pluseva i minusa).

Grafička metoda koja se koristi za sumiranje podataka o ceni i koja pomaže u utvrđivanju trendova je *candlestick* grafikon („sveća grafikon“). Pravougaonik kroz koji prolazi vertikalna linija omogućava čartistima da ustanove cenu na otvaranju i cenu na zatvaranju toga dana, kao i najvišu i najnižu cenu. Vrh i dno svake vertikalne linije predstavljaju najvišu i najnižu cenu. Pravougaonik je osenčen ako se cena poveća tokom dana, tako da analitičar zna da vrh pravougaonika označava cenu na zatvaranju, a dno pravougaonika cenu na otvaranju, a ako pravougaonik nije osenčen, to znači da je cena akcije pala, pa dno pravougaonika označava cenu na zatvaranju. Vertikalne linije se pružaju od najviše do najniže dnevne cene. Grafikon pruža dosta informacija o kretanju cene akcija u skorijem periodu. *Candlestick* grafikoni mogu da se izrađuju za duže i za kraće vremenske periode od jednodnevnih, na primer, korišćenjem cena u toku jednog dana ili korišćenjem nedeljnih cena.

Postoje određena upozorenja na koja je potrebno da se skrene pažnja. *Data mining* je problem koji je povezan sa tendencijom opažanja obrazaca tamo gde oni ne postoje. Istorijski podaci uvek sadrže obrasce i pravila trgovanja koji bi doneli ogromne profite. Testiranje dovoljnog broja pravila bi pokazalo da je neka od njih donela rezultate u prošlosti, ali odabir teorije na osnovu istorijskih podataka nije garancija za budući uspeh.

Investiciono pravilo, koje je izuzetno precizno funkcionisalo od 1967. do 1997. godine, ilustruje zanimljiv primer: ako se neko kladio da će indeks S&P 500 porasti u narednih 12 meseci u godinama kada je tim iz NFL-a (National Football League) osvojio Super Bowl (koji se igra od sredine do kraja januara), a da će tržište padati u godinama kada je

¹⁶⁶ Bodie, Z., nav.d., str. 657

trijumfovao tim iz AFC-a (American Football Conference), dobio bi takvu opkladu u 23 od 31 godine.

Stopa uspešnosti ove strategije je impresivna, ali ne bi bilo preporučljivo da je neko koristi u investiranju svog novca, jer bi izgubio opkladu u 4 od 7 godina, zaključno sa 2004. godinom.

Prilikom procene nekog pravila trgovanja, uvek se treba zapitati da li se to pravilo čini razumnim *pre* nego što se pogledaju podaci, jer ukoliko nije tako, moguće je da je u pitanju jedno od mnogih proizvoljnih pravila, za koje se ispostavilo da je funkcionisalo u prošlosti. Teško, ali ključno pitanje je da li ima razloga za verovanje da će ono što je funkcionisalo u prošlosti nastaviti da funkcioniše u budućnosti.

3.5 Alokacija sredstava

Fokus u dosadašnjem razmatranju je stavljen na investicione implikacije hipoteze o efikasnosti tržišta. Odstupanje od efikasnosti može da pruži šansu dobro informisanim trgovcima da zarade na štetu manje informisanih trgovaca.

Odstupanje od informacione efikasnosti moglo bi da rezultuje ogromnim troškovima, koje bi podneli svi građani i to se naziva neefikasna raspodela resursa. U kapitalističkoj privredi su investicije u *realnu* aktivu, poput fabrika, opreme i znanja, u velikoj meri određene cenom finansijske aktive. Vrednost materijalne aktive biotehnoloških firmi, koja se odražava u ceni akcija, u slučaju da premašuje trošak nabavke materijalnih sredstava, za menadžere predstavlja pouzdan znak da će tržište dalja ulaganja u te firme smatrati za poslovni poduhvat sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću. Cene na tržištu kapitala na taj način određuju alokaciju resursa. Pogrešno vrednovanje hartija od vrednosti može da ima za posledicu ozbiljne društvene troškove, jer može pogrešno da usmeri investicije u materijalnu aktivu jedne privrede.

Informacije koje su dobijene analizom hartija od vrednosti na specifičan način se odražavaju na njihove cene. Ukoliko se samo deo ovih informacija odrazi u cenama, korporacije sa precenjenim hartijama od vrednosti su u prilici da jeftino dobave kapital, dok će korporacije sa potcenjenim hartijama od vrednosti možda morati da propuste neke prilike za investiranje, jer će im trošak prikupljanja kapitala biti previsok.

Neefikasna tržišta kapitala stoga umanjuju jednu od glavnih prednosti tržišne ekonomije.¹⁶⁷

3.6 Bihevioristička portfolio teorija

Biheviorističku portfolio teoriju (BPT) su izneli 2000. godine Sheffrin i Statman¹⁶⁸ i ona, kao takva, predstavlja alternativu pretpostavci da je krajnja motivacija investitora da maksimizuju vrednost svojih portfolija, što dalje implicira da investitori imaju različite ciljeve i zato se kreira investicioni portfolio koji nije fokusiran na ostvarenje jednog, već mnogih ciljeva.¹⁶⁹ Prilikom kreiranja ovakvog portfolija, u praksi se u stvari ne prate principi CAPM, Moderna portfolio teorija ili Teorija o arbitražnim cenama, već ponašanje više podseća na piramidu koja je slojevita. Svaki sloj podrazumeva tačno određene ciljeve. Bazni sloj se odnosi na cilj da se spreči finansijska katastrofa, dok je gornji sloj osmišljen kao cilj da se obezbedi maksimalni povrat, tj. da se ostvari cilj maksimalne dobiti.

BPT teorija je opisnog karaktera i zasnovana je na SP/A teoriji, koju je razvila Lola Lopes¹⁷⁰ i značajno je povezana sa Rojovom teorijom “Sigurnost – prvi kriterijum”. Rojova teorija je iz oblasti menadžmenta rizika i reč je o tehnici koja omogućava investitorima da izaberu portfolio rukovodeći se principom maksimalnog smanjenja verovatnoće da povrat na portfolio opadne ispod određenog minimuma.

Optimalni portfolio CAPM investitora podrazumeva kombinaciju tržišnog portfolija i sigurnosti bez rizika. Optimalni portfolio BPT investitora, nasuprot tome, podrazumeva kombinaciju obveznica i srećki (lutrijskih tiketa).¹⁷¹ Sheffrin i Statman su BPT predstavili u dve verzije. Prva verzija podrazumeva jedan mentalni račun i označava se kao BPTSA, dok se verzija sa više mentalnih računa označava sa BPT – MA. Investitori BPTSA integrišu svoje portfolije u jedan mentalni račun i oni to čine tako što uzimaju u obzir kovarijansu. Investitori BPT-MA, nasuprot njima, vrše segregaciju svojih

¹⁶⁷ Misli se na efikasnu alokaciju resursa (primedba autora)

¹⁶⁸ Sheffrin, H., and Statman, M., Behavioral Portfolio Theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), University of Washington School of Business Administration, Washington, 2000, 127–151

¹⁶⁹ Roy, A. D., Safety First and the Holding of Assets, *Econometrica* (July), 1952, 431–450.

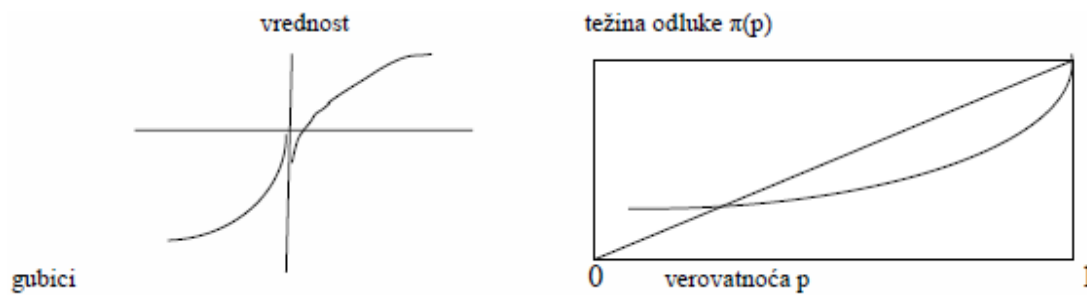
¹⁷⁰ Lopes, L., Between Hope and Fear: The Psychology of Risk, *Advances in Experimental Social Psychology*, 20, 1987, 255-295.

¹⁷¹ Sheffrin, H., nav.d ., str. 128.

portfolija u više mentalnih računa i u potpunosti previđaju kovarijansu među mentalnim računima, o kojima je već bilo reči, a radi pojašnjenja, korisno je podsetiti se kako funkcionišu. Pojedinaac može posmatrati kao *odvojeni novac* različite račune - novac koji čuva u vidu obveznica ili štednje kod banke, koji bi iskoristio za školovanje deteta, i novac koji je investirao u kupovinu spekulativnih, visokorizičnih akcija. Ovaj novac on doživljava kao *odvojen* i to je perceptivni doživljaj, ne posmatra ga kao ukupnu količinu novca, tj. jedan račun. BPTMA mogu, na primer, strane akcije staviti u jedan mentalni račun, a domaće akcije u drugi. „Oni percipiraju strane akcije kao visokorizične, jer previđaju efekat koji kovarijansa između stranih i domaćih akcija ima na rizičnost portfolija, posmatran kao integrisani jedinstveni račun.”¹⁷²

Ova teorija pomaže da se razumeju preferencije koje finansijski agenti zaista ispoljavaju u praksi. Esencijalni sastojak bilo kog modela koji pokušava da razume vrednovanje imovine i bihejviorističku trgovinu, jeste pretpostavka o investitorovim preferencijama, ili način na koji investitori procenjuju rizičan kockarski događaj. Veći deo modela podrazumeva da investitori procenjuju rizik na bazi okvira očekivane korisnosti. Teorijska motivacija za ovu tvrdnju vuče poreklo još od Von Neumana i Morgensterna (*Von Neumann and Morgenstern* 1994), koji su pokazali da preferencije, ukoliko zadovolje nekoliko početnih pretpostavki - potpunost, tranzitivnost, kontinuitet i nezavisnost, mogu biti prikazane preko funkcije očekivane korisnosti. Eksperimenti pokazuju da su ove funkcije narušene kada je u pitanju rizik. Jedna od najznačajnijih među ostalim teorijama je „averzija prema gubitku” (poznatija pod nazivom „*Prospect theory*”), a njen značaj se ogleda upravo u činjenici da ima mogućnost da objasni eksperimentalne rezultate. Kaneman i Tverski su postavili temelje teoriji „averzije prema gubitku”, koja je bila dizajnirana prema „kockanju”, gde postoje najviše dva nenulta ishoda. Oni tvrde da, kad su suočeni sa „kockanjem” $(x, p; y, q)$ - što se tumači kao ostvarivanje ishoda x sa verovatnoćom p i ostvarivanje ishoda y sa verovatnoćom q , gde je $x \leq 0 \leq y$ ili $y \leq 0 \leq x$, ljudi dodeljuju vrednost $\pi(p)v(x) + \pi(q)v(y)$, gde su v i π prikazani na Slici 7. Kada biraju između dva rizična kockarska događaja, ljudi biraju one sa većom vrednošću.

¹⁷² Isto.



Slika 7: Predložena funkcija vrednosti v i funkcija određivanja verovatnoće π

Ovakva formulacija ima nekoliko važnih implikacija. Korisnost se određuje preko dobitaka i gubitaka, a ne preko konačne pozicije blagostanja. Kaneman i Tverski daju primer za narušavanje očekivane korisnosti, zbog činjenice da se ljudi fokusiraju na gubitke i dobitke. Subjekti su birali jednu od dve opcije, a prethodno im je dato 1000 novčanih jedinica.¹⁷³ $A = (1000, 0.5)$ ili $B = (500, 1)$ ¹⁷⁴ i B je bio popularniji izbor. Isti subjekti su nakon toga birali između sledeće dve opcije, a ovog puta im je dato 2000 novčanih jedinica: $C = (-1000, 0.5)$ ili $D = (-500, 1)$.¹⁷⁵ Popularniji izbor je bio C. Subjekti u oba slučaja završavaju na istoj poziciji u smislu krajnjeg blagostanja i bogatstva, s obzirom na početno dati novac, ali je očigledno je da su bili orijentisani isključivo na dobitke i gubitke i da veći akcenat stavljaju na gubitke, nego na dobitke.¹⁷⁶

Sledeća važna stvar jeste oblik funkcije v , tj. njena konkavnost u odnosu na dobitke i konveksnost u odnosu na gubitke. Ljudi su, jednostavno rečeno, averzni prema riziku kad su u pitanju dobitci, a naklonjeni riziku kad su u pitanju gubici. Dokaz se ogleda u činjenici da, čak i kada im nije dat početni novac, ljudi pre biraju B nego A, i C pre nego D (tj. $B > A$ i $C > D$). Kaneman i Tverski su, na osnovu sprovedenih eksperimenata, dokazali istinitost svoje teorije i uopštiti je na situacije u kojima može da postoji i više od 2 nenulta ishoda. U tom slučaju se vrednost dobija kao suma svih, a ne samo π i v .

¹⁷³ Quawi, R. B., *Behavioral Finance: Is Investor Psyche Driving Market Performance?*, Georgia State University, Georgia, 2010, str. 27.

¹⁷⁴ Opcija A je podrazumevala dodatnih 1000 novčanih jedinica uz verovatnoću od 50%, a opcija B još dodatnih sigurnih 500 novčanih jedinica. Dakle, ukoliko bi subjekti odabrali opciju A postojala je verovatnoća od 50% da dobiju još 1000 novčanih jedinica, ali isto tako i verovatnoća da ne dobiju ništa.

¹⁷⁵ Opcija C je podrazumevala gubitak od 1000 novčanih jedinica uz verovatnoću od 50%, dok je opcija D podrazumevala siguran gubitak u iznosu od 500 n. j. Ukoliko bi subjekti izabrali opciju C postojala je verovatnoća od 50% da izgube 1000 n. j, ali isto tako je postojala šansa da ne izgube ništa.

¹⁷⁶ Thaler, R., *The End of Behavioral Finance*, *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 6, Association for Investment Management and Research, 1999, str. 4.

3.7 Tehnički pokazatelji

Tehnički analitičari koriste, pored grafikona, i druge tehničke pokazatelje da bi procenili mogućnosti uspona ili padova tržišta. Postoji tri vrste tehničkih pokazatelja: pokazatelji raspoloženja, pokazatelji toka sredstava i pokazatelji tržišne strukture.

- ***Pokazatelji raspoloženja***

Pokazatelji raspoloženja određuju očekivanja različitih grupa investitora, na primer, investitora koji ulažu u investicione fondove, upućenih lica (insajdera) koja imaju važne funkcije u kompanijama ili specijalista sa NYSE-a.

- ***Tok sredstava***

Pokazatelji toka sredstava mere potencijal različitih grupa investitora u pogledu kupovine ili prodaje akcija, sa ciljem predviđanja pritiska na cene koji će izazvati ovi postupci.

- ***Struktura tržišta***

Pokazatelji tržišne strukture prate cenovne trendove i cikluse. Metodi izrade grafikona koji su opisani kod čartističkih tehnika su primer pokazatelja tržišne strukture. U ovom poglavlju se analizira još nekoliko pokazatelja.

3.7.1 Pokazatelji raspoloženja

3.7.1.1 *Trin statistika*

Promet na tržištu se ponekad koristi za merenje intenziteta tržišnog uspona ili pada. Povećana aktivnost investitora u periodu rasta ili pada tržišta uzima se kao odrednica značaja takvog kretanja cena. Tehnički analitičari smatraju da rast tržišta predstavlja povoljniji znak kontinuiranog rasta cena kada je praćen povećanjem obima trgovine. Pad tržišta, povezan sa većim prometom, predskazuje još veći pad tržišta. *Trin statistika* „je odnos između hartija od vrednosti kojima je cena porasla i broja hartija kojima je cena pala, podeljen odnosom između prometa hartijama kojima je cena porasla i prometa hartijama kojima je cena pala.”¹⁷⁷ $Trin = (\text{Broj hartija kojima je cena porasla} /$

¹⁷⁷ <http://www.investopedia.com/terms/a/arms.asp>; <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/t/trin>

broj hartija kojima je cena pala) / (promet hartijama kojima je cena porasla / promet hartijama kojima je cena pala). Ovaj izraz se može preurediti: $\text{Trin} = (\text{promet hartija kojima je cena pala} / \text{broj hartija kojima je cena pala}) / (\text{promet hartijama kojima je cena porasla} / \text{broj hartija kojima je cena porasla})$. Trin predstavlja odnos prosečnog prometa hartijama kojima je cena pala prema prosečnom prometu hartijama kojima je cena porasla i ukoliko je ovaj odnos veći od 1.0, to se smatra signalom opadajućeg („medveđeg“) tržišta, zato što u tom slučaju akcije kojima cena pada imaju veći prosečni promet nego akcije kojima cena raste, što ukazuje na neto prodajni pritisak. Wall Street Journal svakodnevno objavljuje trin statistiku u rubrici Tržišni dnevnik.

Rast prometa na rastućem tržištu ne mora nužno ukazivati na veću neravnotežu između kupaca i prodavaca, jer treba imati u vidu da za svakog kupca mora da postoji prodavac akcija. Trin statistika veća od 1.0, koja se smatra znakom opadajućeg tržišta, može da se protumači i kao pokazatelj da se više *kupuju* hartije od vrednosti kojima cena pada.

3.7.1.2 Trgovina nepotpunim lotovima

Veliki institucionalni investitori uglavnom obavljaju prodaju na kratko, a trgovinu nepotpunim ili nezaokruženim lotovima obavljaju mali pojedinačni investitori.¹⁷⁸ Mali investitori, prema *teoriji nepotpunih lotova*, uglavnom prekasno reaguju u ključnim trenucima, kada dolazi do preokreta na tržištu, kupujući akcije nakon što se period rastućeg *bikovskog* tržišta već završio i prodajući akcije tek u poznoj fazi opadajućeg *medveđeg* tržišta. Akcije bi, prema ovoj teoriji, trebalo kupovati onda kada ih investitori koji trguju nepotpunim lotovima kupuju u velikoj meri, i obrnuto.

Wall Street Journal svakodnevno objavljuje podatke o trgovini nepotpunim lotovima. Odnos koji je dosta veći od 1.0 predstavlja signal opadanja, *medveđi signal*, jer podrazumeva da su mali trgovci neto kupci.

3.7.1.3 Indeks poverenja

Baron's računa indeks poverenja koristeći podatke sa tržišta obveznica. Postupci trgovaca obveznicama, kako se pretpostavlja, otkrivaju trendove koji će se uskoro pojaviti na tržištu akcija.

¹⁷⁸ Nepotpun lot je transakcija koja uključuje manje od 100 akcija; 100 akcija su jedan zaokružen lot.

Indeks poverenja predstavlja odnos između prosečnog prinosa na deset korporativnih obveznica najvišeg rejtinga i prosečnog prinosa na deset korporativnih obveznica srednjeg rejtinga. Ovaj odnos je uvek ispod 100%, zato što bolje rangirane obveznice uvek imaju niže obećane prinose do dospeća. Kada su trgovci obveznicama optimistični u pogledu stanja u privredi, oni mogu da zahtevaju manje premije za kreditni rizik obveznica nižeg ranga. Raspon između prinosa se tada smanjuje i indeks poverenja se približava vrednosti od 100%. Visoke vrednosti indeksa poverenja predstavljaju signale rasta („bikovske signale“).

3.7.1.4 Put / Kol stopa

Kol–opcije daju investitorima pravo da kupe akciju po fiksnoj ceni „izvršenja” i zato predstavljaju način klađenja na rast cene akcije. Put–opcije pružaju pravo prodaje akcije po fiksnoj ceni, tako da predstavljaju način klađenja na pad cene akcije. Odnos između put-opcija i kol-opcija koje su u opticaju naziva se *put / kol* stopa. Obično se put / kol stopa kreće oko 65%. Put-opcije daju dobre rezultate na opadajućim tržištima, a kol-opcije dobro prolaze na rastućim tržištima, pa se smatra da odstupanje ove stope od njenog istorijskog nivoa označava raspoloženje tržišta i da se na osnovu njega mogu predvideti tržišna kretanja.

Promena stope se može protumačiti i kao signal rasta i kao signal pada. Mnogi tehnički analitičari povećanje stope smatraju signalom pada, pošto viša put / kol stopa ukazuje na rastuće interesovanje za put-opcije, kao vid zaštite od pada tržišta. Rastuća stopa se tumači kao znak opšteg pesimizma investitora i predstojećeg pada tržišta. Investitori koji primenjuju „kontrašku” investicionu strategiju (*contrarian investors*) smatraju da je pravi trenutak za kupovinu onda kada je ostatak tržišta pesimističan, zato što su cene akcija tada bezrazložno niske i da povećanje put / kol stope predstavlja signal za kupovinu.

3.7.1.5 Gotovinske pozicije otvorenih investicionih fondova

Trgovci koji se služe tehničkom analizom smatraju da investicioni fondovi imaju malu sposobnost tržišnog tajminga, odnosno da postaju optimistički raspoloženi kada se rast tržišta već bliži kraju. Optimizam investitora, shodno tome, dostiže vrhunac kada je

tržište blizu svog vrhunca. S obzirom na uverenje da je preovlađujući stav na tržištu netačan u vreme kada tržište doživljava zaokret, tehnički trgovac će pokazatelje tržišnog raspoloženja iskoristiti za definisanju „kontraške” strategije trgovanja (strategija trgovanja koja je suprotna preovlađujućem ponašanju na tržištu). Udeo gotovine u portfolijima investicionih fondova je jedna od uobičajenih odrednica raspoloženja i kreće se u suprotnom smeru od tržišta akcija, pošto fondovi imaju tendenciju da drže više gotovine kada su zabrinuti zbog pada tržišta i pretnje da će investitori zatražiti otkup akcija.

3.7.2 Pokazatelj sredstava

3.7.2.1 Interes za prodaju na kratko

Interes za prodaju na kratko predstavlja ukupan broj akcija koje su trenutno prodate na kratko na tržištu. Neki tehnički analitičari interes za prodaju na kratko tumače kao signal rasta („bikovski” signal), a neki kao signal pada („medveđi” signal). Optimističko tumačenje zasniva se na činjenici da sve prodaje na kratko moraju biti pokriveno (tj. investitori koji su obavili prodaju na kratko jednom će morati da kupe akcije da bi ih vratili onima od kojih su ih pozajmili), pa se interes za prodaju na kratko može protumačiti kao latentna buduća tražnja za akcijama, odnosno, kada trgovci budu pokrivali ove pozicije kupujući akcije, stvoriće se tražnja koja će prouzrokovati rast cena.

Pesimističko tumačenje interesa za prodaju na kratko zasniva se na činjenici da su trgovci koji obavljaju prodaju na kratko uglavnom veliki, dobro obavešteni investitori. Povećani interes za prodaju na kratko, shodno tome, odražava pesimizam investitora koji „znaju šta rade”, što je negativan signal budućeg kretanja tržišta.

3.7.2.2 Stanje na računima kod brokera

Investitori koji su otvorili račune kod brokera često imaju pozitivan saldo na tim računima kada planiraju investiranje u bliskoj budućnosti. Pozitivan saldo na računima može se protumačiti kao potencijal za kupovinu novih akcija, pa se zato povećanje sredstava na računima tumači kao signal rasta tržišta.

3.7.3 Struktura tržišta

3.7.3.1 Pokretni proseci

Pokretni prosek indeksa akcija predstavlja prosečni nivo indeksa tokom određenog vremenskog intervala. Pokretni prosek u 52 nedelje, na primer, prati prosečnu vrednost indeksa u poslednje 52 nedelje. Pokretni prosek se svake nedelje ponovo računa, tako što se izostavlja prva opservacija i dodaje poslednja.

Pokretni prosek je iznad tekuće cene nakon perioda tokom kojeg su cene uglavnom padale, zato što se u računanje pokretnog proseka računaju i ranije, više cene, a ako cene u poslednje vreme rastu, pokretni prosek je ispod tekuće cene. Kada tržište cena odozdo probije liniju pokretnog proseka, to se smatra signalom rasta („bikovskim” signalom), zato što ukazuje na prelazak sa opadajućeg trenda (gde su cene ispod pokretnog proseka) na rastući trend (gde su cene ispod pokretnog proseka), a kada cene padnu ispod pokretnog proseka, smatra se da je trenutak za prodaju. Postoje neke razlike u dužini pokretnog proseka, koji se smatra najboljim predskazanjem tržišnih kretanja. Dve popularne mere su pokretni proseci u 200 dana i u 53 nedelje.

Studije koju su sprovedi Brock, Lakonishok i LeBaron¹⁷⁹ u stvari idu u prilog delotvornosti strategija koje su zasnovane na pokretnim procesima. Oni su utvrdili da su prinosi na akcije nakon signala za kupovinu koji proizilaze iz pravila pokretnog proseka viši i manje volatilni u odnosu na prinose nakon signala za prodaju. Novije istraživanje, koje je 2002. godine sproveo Ready, koji je koristio dnevne podatke o cenama, pokazalo je da pravilo pokretnih proseka ne bi moglo da obezbedi profit u praksi, usled troškova trgovanja i činjenice da bi cene akcija već krenule u suprotnom smeru pre nego što trgovac stigne da reaguje na signal.

3.7.3.2 Širina tržišta

Širina tržišta je mera koja pokazuje koliko se kretanje tržišnog indeksa odražava na kretanje svih cena akcija na tržištu. Najzastupljenija mera širine tržišta je razlika između broja akcija kojima je porasla cena i kojima je pala cena. Tržište se smatra snažnijim

¹⁷⁹ Brock, W. A., Lakonishok, J. & LeBaron, B., Simple technical trading rules and the stochastic Properties of stock returns, *Journal of Finance* 47, 1992, str. 1731.

ako je broj akcija kojima je cena porasla mnogo veći nego broj akcija čija je cena pala, jer je rast široko rasprostranjen. Pokazatelji širine tržišta se svakodnevno objavljuju u Wall Street Journal-u. Neki analitičari kumuliraju podatke o širini za svaki dan. Kumulativna širina za svaki dan se dobija sabiranjem neto broja akcija čija je cena porasla (ili pala) i kumulativne širine za prethodni dan. Smer kretanja kumulativne serije koristi se za otkrivanje opštih trendova na tržištu. Analitičari mogu da koriste pokretni prosek kumulativne širine u proceni opštih trendova.

3.7.3.3 Relativna snaga

Relativna snaga je mera koja pokazuje za koliko je određena hartija od vrednosti imala bolje ili lošije rezultate od tržišta u celini, ili od svoje grane. Relativna snaga se računa kao odnos između cene hartije od vrednosti i vrednosti indeksa određene grane. Relativna snaga kompanije Ford u odnosu na automobilsku industriju, na primer, određuje se na osnovu kretanja stope koja se izračunava deljenjem cene Forda vrednošću indeksa automobilske industrije. Rastuća stopa ukazuje na to da Ford ostvaruje bolje rezultate od ostatka grane i ukoliko se pretpostavi da će relativna snaga da se održi određeno vreme, to je signal za kupovinu akcija Forda.

Studija koju su sproveli Jegadeesh i Titman¹⁸⁰ je pružila neke dokaze koji idu u prilog strategije relativne snage. Oni su rangirali firme prema performansama akcija u polaznom šestomesečnom periodu i ispitivali prinose u narednim periodima od 1 do 36 meseci. Utvrdili su da akcije koje imaju najbolje rezultate u polaznom periodu, ostvaruju bolje rezultate od ostalih akcija i u narednih nekoliko meseci. Ovaj obrazac je u skladu sa konceptom održavanja relativne snage. Međutim, na kraju ipak dolazi do preokreta, pa akcije koje su bile najuspešnije u polaznom periodu više ne ostvaruju superiorne prinose.

3.8 Value line sistem

Kompanija Value Line je najveći savetodavni servis za investiranje u svetu. Ova kompanija objavljuje izveštaje *Value Line Investment Survey*, koji sadrže informacije o fundamentalnim pokazateljima za približno 1700 otvorenih akcionarskih društava i

¹⁸⁰ Jegadeesh, N., Titman, S., Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1., 1993, pp. 65-91.

rangira svaku od ovih akcija prema očekivanoj apresijaciji cena u narednih 12 meseci. Akcije iz 1. grupe su one od kojih se očekuju najbolje performanse, dok se od akcija iz 5. grupe očekuju najlošije performanse. Value Line to naziva „pravovremeno rangiranje”. Rezultati sistema rangiranja kompanije se, prema ovom izveštaju, posmatraju u toku 25 godina, od 1965. do marta 1990. godine. Performanse različitih grupa bile su u skladu sa prognozama tokom ovog perioda i razlike između grupa su bile prilično velike. Ukupna dvadesetpetogodišnja apresijacija cene za 1. grupu akcija bila je 3.083% (ili 14.8% godišnje), u poređenju sa 15% (ili 0.5% godišnje) za 5. grupu.

Sistem rangiranja kompanije Value line, kao što objašnjava Bernhard (1979), sastoji se od tri dela: ¹⁸¹

1. Relativno kretanje profita,
2. Iznenadenje u pogledu profita,
3. Indeks vrednosti.

Većina kriterijuma kompanije Value Line, mada ne svi, orijentisani su tehnički, pošto se oslanjaju na inerciju cena, ili relativnu snagu. Bodovi koji se dodeljuju za svaki faktor određuju ukupan rejting akcije.

Faktor relativnog kretanja profita računa se kao promena u kvartalnom profitu svake kompanije iz godine u godinu, podeljena prosečnom promenom za sve akcije.

Iznenadenje u pogledu profita odnosi se na razliku između stvarnog kvartalnog profita iz računovodstvenih izveštaja i procene koju je dala kompanija Value Line. Broj bodova koji se dodeljuje svakoj akciji povećava se sa povećanjem procentualne razlike između objavljenog i procenjenog profita.

3.9 Pitanje uspešnosti tehničke analize na efikasnim tržištima

Dosadašnje izlaganje nameće zaključak da su ideje na kojima je zasnovana tehnička analiza uglavnom u suprotnosti sa osnovama hipoteze o efikasnosti tržišta. Hipoteza o efikasnosti tržišta zasniva se na ideji da racionalni investitori, željni zarade, reaguju na

¹⁸¹ Bernhard, A., *Value Line Methods of Evaluating Common Stocks*, Bernhard & Co, New York, 1979, str. 34.

nove informacije tako brzo da cene gotovo uvek odražavaju sve javno dostupne informacije. Tehnička analiza, s druge strane, ukazuje na postojanje dugoročnih trendova, koji se polako realizuju i koji se mogu predvideti. Kada bi takvi obrasci postojali, to bi predstavljalo kršenje koncepta o nepredvidivom kretanju cena akcija, na kome se zasniva hipoteza o efikasnosti tržišta.

Zanimljivo pitanje je da li će tehničko pravilo, za koje se čini da funkcioniše, nastaviti da funkcioniše i u budućnosti, kad postane opšte poznato. Pronicljiv analitičar može s vremena na vreme otkriti profitabilno pravilo trgovanja, ali se pravi test efikasnog tržišta sastoji u tome da se vidi hoće li se to pravilo odraziti na cene akcija kada se njegova vrednost otkrije.

Pretpostavka je, na primer, da Dauova teorija predviđa uzlazni primarni trend. Mnogi investitori će odmah pokušati da kupe akcije u očekivanju budućeg rasta cena, ako je ta teorija široko prihvaćena, što rezultira znatnim i trenutnim skokom cena, umesto postepenog i dugoročnog rasta koji se prvobitno očekivao prema Dauovoj teoriji. Cenovni obrasci bi u tom smislu trebalo da budu *samouništavajući*. Kada se otkrije korisno tehničko pravilo (ili cenovni obrazac), ono bi trebalo da bude poništeno čim veliki broj trgovaca pokuša da ga iskoristi, jer će trgovci svojom aktivnošću dovesti cene do „ispravnog” nivoa.

Dinamika tržišta se može opisati kao stalna potraga za profitabilnim pravilima trgovanja, nakon koje dolazi do destrukcije, usled preteranog korišćenja pravila koja su se pokazala kao uspešna, da bi ponovo otpočela potraga za još neotkrivenim pravilima.

3.10 Investicioni programi zasnovani na ličnosti i polu

Odean (1999) i Barber i Odean (2001) su povezali određene pristrasnosti sa polovima, ponašanjem u trgovini i tipom investitora, ali do skoro nijedna studija nije ispitivala vezu između ličnosti i pola. Nedovoljno napora je uloženo da se primene mnoge od dokumentovanih pristrasnosti. Potrebu da se definišu investicioni portfoliji na bazi ličnosti i pola prepoznali su, u okviru razvoja bihejviorističkih finansija, Majkl M. Pompian i Džon M. Longo (*Michael M. Pompian, John M. Longo*) i sproveli studiju, ne bi li nabavili neophodne empirijske podatke. U akademskom svetu važi uverenje da

popularni metodi za profilisanje klijenata pokopavaju ishode investicija za veliki broj investitora. Investitori i savetnici nastavljaju da stvaraju investicione programe koji se sastoje uglavnom od upitnika za toleranciju rizika, bez obzira na druge važne mere, kao što su tip ličnosti i pol. Standardne tehnike za profilisanje klijenata često previđaju dokaze da većini investitora nedostaje bihejvioristička kontrola, čak i kada znaju da njihove investicione odluke protivreče definisanim ciljevima. Bihejvioristička pristrasnost, ili investicione greške, toliko su ukorenjene da neki investitori moraju da budu „spaseni” od svojih loših odluka.¹⁸² Savetnici mogu da kreiraju programe koji ublažavaju individualnu pristrasnost profilisanjem investitora po tipovima ličnosti i polu - ohrabrujući investitore da sagledavaju dugoročne strategije, čuvajući ih tako od troškova rebalansiranja plana, kao odgovor na neočekivane preokrete na tržištu.

Psihografski modeli klasifikuju individue po određenim karakteristikama, težnjama ili ponašanju. Određene grupe investitora mogu da se pokažu kao osetljive na pristrasnost, a istraživači mogu da prepoznaju bihejviorističke tendencije pre nego što se investicione odluke donesu i samim tim proizvedu bolje investicione ishode. Nekoliko studija je ispitivalo vezu između pola i pristrasnosti bihejviorističkih finansija, a najvažnije i najrazumnije je ispitivanje koje su vršili Barber i Odean (2001). Zaključak studije je da su muškarci podložniji od žena pristrasnosti prekomernog samopouzdanja, reflektovanog u ponašanju pri trgovini. Ovi istraživači su otkrili da su muškarci, tokom perioda od šest godina, u proseku trgovali za 45% više nego žene, a neoženjeni muškarci su trgovali za 67% više od neudatih žena.

Sledeći korak u praktičnoj primeni bihejviorističkih finansija je povezivanje uspostavljenih pristrasnosti investitora sa psihografskim i profilima polova za posebnog investitora, jer bi takvo korelisanje dovelo do boljih ishoda investiranja. Razvijen i preuređen pre više od 50 godina – Test za određivanje tipova ličnosti, autora Majersa i Brigsa (*Myers – Briggs Type Indicator (MBTI)*), jedan je od najpopularnijih psihografskih modela u industriji danas. MBTI opisuje 16 tipova ličnosti, baziranih na proceni 4 aspekta ljudske percepcije: *kako osoba međusobno deluje sa svetom i gde usmerava energiju, koju vrstu informacija osoba obično primeti, kako osoba donosi*

¹⁸² Pompian, M., Longo, J. M., “A New Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance: Creating Investment Programs Based on Personality Type and Gender to Produce Better *Investment Outcomes*”, *The Journal of Wealth Management*, 2004, str. 61.

odluke i da li osoba preferira da živi na strukturni ili spontani način. Jedan tip ličnosti može biti klasifikovan na osnovu 4 karakteristike: introvertan, čulni, misaoni i osuđujući i nosi oznaku na osnovu prvih slova (na engleskom jeziku *introverted, sensing, thinking, judging*) – ISTJ.¹⁸³ Upitnik na bazi koga su Majkl M. Pompian i Džon M. Longo (2004) izvršili klasifikaciju bihejviorističkih pristrasnosti je uglavnom bio pod uticajem Kanemana i Ripea (1998). Klasifikacija je izvršena na sledeći način: *pristrasnost donošenja stavova, greške preferencija i življenje sa posledicama odluke.* Majkl M. Pompian i Džon M. Longo su tokom leta 2002. godine sproveli test, uključivši 100 investitora, koji su podvrgnuti MBTI testu ličnosti i upitniku bihejviorističkih pristrasnosti. Svi odgovori su bili anonimni, ali su istraživači tražili da se navede pol i godište subjekta. Prvo su odredili tip ličnosti svakog od subjekata, a onda izvršili njihovo tabelisanje u odnosu na pitanja vezana za investitorovu pristrasnost. Studija je dala mnogo značajnih uvida. Njihova otkrića su, u širem smislu, pokazala da su brojni tipovi ličnosti, kao i polovi, izloženi drugačijim bihejviorističkim pristrasnostima. Njihova otkrića su prikazana na sledećim skalama (Skala 1 i Skala 2). Skala napravljena na bazi tolerancije rizika posebno za tipove ličnosti i polove:

Skala 1:

Pesimistični	Previše pouzdani
Realistični	Nerealistični
Slaba tolerancija rizik	Visoka tolerancija rizika
←----->	
Žene	Muškarci

¹⁸³ Podela tipova je izvršena na osnovu četiri glavne karakteristike. Postoje četiri grupe ekstreme ličnosti i u okviru svake grupe klijent bira jedan od dva ponuđena ekstrema. Dati ekstremi i njihove skraćenice (koje vuku poreklo iz engleskog jezika) su: ekstravertni (E - *extraverts*), introvertni (I - *introverts*), čulni (S - *sensors*), intuitivni (N - *intuitives*), misaoni (T - *thinkers*), osjećajni (F - *feelers*), osuđujući (J - *judgers*), perceptivni (P - *perceivers*). Pored ovog tipa, postoji još 15 (ukupno 16) tipova ličnosti označeni sa: ISTJ, ISFJ, INFJ, INTJ, ISTP, ISFP, INFP, INTP, ESTP, ESFP, ENFP, ENTP, ESTJ, ESFJ, ENFJ I ENTJ.

Skala 2: ¹⁸⁴

Pesimistični

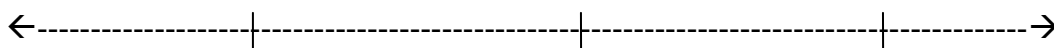
Previše pouzdani

Realistični

Nerealistični

Slaba tolerancija rizika

Visoka tolerancija rizika



INFJ	ENFJ, INFP, INTJ, ISFJ	ENFP, ENTJ, INTP ISTJ, ISFP, ESFJ	ENTP, ESTJ,	ESTP ISTP, ESFP
------	---------------------------	--------------------------------------	-------------	--------------------

Obe skale ilustruju najbolje primenljive rezultate studije. Jedan od zaključaka studije jeste da muškarac koji pripada podgrupi ESTP može da se smatra investitorom koji najviše toleriše rizik, dok žena koja pripada podgrupi INFJ može da se smatra investitorom koji najmanje toleriše rizik. Tip ličnosti i pol mogu da se koriste kao osnova za kreiranje investicionih programa, koji kompenzuju bihejviorističku pristrasnost. Investitor iz podgrupe INFJ (introvertan, intuitivan, osjećajan, osuđivački), kao i investitor koji je žena, tolerišu značajno manje rizika nego njihovi suprotni ekstremi po tipu i polu, pa bi samim tim za ovakve osobe trebalo napraviti konzervativni investicioni plan, iako standardni upitnik za toleranciju rizika govori drugačije, tako da ova klasa investitora može da prati kretanja na tržištu u dugom roku. U terminima dodatnih, statistički značajnih rezultata iz studije prethodno pomenutih istraživača, izvan onih vezanih za prekomerno samopouzdanje i pristrasnost optimizma, pronađeno je sledeće: intuitivni investitori će verovatnije odmah smanjiti gubitke, za osećajni tip je verovatnije da će da kupe i zadrže i imaju duplo veću averziju prema riziku od intuitivnih, introvertni su podložniji greškama preferencija i brinu o putanji svog bogatstva mnogo više nego ekstrovertni, osuđujući tipovi imaju za trećinu veću averziju prema riziku od opažajućih tipova, žene su osetljivije prema *fenomenu* „vruće

¹⁸⁴Pompian, M., Longo, M., A New Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance: Creating Investment Programs Based on Personality Type and Gender to Produce Better Investment Outcomes, *The Journal of Wealth Management*, 2004, str. 62.

*ruke*¹⁸⁵ od muškaraca, muškarci češće obraćaju pažnju na svoj portfolio od žena, za muškarce je verovatnije da će odmah skratiti gubitke, dok je za žene verovatnije da kupe i drže u svom posedu, žene za jednu trećinu imaju veću averziju prema riziku od muškaraca.

3.11 Promene u finansijskom ponašanju - uloga finansijske edukacije

Dosadašnja razmatranja ukazuju na niz zakonitosti i saznanja o tome kako zaista tržište funkcioniše i kako akteri na ovom tržištu donose odluke. Postulati tradicionalne ekonomske teorije su u brojnim segmentima bili neodrživi, a akteri se ponašali iracionalno. Postavlja se pitanje na koji način se prethodna znanja mogu primeniti, ili operacionalizovati tako da dosadašnja razmatranja dobiju praktični značaj za donošenje kvalitetne poslovne / finansijske odluke, a pod tim se podrazumeva da budu zasnovane na znanju ne samo tradicionalne teorije, već i bihejviorističkih finansija i, uopšte, znanjima o heuristikama.

Postoje određene sistemske greške u razmišljanju, koje su svojstvene svim ljudima, pa je neophodno da se ukaže na način iskorišćenja sopstvenih saznanja o ovim greškama, da bi, prilikom odlučivanja ili razmišljanja, doneti zaključci bili lišeni eventualnih pristrasnosti, zabluda i slično. Ova znanja bi trebalo da se integrišu u sistem obrazovanja, tj. edukacije budućih finansijskih stručnjaka, što je i pedagoško pitanje, jer zahteva rekonceptualizaciju edukativnog materijala. Da li postoji neophodnost ovakve rekonceptualizacije? Pitanje je suvišno, a suštinsko pitanje je: Koje su moguće posledice bile do sada usled oslanjanja na ekonomske modele koji ne uključuju ono što Robert Šiler naziva *životni duh*, tj. specifičnu čovekovu percepciju koja nije apsolutno racionalna? Odgovor na prvo pitanje nameće drugo: Kako se *zaštiti* od sistemskih grešaka u mišljenju? Postoje određeni saveti i metode, ali korisno je podsetiti se nekih od grešaka o kojima je bilo reči i u tom smislu navesti određene savete. Važan prethodni savet je da ne treba *razmišljati* o sopstvenom razmišljanju vezano za bilo koju odluku,

¹⁸⁵ Fenomen „*vruće ruke*” – fenomen kod koga sportski navijači sa sigurnošću veruju da će košarkaš koji je za redom dao koš tri puta, dati koš i četvrti put, iako ne postoje nikakvi dokazi u prethodnim podacima. Uverenje da mali uzorak može prikazati prave karakteristike populacije se često naziva i „*zakonom malih brojeva*”. Zakon malih brojeva može dovesti do situacije u kojoj bacanje novčića pet puta sa ishodom glava svih pet puta uverava ljude da će se sledeće bacanje završiti sa ishodom pismo, jer se u malom uzorku ishodi moraju primaći verovatnoći njihovog nastanka, što je pogrešno, jer je za tako nešto potrebno daleko više bacanja.

jer to dovodi do paralize analizom. Vlastito razmišljanje ili zaključivanje je moguće trajno promeniti u mnogim aspektima, ali određeni aspekti zahtevaju aktivno angažovanje i promišljanje, koje uključuje svojevrstne testove, radi izbegavanja određenih sistemskih grešaka. Ovakvo promišljanje nije potrebno raditi u svakom slučaju i svakoj situaciji, već u značajnim i dominantnim, kao što je finansijsko odlučivanje.

Holandanin Danijel Bernuli je još 1738. godine dao odgovor na pitanje kako donositi kvalitetne i dobre odluke. Njegov koncept se sastoji u sledećem: očekivana dobit je jednaka proizvodu verovatnoća da određena radnja donosi dobit i vrednosti koju predstavlja data dobit. Bernuli polazi od pretpostavke da, ukoliko je moguće da se dovedu na matematički nivo prethodne dve varijable, pojedinac će uvek biti u stanju da da precizan odgovor šta treba da uradi, što objašnjava primer: ukoliko se u kesi nalazi jednak broj belih i crnih loptica i ako neko dobije ponudu da se kladi za nagradu od 15 eura, a pritom je uslov za učestvovanje u igri plaćanje 5 eura, tada će verovatno većina ljudi pristati na ovu opkladu. Objašnjenje je jednostavno - verovatnoća dobitka ili gubitka je 50%.

Odluke u svakodnevnom životu najčešće imaju elemente koji povećavaju složenost donošenja odluke i ljudi pritom prave dve vrste grešaka. Prva vrsta greške se odnosi na procene izgleda za uspeh, a druga se odnosi na greške vrednosti vlastitog uspeha.

Većina ljudi će, na pitanje da li ima više reči u engleskom jeziku koje počinju slovom r , ili više reči koje slovo r imaju na trećem mestu, reći da više ima više reči sa slovom r na početku, jer će se lakše setiti. Um se priseća reči po prvom slovu, a ne po trećem ili nekom drugom slovu. Brzina kojom se neko priseća nečega daje mu osećaj verovatnoće te stvari, što znači da bi prvo trebalo da se postavi pitanje da li je određeni zadatak ili izazov značajan, a onda, ukoliko jeste, da se razmisli da li je to zbog procene verovatnoće na bazi lakoće prisećanja nekog događaja. Dramatičnost događaja eliminiše ulogu verovatnoće, odnosno, dramatični događaji se doživljavaju kao verovatniji.

Primer igranja lutrije je posebno ilustrativan. Statistički posmatrano, može se reći da je potpuno besmisleno igrati loto, ali ljudi igraju loto na osnovu onog što vide, a vide pobednike, što im daje utisak učestale verovatnoće. Kada bi neko intervjuisao 100

miliona gubitnika na lutriji i tek onda onog jednog dobitnika, verovatno ne bi igrao lutriju. Savet u pogledu finansijske edukacije jeste da se privlačnost poslovnih poduhvata ne ocenjuje po veličanstvenosti primera uspeha, koji su obično sadržani u izjavi “U tom biznisu zaista može značajno da se zaradi, jer je ta osoba uspela da zgrne bogatstvo. Koliko je samo priča i emisija o tome, mora da je zaista profitabilna oblast.” Svaka prethodno navedena rečenica je simptomatična i, kao takva, odražava kriterijume koji nisu relevantni za nečiju odluku da li da investira novac u određenu oblast, već je neophodno da se sagledaju primeri i statistike koliko je uspešnih u toj oblasti i svi potencijalni izazovi. Suštinsko pitanje je koliki je procenat uspešnih u datoj oblasti.

Druga greška se odnosi na procenu vrednosti. Ljudi najčešće analiziraju da li nešto vredi određenu svotu novca, umesto da analiziraju šta mogu alternativno da urade za određenu svotu novca. Većina ljudi će dati očekivani odgovor da jedan hamburger ne vredi 10 eura, zato što postoji cena koju su navikli da plaćaju. Pravi se sistematska greška, jer se poređenje vrši sa prošlošću.

Njihova procena bi se promenila ukoliko bi integrisali kontekst u celokupnu priču, na primer, ako bi neko bio veoma žedan, verovatno bi za vodu platio 10 eura, i slično. Ukoliko putovanje na određeno egzotično mesto prvobitno košta 5000 eura, pa bude sniženo na 3000 eura - većina ljudi bi prihvatila ponudu, ali ukoliko cena bude snižena na 1000 eura, a potom, kada treba da se plati za aranžman, nakon nedelju dana, kažu da je istekla akcija i da sada putovanje vredi 2000 eura, većina bi verovatno odbila, jer je potpuno *nelogično* da se nešto, što je prethodno je koštalo 1000 eura, plati 2000 eura. Ovakva sistematska greška upućuje na sklonost da se procenjuje vrednost na osnovu prethodnog iskustva. Isti slučaj je i sa akcijama. Irelevantno je po kojoj ceni su kupljene akcije u situaciji kada neko razmišlja da ih proda. Relevantno je samo kakve su procene o budućoj ceni akcija i budući dobitci ili gubici, a nepovratni troškovi treba da se izuzmu, isto kao kada se analizira skok akcija u prethodnom periodu i povezuje sa očekivanjem o budućem kretanju akcija. Ukoliko su akcije doživele značajan pad u prethodnom periodu, ne treba ponovo da se čeka na njihov pad radi kupovine, odnosno ne treba se oslanjati na stepen ovog pada u prethodnom periodu.

Greške se ne prave samo pravljenjem poređenja sa prošlošću, već i poređenjem različitih vrednosti, koje takođe počinju da menjaju vrednost. Ukoliko su, na primer,

ponuđena tri proizvoda, po cenama 10, 30 i 100 eura, ljudi često neće izabrati najjeftiniji, niti najskuplji, već vole srednju vrednost, koja je mnogo niža od najviše cene. Pokušaj upoređivanja vrednosti ometa donošenje racionalne odluke, jer na konzumiranje proizvoda neće uticati ono što je bila njegova alternativa.

Problem komparacija se komplikuje kada se pitanje donošenja odluka odredi u različitim vremenskim trenucima. Većina ljudi bi rekla da 50 dolara sada vredi više nego 50 dolara sutra. Isti ljudi bi rekli da bi izabrali 50 dolara i sada, iako bi mogli dobiti 60 dolara za mesec dana, ali kada bi ljudima dali ponudu da čekaju 12 meseci za 50 dolara ili 13 meseci za 60 dolara, oni bi rekli da mogu da sačekaju i 13 meseci. To im se čini prilično dalekim, međutim, kako se vreme približava, tj. kako se smanjuje vremenska distanca, tako raste nestrpljenje i onda bi radije ponovo pristali da uzmu 50 eura odmah nakon 12 meseci, nego da čekaju još mesec dana za 60 eura. Kvalitetna finansijska edukacija podrazumeva i edukaciju upravljanja emocijama. Strpljenje da se sačeka određeni period kako bi investicija doživela svoj povrat i da se ostvari zarada, upravo je jedna od *osobina* dobrih investitora. Ovu ideju najbolje ilustruje kineska poslovice: „Najbolji trenutak da se posadi drvo bio je pre 20 godina. Drugi najbolji trenutak je sada.” Potrebno je da protekne vreme da bi se uživalo u plodovima svog *investicionog* rada. Nestrpljenjem je neophodno upravljati, uprkos sklonostima koje su svojstvene ljudima, a ono se potiskuje razvijanjem svesti o benefitima strpljenja i čekanja da investicija dostigne svoj puni rezultat.

4 ANALIZA I OCENA MENADŽMENTA SA BIHEJVIORISTIČKOG ASPEKTA

4.1 Specifičnosti korporativnog upravljanja

Korporativno upravljanje nema ustaljenu definiciju, ali postoji nekoliko glavnih karakteristika koje opisuju ovaj pojam. Korporativno upravljanje je, pre svega, definisano strukturama i procesima i uključuje strane koje često imaju konfliktna mišljenja i stavove, čak i kada je u pitanju administracija korporacijom.¹⁸⁶ Postoje dva modela korporativnog upravljanja: anglosaksonski i evropski. Prilikom teorijskog razmišljanja o pitanju korporativnog upravljanja u kontekstu uporedno-pravne regulative, statički i dinamički, postavlja se nekoliko temeljnih pitanja:

1. Da li sistemi korporativnog upravljanja u klasičnom poimanju - jednodomnog, dvodomnog ili mešovitog, postoje i dan-danas?
2. Da li je moguća konvergencija ovih sistema i prema kome?
3. Da li ima empirijskih dokaza o direktnoj vezi sistema korporativnog upravljanja i ekonomske efikasnosti?

Odgovor na prvo pitanje bi svakako bio negativan. Nijedan model korporativnog upravljanja nije danas u potpunosti primenljiv. Globalizacija kapitala, sama po sebi, nameće snažne promene svakog modela korporativnog upravljanja. Hamel naglašava da će budućnost zahtevati revoluciju menadžmenta, ništa manju od one koju je izazvala moderna industrija.¹⁸⁷ Nijedan model korporativnog upravljanja danas nije statičan, čak ni anglosaksonski (kolokvijalno nazvan „američki”). Disperzovano akcionarstvo je u konstantnom padu u odnosu na institucionalizovano i neprijateljsko preuzimanje („hostile takeover”) značajno manje anulira moć uprave, što pokazuje da je uticaj akcionara sve slabiji, pri čemu se stvara zajednica u kojoj postojeći članovi utiču na izbor novih. Telo regulacije koje vrši reviziju je bord direktora. Pojedini stručnjaci, međutim, smatraju da izvršni direktor (CEO) ima preveliki uticaj, to jest, da su izvršni direktori u periodu od 1990. godine akumulirali toliko moći da bord direktora služi kao

¹⁸⁶ Pojedini autori unutar Međunarodne finansijske organizacije naglašavaju da je sama definicija termina „korporativno upravljanje” podložna promenama tokom vremena, kao i da se te promene dešavaju veoma često (IFC, *Korporativno upravljanje*, 2011, str. 4).

¹⁸⁷ Hamel, G., *The Future of management*, 2007, str. 5.

regulatorno telo samo nominalno¹⁸⁸, što je jedna od glavnih kritika ovog modela korporativnog upravljanja. Druga kritika je odnos između plata izvršnih direktora i zaposlenih. Plata izvršnog direktora u SAD je trideset devet puta veća nego plata prosečnog radnika, dok je u Japanu, u kome je primenjen evropski model, plata veća 10,8 puta.¹⁸⁹ Američki model disperzovanog akcionarstva, u meri u kojoj nije ugrožen razvojem sistema institucionalnih investitora, sve više se erodira u svojoj esenciji ulogom banaka kao kreditora kompanija. Sistem „dužnik u posedu” (DIP - *debtor in possession*) sve češće „poništava ulogu akcionara”. Sistemom tzv. restriktivnih kreditnih klauzula u ugovorima o kreditu sa kompanijama, banke su u poziciji da i van stečaja (u stečaju, kao poverioci, igraju ključnu ulogu) preduzimaju niz radnji koje poziciju akcionara guraju u drugi plan. Jačanjem sistema institucionalnih investitora jača i institut nezavisnih direktora, kao članova uprave, koji pravovremenim informacijama o poslovanju kompanije jačaju, s jedne strane, poziciju akcionarske kontrole, a s druge strane poziciju kreditora, što ima za posledicu da je za zamenu članova uprave po pravilu potrebna saglasnost banke kao kreditora. Banke na ovaj način postaju glavni činilac za zamenu neefikasne uprave i menadžmenta u neefikasnim kompanijama, čime postaju glavni mehanizam za monitoring kompanije tokom celog njenog postojanja, nadomeštajući ulogu sve manje prisutnog neprijateljskog preuzimanja. Institut nezavisnih direktora¹⁹⁰ im u ovom smislu značajno pomaže. Postoji obaveza većinskog članstva nezavisnih direktora u upravi, ali za sada nema čvrstih empirijskih dokaza o sistemskoj vezi ovakvog sastava uprava i ekonomskih performansi kompanija. Američki model korporativnog upravljanja je takođe pretrpeo brojne promene, koje su ga udaljile od klasičnog izgleda, a one glavne se svode na: a) pad primata akcionara u odnosu na banke, b) pad prakse neprijateljskog preuzimanja (u nekim slučajevima pojavu sprečavaju ili otežavaju zakoni, dok se u drugim slučajevima primenjuju druge taktike)¹⁹¹, c) koncentraciju akcionarstva i d) jačanje monitoringa

¹⁸⁸ Clarke, Thomas: A Critique of the Anglo-American Model of Corporate Governance, 2009, str. 4.

¹⁸⁹ Clarke, 2009, str. 27.

¹⁹⁰ Hatch, Mary Jo: The Dynamics of Organizational Culture, 1993, str. 660.

¹⁹¹ Menadžeri mogu da zaprete otkazom. Često se neprijateljsko preuzimanje vrši baš iz tog razloga – neefikasnosti menadžera i slabog upravljanja, zato ova taktika nije u praksi. Druga vrsta taktike je nagli otkup većine kompanije od strane trećeg lica. Postoji veliki broj mehanizama odbrane koji onemogućavaju ili makar odlažu neprijateljsko preuzimanje; više u:

<http://internationalfinancemagazine.com/article/Defense-Mechanism-Against-Hostile-Takeovers.html>.

Pristupljeno: 22.3.2016.

banaka kao kreditora i približavanje japanskom (nemačkom) modelu bankarskog upravljanja.

Evropski model (takođe nazvan i nemačko-japanski), s druge strane, zavisi od regulatornog tela, koje je podeljeno na dva segmenta - nadziranje rada kompanije i regulisanje svakodnevnih poslova. Razlika između ova dva modela je u tome što u anglosaksonskom modelu postoji jedinstveni korpus regulacije, a u nemačko-japanskom velika disperzija moći. Zaposlenima se daje pravo upravljanja korporacijom kroz sistem predstavljanja (broj osoba sa pravom predstavljanja) i varira od države do države (od 35 u Danskoj, do 300 u Austriji), a u pojedinim zemljama postoje i određena ograničenja moći predstavnika zaposlenih. Predstavnicima zaposlenih je u Francuskoj i Finskoj, na primer, dozvoljeno da prisustvuju sastancima izvršnog tela, ali ne i glasanje¹⁹², a u japanskom modelu članovi nadzornog tela po pravilu moraju biti iz neke druge korporacije, da bi se izbegla zloupotreba uticaja i položaja.¹⁹³ Japansko-nemački model se udaljio od svojih korena, i to na sledeće načine: a) osnaživanjem upravne moći manjih akcionara, kroz uklanjanje barijera za derivativnu tužbu,¹⁹⁴ b) forsiranjem akcija zaposlenih, c) pojednostavljivanjem procedura fuzija, d) omogućavanjem kompanijama da izaberu američki model uprave, e) smanjenjem procenta institucionalnih akcionara i jačanjem procesa institucionalnih akcionara.¹⁹⁵

Odgovor na drugo pitanje je takođe negativan. Globalizacija nameće potrebu razvoja ovih modela i prilagodljivosti na nove uslove, što izgleda kao konvergencija ovih sistema, ali se čini da to teško može da izdrži kritičku naučnu proveru. Debata o konvergenciji sistema korporativnog upravljanja u osnovi je nametnuta snagom anglosaksonske prakse i kapitala, koja je pokušala da proglasi kraj evolucije ovog modela („pobeda najboljeg modela korporativnog upravljanja”), tako da ostaje da se sagleda koliko drugi modeli (čisti ili mešoviti) konvergiraju ka ovom modelu. Ovakvu

¹⁹² Mendez, M. A., *Corporate Governance: a US/EU Comparison*, 2012, str. 12-13.

¹⁹³ Ovakvi kratki primeri pokazuju da upravljačka tela zavise (i prilagođavaju se) od zahteva tržišta, međutim, osnovne karakteristike u oba slučaja uključuju grupu koja reguliše konflikte u odnosima različitih strana (kao što su zaposleni i akcionari) (Đorđević Slaviša, *Značaj i uloga korporativnog upravljanja u podizanju nivoa efikasnosti menadžmenta*, 2011, str. 3-4).

¹⁹⁴ Tužba koju podnosi pojedinac u ime jednog društva tražeći ispunjenje svojih prava (ZPD, "Sl. glasnik RS", br. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon i 5/201), član 79.

¹⁹⁵ Zenger, Todd R: *Informal and Formal Organization in New Institutional Economics*, 1993, str. 114.

tezu postavljaju i MMF i Svetska banka.¹⁹⁶ Pozitivan odgovor na pitanje konvergencije klasičnih modela korporativnog upravljanja zahtevao bi traženje odgovora u vezi sa tehnikama te mogućnosti, na prvom mestu formalno-pravne (normativne) tehnike konvergencije (materijalne i proceduralne). Ova konvergencija je teško ostvariva, jer bi negirala značaj pravne tradicije, kulture prava, kulture primene prava, različite poslovne prakse, snage sudova, ekonomskih i psiholoških razloga i, konačno, političkog uticaja. Uspeh pravnih transplanata¹⁹⁷ (direktan ili indirektan) bio bi moguć samo u zemljama sa sličnom pravnom tradicijom, sličnim pravnim poreklom i nasledstvom. Evropska unija, i pored političke saglasnosti, teško postiže konvergenciju različitih modela korporativnog upravljanja, pa se umesto konvergencije („harmonizacije“) govori o „minimumu standarda“.¹⁹⁸ Ključni razlog zbog koga ne može da postoji konvergencija ka opštem modelu na mestu minimuma standarda je politička orijentisanost, jer ovakav sistem nije politički neutralan (saodlučivanje, participacija, sindikati). Drugi razlog može da se sagleda i kroz svođenje na apsurd: ukoliko bi se takva masovna konvergencija i desila, uopšte ne bi bila masovna, pošto bi zavisila od slučaja. Kompanije bi birale model, ali bi isti takav model prilagođavale sebi do te mere da se promena ne bi mogla sprovesti na nacionalnom planu.¹⁹⁹ Huel i Avolio smatraju da se konvergencija na individualno-korporativnom osnovu u neku ruku dešava putem uticaja institucionalnih investitora, prekograničnih fuzija, kao i putem pozitivnog primera modela korporativnog upravljanja.²⁰⁰

Faktori koji utiču na opštost američkog modela korporativnog upravljanja ne uključuju njegovu ekonomsko-produktivnu prednost u odnosu na ostale modele, jer ne postoje konkretni dokazi da je američki model (jednodomni i akcionarski orijentisan) iole efektivniji, iako taj sistem promoviše veliki broj apologeta u različitim sferama

¹⁹⁶ Athanasios Vamvakidis (IMF), *Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities*, Athens, 2008.

¹⁹⁷ Prenošenje pravila ili sistema prava iz jedne u drugu zemlju, ili iz jednog naroda u drugi. Više u: Đorđević, Miroslav: *Pravni transplant i Srbijski građanski zakonik iz 1844*, Beograd, 2006, str. 3.

¹⁹⁸ *Convergence with EU IPPC Policies: Short Guide for ENP Partners and Russia*, Alexander Neubauer, July 2007.

¹⁹⁹ Efektivna primena jednog konvergentnog modela bi se mogla sprovesti strogim zakonskim regulativama, međutim, ovakav pristup ostavlja mnogo prostora za potencijalne greške i neusklađenosti.

²⁰⁰ U ovom slučaju kompanije su se ponašale kao pojedinci koji uče po modelu od drugih kompanija, s tim što bi preuzeti model bio prilagođen trenutnoj strukturi vlasništva i upravljačkog tela u kompaniji koja, uslovno rečeno, „uči“ (Howell, Jane M.; Avolio, Bruce J.: *The ethics of charismatic leadership: Submission or liberation?*, 2009, str. 45).

(političari, ekonomisti, finansijeri, itd.). Američki model čini uspešnim adaptacija, odnosno prilagođavanje okolnostima balansiranjem između akcionara, uprave i kreditora.

Slična situacija je sa nemačkim modelom - nije došlo do masovne konvergencije, već su se pojedinačni modeli korporativnog upravljanja prilagodili zahtevima okruženja. Jedan model, koji odgovara disperzovanoj strukturi vlasništva, ne može da bude univerzalno primenljiv.

Potreba za regulatornim telom, koje bi osiguralo etičko postupanje u skladu sa Kodeksom korporativnog upravljanja²⁰¹, primetna je u oba slučaja. Druga očigledna karakteristika korporativnog upravljanja je konflikt interesa. Samoregulacija nije uvek efektivna, zato što se kršenje etičke norme može sakriti od javnosti i nastaviti, pa je iz tog razloga potreban eksterni sistem revizije, koji bi pružio objektivno stanovište prilikom evaluacije. Okruženje, predstavljeno kroz pravne tradicije, zakonske norme, kulturu i politički sistem, predstavlja prepreku za razvoj univerzalnog modela, nezavisno da li je u pitanju nemački ili američki model.

Nijedan princip regulisanja ovakvih problema nije savršen, kako smatraju pojedina stručna lica u CLDS.²⁰² Primer je takozvani „principal agent” problem – situacija kada izvršno telo funkcioniše u sopstvenom interesu, a ne u interesu zaposlenih. Visoke menadžerske naknade (značajno veće kod američkog nego kod nemačko-japanskog modela), na primer, nemaju podlogu za svoju egzistenciju. Američki sistem je upravo svojim principima iznedrio jedan od najvećih krahova u skorijoj istoriji tržišta hartija od vrednosti - „Enron”.²⁰³ Ovakvi i slični krahozi će dovesti do ubrzanog razvoja novog modela, pri čemu bi akcenat bio na sistemu upravljanja, u kome izvestan udeo ima pojedinac (menadžer ili director) i oblikovali bi ga brojni spoljašnji faktori.

²⁰¹ Kodeks korporativnog upravljanja, Skupština Privredne komore RS, 17.9.2012 („Službeni glasnik RS”, br. 65/01, 36/09 i 99/11, 45/02, 107/03, 44/05, 29/09, 35/11, 46/11 i 103/11).

²⁰² Centar za liberalno-demokratske studije, *Projekat: Korporativno upravljanje: pet godina kasnije*, Beograd, jul 2008, str. 3, navodi veliki broj principa kojima se utvrđuje pravičnost ovakvog sistema. Sledeće mere se mogu primeniti da bi se zaštitili manjinski akcionari: precizna regulacija konflikata interesa, korišćenje kumulativnog načina glasanja kada je u pitanju upravni odbor, i sprečavanje nastanka bilo kakvih glasačkih privilegija.

²⁰³ Skandali u upravi kompanije „Enron” su doveli do elektrodistributivne krize u Kaliforniji, čime je izazvana šteta koja se procenjuje u desetina milijardi dolara. Više u: FERC, *Staff report: Price Manipulation in Western Markets – findings at glance*, 26.3.2003, Docket No. PA02-2-000, dostupno na: <http://www.ferc.gov/industries/electric/indus-act/wec/enron/summary-findings.pdf>. Prist. 28.3.2016.

4.2 Uticaj korporativnog upravljanja na stvaranje preteranog samopouzdanja

Pojedini tipovi ličnosti imaju tendenciju da budu ono što se kolokvijalno zove „prirodne vođe”, a korporativno upravljanje i samopouzdanje idu „ruku pod ruku”. Osnovno pitanje je da li preterano samopouzdanje nastaje kao rezultat visokog položaja u kompaniji, ili je zbog sopstvenog samopouzdanja osoba došla na visoki položaj, odnosno da li samopouzdanje doživljava nagli skok nakon promocije i koliko. Jedno od rešenja je jaka struktura vlasništva, koja bi „pod fokus” redovno stavljala menadžera „bludnog sina” i regulisala njegove postupke, a po potrebi ga i sankcionisala. U demokratskom sistemu, nezavisno od modela, nije preporučljivo da upravno-izvršna vlast radi na svoju ruku.

Bitan faktor koji treba da se pomene je položaj grupe akcionara u odnosu na izvršnu upravu. Kako, pored mnogobrojnih otuđenja, konflikata interesa i privatizacija održati upravno-izvršne organe vlasti u sklopu akcionarskog društva? Sve metode svode se na jedan put - jačanje instrumenata i tehnika nadgledanja upravno-izvršnih organa vlasti. Jedan od načina je korišćenje pravnih instituta kao izvora nadgledanja, a ostali su vezani za pitanje spoljnih instituta kontrole: nadzorni odbor, nezavisni direktori, nezavisni komiteti, nezavisni spoljni revizori, interni revizori, specijalni revizori ili eksperti manjine, i slično.

Globalna akcionarska društva današnjice se nalaze pred velikom dilemom – na koji način organizovati strukturu društva akcionara i koje organe dodati skupštini kao „pasivnom akcionaru”, a koje „aktivne” izvršne organe postaviti? Korporativno upravljanje („corporate governance”) u ovom slučaju predstavlja proces jačanja ingerencije skupštine i njenog prevođenja u neku vrstu „aktivnog suverena”, na čijem čelu bi se našao pojedinac – vođa, koji bi bio *primus inter pares* (prvi među jednakima). Rezultati promena u dalekoj budućnosti ne mogu da se predkažu, ali sve promene u sistemima upravljanja imaju zajednički temelj - *stvaranje aktivnog mehanizma kontrole otuđenja upravno-izvršne sfere vlasti od akcionara, kao vlasnika kapitala (čijim kapitalom oni upravljaju)*. Takav mehanizam bi pre imao ulogu prevencije štete, nego sanacije i imao bi za cilj regulaciju izvršno-upravne sfere vlasti, a kao kriterijum postupanja bi imao samo interes akcionarskog društva. Svetska legalna i ekonomska

praksa je u tu svrhu stvorila nekoliko sistema, koji bi pomogli pri ovakvog regulaciji i uvela značajne metode kontrole uprave ili kontrole u ime vlasnika²⁰⁴, kao što je *povratak skupštine akcionara*.

Skupština akcionara se smatra najvišim upravnim organom korporacije i njenim apsolutnim suverenom, što, međutim, ne mora biti istina. Retki sastanci skupština akcionara, njihova stručna neupućenost ili nezainteresovanost (posebno kada su manji akcionari u pitanju), dovodi do toga da skupština akcionara ima, u stvari, jako malo vlasti i kontrole nad preduzećem. Postoji zapažanje da je suveren „kralj lenjivac koji radi samo po nekoliko časova godišnje”. Akcionari, koji možda nemaju slobodno vreme, i pored svega toga ne žele da odustanu od prava koja im pripadaju kao vlasnicima. Radulović²⁰⁵ primećuje da „zahtev za njihovo (=akcionarsko, prim. aut.) aktivnije učešće na sednicama skupštine dobija na značaju u savremenim uslovima”. Jačanje institucionalizovanih akcionara pojačava kredibilitet akcionara i izvodi skupštinu akcionara, kao organ, iz pasivnosti u kojoj se trenutno nalazi. Akcionarsko društvo nastaje individualnom voljom svakog akcionara, što upućuje na potrebu njegove demokratičnosti u funkcionisanju i širini ovlašćenja, posebno skupštine kao organa vlasnika, ali ovaj organ do skoro formalno nije imao suverenu poziciju i sve više je uzmicao pred potrebama veće poslovnosti²⁰⁶, što ne važi samo u angloameričkom pravu, već i u kontinentalnom. Zakonske norme jasno deklarišu da sastanak skupštine akcionara mora da se održi minimalno jednom godišnje, dok maksimum nije definisan. Jedina mogućnost da se poveća moć skupštine akcionara je sama skupština akcionara - njihova kompetencija, zainteresovanost i slobodno vreme. Pretpostavka delokruga bila je sve više u korist upravnog odbora i izvršnih direktora.²⁰⁷ Sistem organizacije korporativnog upravljanja ima presudan uticaj na stvaranje preteranog samopouzdanja pojedinaca (direktora). Piramidalna struktura radne organizacije zahteva čoveka „u vrhu”, koji je svakako najvažniji, najposposobniji, koji donosi najteže odluke i odgovoran je za rezultate poslovanja. Takav sistem poslovno-obavezujućih odnosa stvara utisak samobitnosti tog pojedinca, o čijim psihološkim osnovama će biti više reči, a kao

²⁰⁴ Barbić, J., *Pravo društava; knjiga druga: društva kapitala*, Informator, Zagreb, 2000, str. 11-15.

²⁰⁵ Radulović, Branko: *Stečaj u Srbiji – činjenice, zablude, i nenameravane posledice*, 2014, str. 131.

²⁰⁶ Prim.aut.: Što zahteva jačanje funkcija upravnog odbora i izvršnih direktora,

²⁰⁷ Loose, Peter et al: *The Company Director: Powers and Duties*, 1993, str. 348.

primeri poslovne strukture savremene kompanije, predstavljeni su najzastupljeniji modeli korporativne organizacije.

Takozvane „prirodne vođe” se najčešće rađaju sa osobinama koje ih čine takvim ličnostima, dok okolina pospešuje njihov dalji razvoj.²⁰⁸ Karlos Gosn (Carlos Ghosn), na primer, smatra da su sledeća tri principa osnovna pri upravljanju korporacijom i da važe nezavisno od kulturne sredine:²⁰⁹

1. **Transparentnost.** Odnos prema autoritetima je suština ovog principa. Organizacija će biti efektivna jedino, kako veruje Gosn, ukoliko podređeni smatraju da je ono što njihovi nadređeni kažu, misle i rade, jedna ista stvar.
2. **Egzekucija (izvršenje)** je, po Gosnu, najveći deo posla, dok je strategija minorna (Gosn ih stavlja u odnos od 95% prema 5%).
3. **Komunikacija i usklađenost hijerarhije i prioriteta.** Ovakav sklop vrednosti je karakterističan za ekstrovertne, savesne i otvorene ličnosti.²¹⁰

Five Factor Personality Model (FFM) je u poslednje vreme izuzetno popularan i široko se primenjuje. Model pet takozvanih „robusnih” dimenzija ličnosti su se menjale kroz vreme, počevši od Fiskea, koji je smatrao da je pet, a ne šesnaest²¹¹ faktora dovoljno da se odrede individualne razlike između ličnosti, a ono što je dodatno plasiralo FFM kao univerzalni metod merenja individualnih razlika ličnosti je njegova kompatibilnost sa drugim modelima, primenljivim u daljoj psihometriji.

²⁰⁸ Eileen Sacks, Robin: *Natural Born Leaders: An Exploration of Leadership Development in Children and Adolescents*, 2009, str. 9.

²⁰⁹ Millikin, John P; Fu Dean: *The Global Leadership of Carlos Ghosn at Nissan*, 2005, str. 128. Karlos Gosn je u periodu objavljivanja ovog članka bio izvršni direktor firme „Nissan“, dok je trenutno zaposlen na istom položaju u firmi „Renault“. U ovom segmentu, Gosn je izabran kao primer zbog svojih uspeha. U periodu od 1999 do danas, uspeo je da svojom politikom smanjenja cena „Nissan“ automobila i opštim restrukturiranjem spase kompaniju od kolapsa, što ga je učinilo veoma popularnim na globalnom planu (o čemu svedoče brojne nagrade koje je dobio).

²¹⁰ Instrument korišćen zarad daljeg opisa ovakvih ličnosti je takozvani „Big Five“ (nazvan i „Five Factor Model“ (FFM), a sa zvaničnim imenom „Revised NEO Personality Inventory“ (NEO-PI). Inventar ličnosti je stvoren 1978, a dopunjen 1990, od strane psihologa Roberta MekKrea i Pola Koste. Više u: McCrae, R. M.; John, O. P. (1992). "An introduction to the five-factor model and its applications". *Journal of Personality* 60 (2): 175–215.

²¹¹ Početak šesnaestofaktornog modela ličnosti potiče od Katela (Cattell), ali su ga razvili Brigs i Majers (Briggs & Myers).

Tabela 3: Komparacija različitih modela ličnosti

Katel, Brigs-Majers	Kosta i MekKre	Big Five (Goldberg)
Ekstraverzija	Ekstraverzija	Surgencija
Anksioznost	Neuroticizam	Emotivna stabilnost
Receptivnost	Otvorenost	Intelekt/kultura
Akomodacija	Prihvatljivost	Prihvatljivost
Samokontrola	Samosvest	Oslonljivost

Sačinjeno prema: Heather E.P. Cattell and Alan D. Mead, *The Sixteen Personality Factor Questionnaire (16PF)*, u „*The Sage Handbook Theory of Personality Theory and Assessment*“, str. 138.

Mnoge od navedenih karakteristika su dovedene u vezu sa nivoom preteranog samopouzdanja kod osobe, posebno ekstraverzija, nizak nivo neuroticizma i optimizam.²¹² Pretpostavka je da iz ovog razloga, u kombinaciji sa visokim položajem, direktori imaju sklonost ka visokom nivou samopouzdanja.

Jedno istraživanje, vršeno u Norveškoj, pokazuje da izvršni direktori generalno imaju veće kognitivne sposobnosti u odnosu na opštu populaciju.²¹³ Inteligencija i velike kognitivne sposobnosti imaju direktnu vezu sa prevelikim samopouzdanjem²¹⁴, odnosno veliko samopouzdanje ide „pod ruku” sa izraženim kognitivnim sposobnostima. Povezanost moći sa preteranim samopouzdanjem je izuzetno jaka. Serije eksperimenata izvedenih na uzorku opšte populacije pokazuju da moć i uticaj, u kombinaciji sa viskim nivoom samopouzdanja i izraženim kognitivnim sposobnostima, stvaraju međusobnu interakciju. Osobe sa velikim kognitivnim sposobnostima (ekstraverzijom i otvorenošću kao klasterima ličnosti) imaju kapacitete koje ih čine poželjnim vođama. Samopouzdanje u ovom stadijumu, međutim, ne mora da bude visoko do trenutka samog sticanja moći, kada nastaje obrt, potencijalno *ad infinitum* - samopouzdanje stečeno pozicijom moći služi kao amplifikator (pojačivač) osećaja samopouzdanja.²¹⁵

Ovakav ciklus se često nastavlja, dok ne dođe do nekog spoljnog uticaja, koji „raspršuje iluzije”, kao na primer neuspešana spajanja ili spajanja sa pripajanjem.²¹⁶ Ovakav

²¹² Anderson, C., et al., *A Status Enhancement Account of Overconfidence*, 2012, str. 722.

²¹³ Adams Renée, Keloharju Matti, Knüpfer Samuli, *Are CEOs Born Leaders? Lessons from Traits of a Million Individuals*, Harvard, 2016, str. 4.

²¹⁴ Ehrlinger, Joyce; Mitchum, Ainsley L.; Dweck, Carol S., *Understanding overconfidence: Theories of intelligence, preferential attention, and distorted self-assessment*, 2016, str. 98.

²¹⁵ Fast, N. J., et al. *Power and overconfident decision-making: Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 2011, str. 11.

²¹⁶ Isto.

*hibris*²¹⁷ je često proizvod preteranog samopouzdanja, čija je glavna karakteristika stvaranje slike o situaciji kod osobe koja nije kompatibilna sa objektivnom slikom stvarnosti.

Veza između preteranog samopouzdanja i korporativnog upravljanja je višestruka. Postoje bitni spoljni faktori (kognitivne sposobnosti, ekstraverzija i otvorenost), ali postoji i takozvani „produktivni narcizam”.²¹⁸ Prototip jednog vođe, kako naglašava O’Rajli, jeste „osoba koja želi da promeni svet tako da se isti (svet) upodobljava njegovoj ideji”.²¹⁹ Primeri ovakvih tipova ličnosti su Adolf Hitler, Josif Staljin, Stiv Džobs, Džimi Karter, Benito Musolini i mnogi drugi.²²⁰ Neki od njih su znatno manje loši od ostalih – niko danas ne bi poredio Stiva Džobsa i Džimija Kartera sa Adolfom Hitlerom i Benitom Musolinijem, ali ono što imaju kao zajedničku crtu je izvesni narcizam, sopstvena ideja o svetu i želja (unutrašnji, to jest, internalizovan motiv) da validiraju svoje ideje i koncepte kroz postepeno prilagođavanje sveta sebi.

Razlike javne percepcije takvih ljudi potiču iz etičkih implikacija same ideje. Ideja arijevske države, stvorene kroz socijalni darvinizam, imala je već tokom svojih početaka izuzetno negativne implikacije. Harizma glavnog propagatora takve ideje, u kombinaciji sa kontrolom medija, učinila je takvu ideju privlačnom široj masi. Stiv Džobs je na isti način posedovao harizmu koja mu je značajno pomogla pri reklamiranju proizvoda kompanije *Apple* široj publici.

Najizraženiji deo takozvane „mračne trijade”²²¹, kada su u pitanju ovakve ličnosti, svakako je narcizam, koji karakterišu grandiozne deluzije o sebi (=iskrivljena slika o sebi), a moć upravljanja, u kombinaciji sa visokim nivoom samopouzdanja, može da ojača ovakve deluzije. Realnost se, naravno, ne može povinovati zahtevima ovakvih

²¹⁷ Isto.

²¹⁸ O’Reilly, C.A., et al., *Narcissistic CEOs and executive compensation*, 2013, str. 6.

²¹⁹ Isto.

²²⁰ Rosenthal, Seth A., Pittinsky, Todd L., *Narcissistic leadership*, 2006, str. 621.

²²¹ Paulhus, Delroy L., Williams Kevin M., *The Dark Triad of personality: Narcissism, Machiavellianism, and psychopathy – brief report*, 2002, str. 556–563. Mračna trijada se sastoji iz tri aspekata ličnosti: narcizma, makijavelizma i psihopatije. Narcizam karakteriše ideja o sopstvenoj superiornosti, grandiozitetu i pravu. Makijavelizam karakteriše cinično ponašanje, manipulacija, dvoličnost i nedostatak principa, dok psihopatiju karakteriše prevashodno nizak nivo empatije i dizinhibicija pri postupcima koji se generalno opisuju kao nemoralni.

individua i zato takve osobe gledaju na odgovore svoje okoline kroz iskrivljenu prizmu.²²²

Štetni začarani krug, koji se u ovome se može uočiti, rezultira sklonošću i potencijalom ka lošem rukovođenju kompanijom. Ovakvi segmenti ličnosti vode do daljeg lošeg rukovođenja, dok jaz između slike o svetu takvog rukovodioca i objektivne situacije postaje sve širi. Uzrok tome je visok nivo samopouzdanja, koji postepeno prerasta iz pozitivne crte ličnosti u problem po osobu na rukovodećem položaju, kao i po samu kompaniju.

4.2.1 Modeli uprave u uporednom pravu

Jednodomni sistem („one-tier system”) je originalni sistem anglosaksonskog prava, prihvaćen u SAD i pojedinim evropskim zemljama kontinentalnog prava (Francuska, Švajcarska, Italija)²²³, u kome je funkcija upravljanja u rukama jednog ili više lica (Švajcarska, Engleska, SAD), odnosno odbora direktora - upravni odbor (Francuska), koga bira skupština akcionara (upravni odbor - board of directors)²²⁴. Upravni odbor iz redova svojih članova („executive directors”), ili delom nečlanova, ili lica stalno zaposlenih u društvu, bira jednog ili više izvršnih direktora za operativno vođenje poslova društva (menadžment - odbor izvršnih direktora – „executive board of directors”).²²⁵ Prvi izvršni direktor je i predstavnik upravnog odbora, kao i njegov član. Članovi upravnog odbora mogu biti, sa raznim varijacijama, stalno zaposleni u društvu („executive directors”) ili lica koja nisu zaposlena u društvu („non executive directors”). Funkcija upravnog odbora (odbora direktora) ostvaruje se delom na kolegijalnoj osnovi (sednice, kolektivno zastupanje), a delom na inokosnoj osnovi (izvršna funkcija predsednika, izvršna funkcija generalnog direktora, izvršna funkcija direktora, izvršni direktori).

²²² Morf, Carolyn C., Rhodewalt Frederick, *Unraveling the Paradoxes of Narcissism: A Dynamic Self-Regulatory Processing Model*, 2001, str. 179.

²²³ FTZ, član 89, ŠZO, čl. 89-117. i čl. 707-726. Pravno-teorijsku obradu instituta upravnog odbora vidi naročito kod Gourlay, *Le Conseil d'administration de la sociétés anonymes, these*, Pariz, 1971.; za englesko pravo: Tunc, nav. delo, str. 107-124; za pravo SAD; Tunc, nav. delo (za pravo SAD), str. 103-130.

²²⁴ ŠZO, čl. 707,712. i 714; FTZ, čl. 89,110. i 115; u Engleskoj akcionarska društva sa javnim upisom akcija imaju barem dva direktora, a društva bez javnog upisa akcija imaju barem jednog direktora - Charlesworth & Morse, *Company Law*, London, 1995, str. 312-315.,

²²⁵ Guyon, Isabelle: *An Introduction to Variable and Feature Selection*, 2003, 1157-1182.

Nadzorni odbor u ovom sistemu nije obavezan organ u akcionarskom društvu (kontrolnu funkciju vrše spoljni nezavisni revizori, delom i interni revizori, ili specijalni revizori). Jednodomni model korporativnog upravljanja razvio se u sledećem okruženju:

1. Dominacija disperzovanih akcionara, koji su uglavnom fizička lica,²²⁶
2. Dobra zakonska i sudska zaštita akcionara,²²⁷
3. Ograničeno akcionarsko pravo banaka i drugih institucionalnih investitora;
4. Postojanje pravila „jedna akcija, jedan glas”,
5. Likvidno i razvijeno tržište kapitala,
6. Slaba moć sindikata,
7. Slabo razvijena državna politika,
8. Slabo razvijen sistem socijalne zaštite,
9. Razvijeno radničko akcionarsko pravo posebnih podsticaja.

Jednodomni model korporativnog upravljanja razvio se u uslovima tzv. *akcionarskog kapitalizma*. Ovaj model je ranije karakterisan kao menadžerski (profitno) orijentisan model, a sada se sve više označava kao akcionarski orijentisan model. Osnovne odlike ovog modela su:

1. Konkurencija u svim oblastima²²⁸,
2. Dominacija privatnog (interes akcionara) nad javnim u upravljanju,
3. Potiskivanje uloge moćnih privatnih institucionalnih investitora i forsiranje javne emisije akcija kao glavnog izvora finansiranja,
4. Uređivanje korporativnog upravljanja dispozitivnim normama, čime se podstiče tržište,
5. Kompletno odvajanje upravljanja od vlasništva, pa akcionari nemaju pravo da direktno upravljaju aktivnostima društva, već to u njihovo ime čini odbor direktora i menadžera, sa fiducijarnom dužnošću prema kompaniji, odnosno punim poverenjem (dominiraju po pravilu otvorene kompanije)²²⁹,
6. Izuzetno laka mogućnost za akcionare da pokreću sudske postupke protiv „neposlovnih” i štetnih odluka uprave društva,

²²⁶ IFC; 2011, str. 20.

²²⁷ Radulović, 2014, str. 209.

²²⁸ Lutz, Eberle, 2007:5

²²⁹ Jungmann, 2006, str. 435

-
7. Motivisanje uprave preko ugovora, koji naknadu za njih vezuje za uspeh kompanije,
 8. Razvijena javna kontrola kvaliteta upravljanja, posebno preko specijalizovanih medija i razvijenog tržišnog rejtinga menadžera,
 9. Razvijena sudska praksa sa precedentima (prethodnim slučajevima) korporativnog upravljanja, koji su svojevrsna lekcija za dobro upravljanje.

Ekonomska teorija kao ključne prednosti akcionarski orijentisanog kapitalizma navodi:

1. Prednost prilikom započinjanja biznisa i uvođenja nove tehnologije,
2. Podsticanje inicijativnosti, individualnosti i inovativnosti,
3. Politička neutralnost,
4. Podsticaj profesionalizaciji menadžera,
5. Diversifikacija rizika (javna emisija akcija),
6. Relativno visoki prinosi od ulaganja u akcije.

Ključni nedostaci ovog sistema kapitalizma su:

1. Maksimiziranje rezultata na kratak rok zapostavlja strategiju na dugi rok,
2. Cena akcija bazira se na kratkoročnoj strategiji, što onemogućava strategiju istraživanja i razvoja,
3. Slaba kontrola uprave od strane disperzovanih akcionara (model „jaki menadžeri slabi akcionari”),
4. Relativno slabe akcionarske skupštine i relativno moćni upravni odbori,
5. Vezivanje naknade upravi za uspeh kompanije (cena akcija) vodi zloupotrebama uprave prilikom „naduvavanja bilansa”,
6. Slaba zaštita drugih interesa u kompaniji (osim akcionarskih).

Drugi sistem (tzv. dvodomni model – „*two-teir system*”), sistem nemačkog prava, koji alternativno sa prvim sistemom usvaja i novije francusko zakonodavstvo, sastoji se u tome što u akcionarskom društvu u principu (izuzetno, u malim društvima funkciju upravnog odbora može vršiti i jedno lice) postoje dva odbora - upravni odbor u užem smislu (*Vorstand*- direktorijum) i nadzorni odbor (*Aufsichtsrat*).

Upravni odbor u užem smislu vrši svoje funkcije upravljanja i poslovođenja delom na kolektivnoj osnovi (donošenje odluka na sednicama, kolektivno zastupanje), a delom na

individualnoj osnovi (individualno zastupanje, individualno izvršavanje donetih odluka na sednicama). U akcionarskim društvima sa manjim kapitalom (zakonom propisanim) funkciju upravnog odbora može da vrši i jedno lice - jedini generalni direktor.²³⁰

Članove nadzornog odbora bira i razrešava skupština, a nadzorni odbor bira i razrešava članove upravnog odbora. Kontrolnu funkciju, pored nadzornog odbora, vrši spoljni nezavisni revizor, a može i unutrašnji revizor i ponekad specijalni revizor. Dvodomni model uprave razvio se u sledećem okruženju:

1. Dominacija banaka kao akcionara u upravljanju kompanijama ili kao akcionara, ili preko sistema punomoćja, ili ugovora o vršenju glasačkih prava,
2. Spoj uloge poverioca, značajnog akcionara i kontrolora preko vršenja glasačkih prava,
3. Koncentrisano akcionarstvo,
4. Zakonsko saodlučivanje (kohezija rada i kapitala),
5. Retko zasedanje nadzornog odbora, da bi se umanjila uloga zaposlenih u saodlučivanju i da se ne bi pokretala odgovornost uprave za štetne odluke, a time i odgovornost samog nadzornog odbora zbog propusta u nadzoru,
6. Relativno nerazvijeno tržište kapitala,
7. Relativno nerazvijeno neprijateljsko preuzimanje,
8. Relativno zanemarljiva uloga malih akcionara,
9. Jaki sindikati,
10. Razvijena socijalna politika i socijalna demokratija.

Dvodomni model uprave u Nemačkoj razvio se u uslovima tzv. *radnički orijentisanog modela kapitalizma (model socijalne demokratije)*. Osnovne odlike ovog modela su:

1. Nedovoljno izražena odvojenost vlasništva od upravljanja u uslovima koncentrisanog akcionarstva (po pravilu, dominiraju zatvorena društva),
2. Uprava je oslobođena od uspeha na kratak rok i po pravilu dominira dugoročna strategija,

²³⁰ Huey, J.: *Managing in the Midst of Chaos*, Fortune, 1993, str. 38-41.

-
3. Razvijenost socijalne demokratije (distributivna pravda) i saodlučivanja vrši pritisak na menadžere da, pored interesa akcionara, uvažavaju i druge interese (društvena odgovornost kompanija),
 4. Politička determinisanost modela,
 5. Kvalitet uprave ne zavisi toliko od tržišta koliko od procene glavnih akcionara (po pravilu, banke),
 6. Koncentrisano akcionarstvo i slaba disperzija umanjuju prava akcionara, ali uvećavaju sigurnost radnih mesta (socijalna sigurnost),
 7. Razvijena diskreciona moć kontrolnog akcionara,
 8. Slaba zaštita manjinskih akcionara i nerazvijena praksa akcionarskih tužbi (derivativne tužbe).

Ekonomska teorija kao ključne slabosti ovog modela kapitalizma (izvorno pripada Nemačkoj, ali i Japan ima u osnovi njegove odlike, sa određenim specifičnostima) navodi:

1. Nedovoljno razvijena konkurencija i tržište (posebno tržište kapitala, zbog ograničenja u transferu akcija i tržište rada, zbog socijalne demokratije),
2. Netransparentno upravljanje i potencijalni sukob interesa dominantnog akcionara i njegove dužnosti lojalnosti prema kompaniji,
3. Slaba zaštita interesa malih akcionara (često visoki kapital cenzusi za korišćenje prava manjinskih akcionara),
4. Potencijalni sukob interesa akcionara i uprave (slabo korišćenje modela učešća uprave u vlasništvu) zbog dužnosti uprave da u uslovima socijalne demokratije i saodlučivanja radi posebno i u interesu zaposlenih,
5. Heterogenost interesa predstavnika kapitala u upravi i predstavnika zaposlenih i potencijalna nekvalitetnost odluka uprave, posebno sa stanovišta konkurentnosti (stalne tenzije između interesa kapitala i interesa rada).

Prednosti uloge banaka, sa druge strane, kao ključnih akcionara (u nemačko-japanskom modelu uprave) u osnovi su sledeće:

1. Cena kredita u principu je jeftinija u odnosu na cenu u SAD, gde se odnosi banke i kompanije postavljaju na tržišnu osnovu,
2. Sukob interesa kredita i kapitala lakše se rešava,

-
3. Banke, kao poverioci ili kao akcionari, uživaju bolju sudsku zaštitu u odnosu na male disperzovane akcionare.

Slabosti uloge banaka kao ključnih akcionara (u nemačko-japanskom modelu) su sledeće:

1. Zbog bliskih odnosa sa kompanijama (značajni akcionari) banke često daju subvencije ili niže kamate na kredite, uz višu cenu za bankarske usluge.²³¹
2. Kad nema ograničenja na plasmane u akcije, banke mogu preinvestirati u akcije umesto u kreditni kapital,
3. Dugogodišnje vlasništvo u kompanijama vodi zbližavanju sa upravom i gubitku profesionalnog odnosa.

Drugi sistemi kontinentalnog korporativnog prava koji se porede sa nemačkim su *švedski* i *italijanski*. Italiju, za razliku od Nemačke, odlikuje snažan razvoj tržišta kapitala i transformacija berzi u profitne organizacije, ali i slaba primena zakona i dominacija privatno-pravnih ugovora u zaštiti akcionara.²³² Slaba zaštita manjinskih akcionara je, sem u Italiji, zastupljena i u drugim zemljama sa dvodomnim modelom, poput Španije, Nemačke i Austrije. Italija ima dva, odnosno tri sistema korporativnog upravljanja - klasičan nemački dvodomni sistem i sistem odbora direktora (sa većinskim nezavisnim direktorima, ili bez njih) i odbor revizora (oba organa postoje paralelno, a ne hijerarhijski i oba bira skupština akcionara).

Švedski model je vrlo sličan nemačkom i pod njegovim je jakim uticajem, sem u jednom segmentu - švedski model kapitalizma je pre sistem tzv. porodičnog kapitalizma (kakvim se karakteriše i italijanski), s obzirom na to da je koncentracija akcionarstva ili glasačkih prava u rukama nekoliko desetina porodica, sa piramidalnom kapitalskom povezanošću i sistemom ukrštenog akcionarstva i multiglasačkim blokovima, koji u stvari onemogućavaju neprijateljsko preuzimanje. Ovaj sistem karakteriše ipak dobra

²³¹ Hackethal, A. et al, Banks and German Corporate Governance: On the Way to a Capital Market-Based System?, 2005, str. 400.

²³² Baron, J., Ritov, I., Intuitions about penalties and compensation in the context of tort law, 1993, str. 25.

zaštita prava manjinskih akcionara²³³, ali je nepodesan za velike berzanske krahove, kao i model disperzovanog akcionarstva.

4.3 Upravljanje direktorskim samopouzdanjem

Svaka osoba se u toku svoje karijere upozna sa nekim šefom. Postoje šefovi koji su autoritativni, na vrhu piramide, autokratski, ukratko – despoti, koji uvek traže da sve bude po njihovom, žele da svakog podređenog drže pod kontrolom i sve devijacije od njihove ideje bivaju strogo sankcionisane. Postoje, s druge strane, šefovi koji daju inicijativu svojim radnicima, slušaju njihove primedbe i ideje, imaju veću toleranciju na greške i traže od svojih radnika učestvovanje, umesto mehaničkog obavljanja posla. Ovakva podela je primećena odavno i danas se generalno priznaje podela koju su ustanovili Mjucik i Rajman (Muczyk, Reimann, 1987). Takva podela prepoznaje dve dimenzije: prva odlučuje koliko je podređenima dozvoljeno da učestvuju u procesu odlučivanja (skala: autokratija - demokratija) i skala po kojoj se meri obim diktiranja aktivnosti podređenih (liberalnost – direktivnost). Prema toj podeli, postoje četiri osnovna modela vođe:

1. Direktivni autokrata - stereotip diktatora koji ne toleriše nedostatak subordinacije (pokoravanja), ne trpi neefikasnost, polazi od stanovišta da su njegovi podređeni lenji i da ih treba forsirati da rade, strogo poštuje korporativnu etiku i vodi kompaniju isključivo „na svoju ruku”.
2. Liberalni autokrata - on daje izvesne slobode podređenima, ali i dalje zahteva povinovanje. Najčešće želi da ostali budu svesni da je on izvor tih sloboda i da se njegovi kriterijumi (kao što je dobar performans) moraju stavljati iznad ostalih principa.
3. Direktivni demokrata – on dopušta učestvovanje u donošenju važnih odluka, ali očekuje da se minimum tih odluka ispuni. Slobode njegovih podređenih i saradnika su veće, ali ipak postoje očekivanja.
4. Liberalni demokrata - skoro pa „laissez-faire” princip; slobode radnika su velike, pa tako i njihov udeo u upravljanju. Ovakvi šefovi daju inicijativu radnicima, a preko toga, radnici sami odlučuju. Ovakav tip je opušten i nenametljiv.

²³³ Kao što nalaže švedski kod korporativnog upravljanja (str. 15), dostupan na: http://www.ecgi.org/codes/documents/code_sweden.pdf. Pristupljeno 31.3.2016.

Postoje i mnoge druge kategorije lidera, kao što su: vizionar, trener, staratelj, demokrata, regulator, komandant,²³⁴ ili ordinarni, inovativni i vizionarski,²³⁵ ali svaki od njih spada u neku od gore navedenih kategorija; na primer, jasno je da „komandant” spada među direktivne autokrate, dok je staratelj sigurno liberalan. Ostali se nalaze u „sivoj zoni” kombinacije autoriteta sa slobodom ličnog izražavanja i odlučivanja.

Ključni zadatak svih lidera je da sopstveni stil prilagode potrebama organizacije i da se menjaju i razvijaju u skladu sa njima. Šta se događa kada organizacioni lider nema dovoljno fleksibilnosti? Slučaj jedne ugašene kompanije, „People Express Airlines” je izuzetno poučan.²³⁶ Don Ber (Don Burr), osnivač i izvršni menadžer avio-linije, imao je jasan menadžerski stil - bio je školski primer liberalnog demokrate. Uključivao je radnike u skoro sve vidove odlučivanja i stavljao naglasak na samostalnost u obavljanju radnih aktivnosti. Njegov stav je bio da svaki zaposleni u People Expressu treba u sebi da prepozna „menadžera”.

Ovakav liberalan stav prema obavezama radnika i radnicima uopšte je odgovarao dok je firma bila u usponu, međutim, kod novih radnika nije postojala ona predanost poslu kakvu su imali stari službenici i liberalan nadzor nije donosio potrebne rezultate. Odluke su postajale sve kompleksnije i brojnije kako je kompanija rasla, pa je participativni (učesnički) pristup postao neefikasan i nepoželjan. Glavni menadžment je oklevao da promeni stil, koji se tokom prvih godina postojanja i uspona kompanije pokazao kao izuzetno konstruktivan, pa je loš spoj stila glavnog rukovodstva i novonastalih eksternih uslova doprineo, pored mnogo drugih faktora, narastanju problema u People Express-u. Gubici su rasli sve dok kompaniju nije konačno kupio Texas Air, čiji je CEO Frenk Lorenzo (Frenk Lorenzo) gajio pre diktatorski nego liberalni stil, koji je evidentno bio prilagođeniji uslovima koji su nastali.

Ove kategorije su opšte i ne može svaki lider, tj. menadžer, da se u svakom trenutku stavi u jednu fiksnu kategoriju, jer bi to bila generalizacija, iako delimično tačna. Veliki broj menadžera je usvojio stil koji generalno (vremenski gledano) može da se svrsta u neku od četiri kategorije.

²³⁴ Goleman, Daniel: *Leadership that gets results*, 2000, str. 4.

²³⁵ Više o tipovima vođa u: Slobodan Adžić, *Lider u marketingu*, 5: *Tipovi lidera*, Ekonomski institut, 2004.

²³⁶ Feldman, D. C; Klich, N. R.: *Impression management and career strategies*, 1991, 67-80.

Koji je od tipova ličnosti najpoželjniji? Najpribližniji odgovor bi bio - svaki i nijedan, zavisi od korporacije. Ukoliko radnici nemaju motivaciju da rade, ili nemaju dovoljno kvalifikacija, direktivni autokrata bi predstavljao odličnu osnovu za „stezanje kaiša” u svrhu poboljšanja finansijskog statusa kompanije. Prisustvo i delovanje ovakvog menadžera napada psihološku i ličnu slobodu (kroz stalni nadzor rada), ali se može pokazati kao efektivno sredstvo za iskorenjivanje ljudskih faktora koji sputavaju rad kompanije.

Liberalni demokrata je, s druge strane, podesan za firmu u usponu, koja ima kvalifikovane radnike sa jakim unutrašnjim motivom da učestvuju i doprinose. Samopouzdanje se može pojaviti kod svih tipova, ali takvo samopouzdanje nosi različitu konotaciju. Posebna pažnja se u tu svrhu posvećuje samopouzdanju, kao karakteristici osoba na visokom položaju i istražuje uticaj samopouzdanja na te osobe i korporaciju uopšte.

Takvu vrstu samopouzdanja karakteriše optimizam, kako opravdan, tako i onaj koji nema nikakvu podlogu u realnosti. Optimizam, u oba svoja oblika, karakteriše proces donošenja odluka takvih direktora na finansijskom planu, ali su odluke koje donesu često promašaji²³⁷, jer takve osobe imaju unutrašnji problem, koji zahteva spoljašnju reakciju, radi održanja sopstvene iluzije o svetu. Njima su potrebne pohvale, čestitke i veličanje uopšte, odnosno, potrebne su im informacije iz spoljašnjeg sveta koje su u skladu sa idejom koju imaju o sebi. Malmendir i Tejt takve osobe nazivaju „da-ljudi” („yes-men“).²³⁸

Problem preterano samopouzdanog direktora je unutrašnji problem, koji se neće rešiti sam od sebe, jer takva ličnost nema unutrašnju motivaciju za promenu, zbog svog karakterističnog emotivnog stanja. Supresija i inhibicija (potiskivanje) zato treba da dođu iz spoljašnjeg izvora.

Malmendir i Tejt smatraju da je dobar spoljašnji izvor reviziono telo, kao što je bord direktora. Ovaj metod kontrole nema nikakve veze sa psihologijom. Povelja kompanije

²³⁷ Hribar, Paul; Yang Holly: Does CEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings Management, 2010.

²³⁸ Malmendier, Ulrike; Tate, Geoffrey: Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited, 2005, str. 655.

određuje maksimalni iznos koji direktor sme da koristi kao ulog bez konsultovanja „autsajdera”, odnosno, revizionog tela. Jedno od potencijalnih rešenja je smanjivanje takve granice.

Smanjivanje limita, međutim, samo ublažava posledice, što objašnjava Daning-Krugerov efekat²³⁹, koji je često prisutan kod previše samouverenih direktora. Daning i Kruger smatraju da ovakva neusklađenost nastaje iz neznanja, jer su takve osobe nedovoljno kompetentne da *uvide* koliko su u stvari nekompetentne. Logično rešenje je procena kompetencije na osnovu objektivnih kriterijuma, jer na taj način nekompetentna osoba dobija dovoljnu količinu metakognitivnih (nad-saznajnih) sposobnosti da uvidi svoju nekompetenciju.²⁴⁰

Ovakvo rešenje se može primeniti i u praksi, a rezultati neuspešnih akvizicija (pripajanja) govore sami za sebe. Samouvereni direktor bi, hipotetički, nakon neuspelog poslovnog poteza video objektivne rezultate i prihvatio odgovornost. Rešenje na prvi pogled deluje izuzetno jednostavno, međutim, postoje dva problema na koje se mora obratiti pažnja: samouvereni direktor može neuspeh pripisati slučajnosti ili nekompetentnosti svojih saradnika. Postoji mogućnost da firma ne može sebi da priušti loš finansijski potez, jer bi reperkusije bile velike i/ili dugotrajne.

Opšta populacija ima visok nivo samopouzdanja, što je otkriveno još pre 1987. godine.²⁴¹ Arks i saradnici su pokušali da, pomoću dva skoro identična eksperimenta, smanje njihov nivo samopouzdanja, koristeći upitnike sa relativno teškim pitanjima iz opšte kulture („Koji je najduži mjuzikl izveden na Brodveju do sada?”) i govoreći eksperimentalnoj grupi da su im pitanja bila laka. Takav pristup nije značajno smanjio

²³⁹ Daning-Krugerov efekat je jedna vrsta kognitivne pristrasnosti, prilikom koje se kod osobe stvara osećaj superiornosti tamo gde mu nije mesto. Osoba koja izuzetno malo zna o specifičnoj temi može doći do iluzije da zna sve o tome. Drugim rečima, nesposobna osoba u tom slučaju nije svesna svoje nesposobnosti. Ovakav stav se primenjuje i na druge osobe: takva osoba nije u stanju da prepozna sposobnosti drugih, često kompetentnijih osoba. Sa druge strane, osobe koje su zaista kompetentne unutar svog polja mogu za sebe smatrati da nisu kompetentne. Efekat nastaje kao rezultat pogrešnog samoprocenjivanja. Više u: Justin Kruger; David Dunning, *Unskilled and Unaware of It: How Difficulties in Recognizing One's Own Incompetence Lead to Inflated Self-Assessments*, str. 1121-1134.

²⁴⁰ Isto, str. 1122.

²⁴¹ Arkes, Hal R.; Christensen, Caryn; Lai, Cheryl; Blumer, Chaterine: *Two Methods of Reducing Overconfidence*, 1987, str. 134.

nivo njihovog samopouzdanja, ali pokazivanje rezultata ispitanika kontrolnoj grupi studenata je pokazalo taj rezultat.²⁴²

Upitnik, kao način da se samouverenom direktoru prikažu njegovi nedostaci, teorijski je najbenignija opcija, pošto može da vidi evidentiranu istoriju smanjivanja nivoa samouverenosti kod opšte populacije. Većina opšte populacije se, međutim, ne nalazi na visokim korporativnim položajima, tako da može da se pretpostavi da bi efekat takvog ispitivanja bio značajno manji, što bi bio rezultat Daning-Krugerovog efekta.

Bilet i Kijan smatraju da preterano samouvereni direktori postaju takvi kroz iskustvo. Njihovi raniji uspesi stvaraju samopouzdanje, čak i ako vremenom rezultati poslovanja postanu negativni.²⁴³

Zvanični način redukcije preteranog samopouzdanja direktora ne postoji, ili makar još uvek nije našao široku primenu. Regulatorno telo (bord direktora) jedino što može da učini je da minimizira posledice takvog načina donošenja odluka (kroz prizmu loše samoevaluacije) i prikazuje rezultate, čime bi se prekinuo Daning-Krugerov efekat.

Samopouzdanje se pojavljuje svuda i može biti i konstruktivno i destruktivno, u zavisnosti od načina na koji se primenjuje.

4.4 Psihološki profil menadžera

Menadžeri se, kada je u pitanju psihologija individualnih razlika, međusobno razlikuju koliko i bilo koja grupa u populaciji, a nezvanično se dele na „samouverene” i „racionalne”.

Razlika između ova dva tipa je njihovo profesionalno stanovište, posebno kada su u pitanju oni sami i njihov poslovni uspeh. Odlučujući faktor pri podeli na „racionalne” i „samouverene” je jaz između njihovih shvatanja i realnosti, ili odsustvo tog jaza. Pojedini autori smatraju da preterano samopouzdanje nastaje iz nepoklapanja u preciznom određivanju „stanja stvari” u realnosti i percepciji, što je deo kognitivnog

²⁴² Isto, str. 140.

²⁴³ Billett, Matthew T.; Qian, Yiming, Are Overconfident Managers Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers, 2005, str. 29.

procesa (na primer, verovanje da osoba ima spremne odgovore na neka pitanja onda kada ih zapravo nema).²⁴⁴

Psihologija jednog menadžera mora da uključuje izvesnu dozu ekstraverzije, pošto je komunikacija (bilo poslovna, bilo privatna) neophodna radi stvaranja korektnih poslovnih odnosa. Grupe koje takođe mogu da budu uključene su otvorenost, intelekt i kultura.

Izvesna doza optimizma je, takođe, neophodna da bi ličnost mogla efikasno da funkcioniše kao menadžer. Potrebno je razlikovati višak optimizma i preterano samopouzdanje, pošto osoba može biti pesimistična, ali samouverena.²⁴⁵

Menadžeri mogu da se mere na velikom broju skala, ali ne postoji „default”.²⁴⁶ Parametri po kojima mogu da se odrede odlučujući faktori pri ostvarivanju jedne ličnosti na rukovodećoj poziciji su:

1. **Rod** - većinu rukovodećih osoba (bilo na ekonomskom, političkom ili vojnom planu) čine muškarci, a razlike u ovom odnosu zavise od stanovišta.²⁴⁷ Muška i ženska psihologija se razlikuju, a koreni tih razlika potiču još iz evolutivnog perioda. Oblici ponašanja koje su ispitanici u jednoj studiji u Nemačkoj opisali kao tipično „muške“ i „ženske“ su: *muški* oblici ponašanja su mirnoća tokom krize, odlučnost, harizma, asertivnost autoriteta, vizionarstvo i profit kao prioritet, dok su *ženski* svest o sopstvenim nedostacima, priznavanje tuđih uspeha, briga za dobrobit podređenih, etos (skup moralnih pravila i usvajanje istih) i sklonost ka kompromisu.²⁴⁸ Žene se u narodu smatraju emotivnim, dok se muškarci smatraju racionalnim, što sa aspekta psihologije nije sasvim tačno. Žene imaju veću sklonost ka emotivnosti i izražavanju emocija nego muškarci,

²⁴⁴ Skała, Dorota, Overconfidence in Psychology and Finance – an Interdisciplinary Literature Review, 2008, str. 35.

²⁴⁵ Malin, Mirela: *Psychological biases and decision making in finance—Pitfalls to avoid*. (https://www.griffith.edu.au/_data/assets/pdf_file/0006/709899/mba-white-paper-psychological-biases-and-decision-making-in-finance.pdf) Pristupljeno: 11.3.2016.

²⁴⁶ Istraživanje na globalnom nivou nije vršeno, i zato se ne može zasigurno ustanoviti kako se na različitim testovima kotiraju menadžeri drugačijih, ali (hipotetički) relativno sličnih, psiholoških profila.

²⁴⁷ Sa strane feminizma, u pitanju je pogrešno i pervazivno shvatanje da su žene nesposobne da vode.

²⁴⁸ Fietze, Simon; Holst, Elke; Tobsch Verena: Germany’s Next Top Manager: Does Personality Explain the Gender Career Gap?, 2010, str. 6.

srazmerno sopstvenom intenzitetu osećanja.²⁴⁹ Dolazak do rukovodeće pozicije može da zavisi od uspeha pri adaptiranju na zahteve okoline. Primeri kao što su Margaret Tačer, kraljica Viktorija,²⁵⁰ Katarina Velika i Indira Gandhi pokazuju da žene mogu da uspeju u tome. Prilagođavanje položaju vođe zavisi od individualnih razlika ličnosti, što je donekle, ali ne i krucijalno, uslovljeno polom.

2. **Emocionalna inteligencija** - odnos među ličnostima određuje empatija, tj. sposobnost da se unutar osobe stvori refleksija osećanja druge osobe. Empatija ima jake veze sa altruizmom i emocionalnom inteligencijom. Osoba na rukovodećem položaju bi trebalo da ima sve tri pomenute karakteristike da bi mogla uspešno da komunicira sa svojim zaposlenima. Zadel navodi četiri fundamentalne premise iz kojih nastaje transformaciono vođstvo: *harizmu* (vođa predstavlja viziju i značaj te vizije; time evocira ponos, pouzdanje i samouverenost); *inspiraciju* (kroz korišćenje simbola, na najjednostavniji mogući način vođa predstavlja viziju firme); *intelektualnu stimulaciju* (vođa razvija kreativnost, racionalnost i heuristiku kod zaposlenih) i *obzir prema svakom zaposlenom*.²⁵¹ Navedene premise su karakteristike osoba koje su ekstrovertne i samosvesne (*conscientous*), a pojedinačni faceti unutar tog klastera su u korelaciji sa Zadelovim opisom - skala ekstraverzije, na primer, unutar svih svojih faceta (socijalna hrabrost, socijalno samouverenje, društvenost i živahnost).²⁵² Emocionalna inteligencija reguliše sopstvena osećanja, a ekstraverznim ponašanjem daju se emotivni stimulansi i drugim osobama u okruženju, što ukazuje na to da je za osobe na rukovodećem položaju emocionalna inteligencija neophodna i izuzetno poželjna.
3. **Ostvarivanje sopstvenih potreba i potreba zaposlenih** – Vajdmen navodi da Piramida potreba²⁵³ može da se primeni i na samo radno mesto.²⁵⁴ Potrebe u

²⁴⁹ Više u: Fischer, Agneta; LaFrance Marianne: What Drives the Smile and the Tear: Why Women Are More Emotionally Expressive Than Men, 2015, str. 22.

²⁵⁰ Otkako je njen muž Albert poginuo, ona je sama vladala Velikom Britanijom do svoje smrti, u periodu od 1861. do 1901.

²⁵¹ Aleksander Zadel: Impact of Personality and Emotional Intelligence on Successful Training in Competences, 2015, str. 364.

²⁵² Opisi skale su preuzeti sa zvaničnog sajta instrumenta psihometrije HEXACO (<http://hexaco.org/scaledescriptions>). Pristupljeno 11.3.2016.

²⁵³ Piramidu potreba je 1943. stvorio Abraham Maslow (Maslow, A: *A Theory of Human Motivation*, 1943, 370 – 396).

Maslovljevoj piramidi su sledeće: fiziološke, bezbednosne, društvene, potrebe cenjenja i samoaktualizacije, međutim, radno mesto je sasvim drugačije okruženje od privatnog i iz tog razloga se potrebe u privatnom životu mogu prevesti u potrebe na radnom mestu - *fiziološke* uključuju dobru kompenzaciju za rad, periode odmora, adekvatnu kompenzaciju, dok, na primer, samoaktualizacija predstavlja potrebu da se osoba uključi u planiranje rada i kreativni rad. Direktor koji pozitivno utiče na svoje zaposlene daje im izvesni udeo u upravljanju firmom i šansu za kreativnost, kao šansu za profesionalni razvoj.

Prethodno pomenuti parametri²⁵⁵ su zastupljeni u profesionalnim stavovima Karlosa Gosna, koji ih primenjuje u kompaniji uz izuzetno dobre rezultate, o čemu svedoči popularnost Renoa, kao jednog od najpopularnijih svetskih brendova gradskih automobila. Dominantnost, kao bitan faktor, ponekad može imati i negativnu konotaciju. Ideal vođe je takozvani „ratnik-kralj” ili „alfa-mužjak”. Tipovi ličnosti koji odgovaraju ovom idealu se nalaze na vrhu socijalnog „lanca ishrane”, a prema teoriji socijalne dominacije, najčešće su u pitanju muškarci, pošto su evolutivno kompetitivniji.²⁵⁶ Prema psihološkim teorijama, iz ovakvih stavova nastaju predrasude o različitim grupama i, iz te perspektive, pojave kao što su homofobija, ksenofobija, rasizam i ekstremni nacionalizam / šovinizam mogu da se razumeju.²⁵⁷

Konstatacija da hijerarhizacija nastaje evolutivno se smatra razumljivom sa aspekta životinjske psihologije. „Vođa grupe” nije društveni konstrukt²⁵⁸ nastao potrebom za hijerarhizacijom, „vođa” je tip ličnosti oblikovan milionima godina unazad, kao što se vidi kod vrsta poput *pan troglodytes* (šimpanze). Alfa-mužjaci kod životinja imaju prioritet u svemu - parenju sa ženkama, unosu hrane, i slično, a iz tog razloga imaju i najbolje šanse za produženje vrste. Veliko pitanje je koliko je darvinizam primenljiv u

²⁵⁴ Wideman, Max R.: *Dominant Personality Traits Suited to Running Projects Successfully (And What Type are You?)*, 1998, str. 2.

²⁵⁵ U poglavlju 4.2. Uticaj korporativnog upravljanja na stvaranje preteranog samopouzdanja.

²⁵⁶ Pratto, Felicia; Sidanius Jim; Stallworth; Malle Bertram F., *Social Dominance Orientation: A Personality Variable Predicting Social and Political Attitudes*, 1994, str. 741.

²⁵⁷ Pratto Felicia; Sidanius Jim, *Social Dominance: An Intergroup Theory of Social Hierarchy and Oppression*, Cambridge University Press, 1999, str. 5.

²⁵⁸ Koncept „vođe grupe“ je stvoren evolutivno, ne sociološki.

okviru moderne civilizacije. Alfa-mužjaci mogu da budu zastupnici meritokratije - shvatanja da svako dobija prema tome koliko zaslužuje, čak i u modernom društvu.

Psihologija jednog menadžera se ne može definisati kao „default“, već kompromisno – kao hipotetička psihologija jednog menadžera, koji deluje u interesu svoje kompanije. Takav menadžer je zbog svoje asertivne ekstraverzije²⁵⁹ skloniji kolektivizmu u okviru svog radnog okruženja, a dominantnost pokazuje jedino ukoliko je ugrožen integritet njegovih zaposlenih i on bi, pre svega, bio „društvena životinja“.

Bitan faktor koji je potrebno pomenuti je iskustvo, jer su osobe koje se uklapaju u gore navedene kriterijume u izvesnoj „startnoj prednosti“ u odnosu na osobe sa manjim iskustvom, imaju određena predznanja o potencijalnim predstojećim problemima i spremniji su da na njih efikasno reaguju, u skladu sa svojim psihološkim profilom.

4.4.1 Psihometrijski metod utvrđivanja ličnosti menadžera

Jedan od najzastupljenijih metoda utvrđivanja karakteristika ličnosti (pa i menadžera na rukovodećoj poziciji) je Big Five („Velika petorka“, „Pet Velikih“), takozvani *Five-Factor Model*, popularizovan od strane mnogih psihologa, koji su ga vremenom prepravljali, u skladu sa novim zahtevima merenja ličnosti u psihologiji.

Postoji pet skala (po kojima je model i nazvan), sačinjenih od pojedinih grupa i njihovih opotiza (Digman, Costa, McCrae):

1. **Ekstrovertnost – introvertnost** (osoba koja se visoko rangira na ovoj skali je pričljiva, druželjubiva, prijatna i aktivna, dok je osoba koja se nisko rangira povučena u sebe, rezervisana, trezvena i obazriva),
2. **Prijatnost** (osoba koja se visoko rangira na ovoj skali je dobrodušna, nežna, pažljiva, vidi u svima dobro i puna je nade, dok je osoba koja se nisko rangira nedruželjubiva, nekooperativna i nefleksibilna);
3. **Savesnost** (osoba koja se visoko rangira na ovoj skali je pažljiva, temeljna, sistematična i odgovorna, dok je osoba koja se nisko rangira, aljkava, neodgovorna, neorganizovana i nedisciplinovana);

²⁵⁹ Ekstraverzija: jedan od pet klastera „Big Five“ sistema. Asertivnost: asertivno ponašanje je „zlatna sredina“ između agresivnog i pasivnog.

-
4. **Emotivna stabilnost** (osoba koja se visoko rangira na ovoj skali je smirena, sigurna, samouverena i pouzdana, dok je osoba koja se rangira nisko ljuta, depresivna, razdražljiva i nesigurna);
 5. **Otvorenost za iskustvo** (osoba koja se visoko rangira na ovoj skali je uglađena, prefinjena, intelektualna i uglađena, dok je osoba koja se rangira nisko vulgarna, priprosta i gruba).

Pojedini istraživači su pokušali da dođu do odnosa između promenljivih veličina ličnosti i različitih aspekata organizacionog ponašanja²⁶⁰. Berik (Barrick) i Maunt (Mount) su, analizirajući istraživanja, pregledali rezultate preko 200 odvojenih studija, u kojima je najmanje jedna od ovih dimenzija bila u vezi sa performansama na poslu²⁶¹. Istraživanja su obuhvatila veliki broj profesionalnih grupa i korišćena su različita merenja performansi.

Nekoliko zanimljivih nalaza je dobijeno analizom rezultata istraživanja. Savesnost je, kako je ustanovljeno, dobar pokazatelj performansi za sve vrste poslova. Veoma savesni radnici su, po pravilu, produktivniji od nesavesnih. Nasuprot predviđanjima istraživača, nije ustanovljena veza između emotivne stabilnosti i performansi, možda zato što oni koji su najmanje stabilni, po pravilu napuštaju posao i zbog toga ostaje ograničeni uzorak relativno stabilnih osoba koje mogu da učestvuju u istraživanju. Drugo zanimljivo otkriće odnosi se na ljude na rukovodećim mestima i one koji su zaduženi za prodaju. Ekstrovertnost se među ovim osobama uglavnom dovodi u vezu sa uspehom na poslu, što je u saglasnosti sa imidžom veoma društvenog prodavca, ali u ovoj grupi prijatnost nije dovedena u vezu sa performansama, jer je moguće da su na poslu ostali samo prijatni ljudi. Rezultati istraživanja ove promenljive su iz tog razloga verovatno ograničeni, što nije dovoljno da se uspostavi neka bitna veza. Berik i Maunt su nedavno sprovedili istraživanje u kome je jedan uzorak rukovodilaca i supervizora civila koji rade na američkim vojnim instalacijama popunio upitnik kojim se merilo „pet velikih” promenljivih veličina ličnosti. Berik i Maunt su, kao i kada su prethodno proveravali literaturu, ustanovili da promenljive veličine ličnosti - savesnost i ekstrovertnost imaju pozitivnu korelaciju sa performansom na poslu (važne karakteristike za one poslove kojima su se bavili ljudi koji su činili ispitni uzorak).

²⁶⁰ Pennings, 1992, str. 267-310

²⁶¹ Fierman, 1990, str. 59-60

4.5 Bihevioristički aspekti ciljanog ponašanja

Definicija ciljanog ponašanja zavisi od konteksta nauke kojoj definicija pripada. Biheviorističke finansije ciljano ponašanje definišu kao ono što bi osoba trebalo da radi u cilju boljeg rada i razvoja kompanije. Ovo poglavlje se fokusira na modelovanje idealnog ponašanja menadžera.

Definicije ponašanja variraju i zato su subjektivne, jer postoje, makar sa evolutivne strane, izvesne nesuglasice oko toga šta, u stvari, ponašanje predstavlja. Moralna dilema „činiti pravu stvar” može da znači i „ne činiti ništa”, a sa aspekta operacione definicije, to nije nikakvo ponašanje (ponašanje se izjednačava sa delovanjem)²⁶². Prema definiciji, ponašanje je delovanje u skladu sa individualnim stavovima kao reakcija na spoljašnji stimulus.

Ciljno ponašanje se razlikuje od poželjnog (=željenog), a u priručniku IRIS centra univerziteta Vanderbilt²⁶³ proces je prikazan kao u Tabeli 4.

Tabela 4: Grafički prikaz tabele kao instrumenata utvrđivanja devijacija u ponašanju kod dece, korišćenog za identifikaciju problema od strane stručnog lica

Kriterijum	Ciljano ponašanje	Poželjno ponašanje
Izjavljeno na pozitivan način ²⁶⁴	✓ X	✓ X
Izmerljivo	✓ X	✓ X
Pregledno	✓ X	✓ X
Jasno, koncizno i kompletno	✓ X	✓ X

Preuzeto iz: Bicard, Bicard (2012), str. 5.

Sistem procene se primenjuje u radu sa decom, kao što prikazuje tabela: da bi promene bile sprovedene u praksi, potrebno je da sva polja budu štiklirana, odnosno, potrebna je identifikacija ciljanog ponašanja, kao i identifikacija poželjnog ponašanja, da bi se kroz pravilne pedagoške mere mogle sprovesti promene.

²⁶² Više o dilemi u: Levitis, Daniel A.; Lidicker, William Z.; Freund, Jr; Glenn: *Behavioural biologists do not agree on what constitutes behaviour*, 2009, 103-110.

²⁶³ C. Bicard, Sara; Bicard, David F.: *Defining Behavior: Case Study Unit*, preuzeto sa zvaničnog sajta institucije, URL = <http://iris.peabody.vanderbilt.edu/wp-content/uploads/2013/05/ICS-015.pdf>. Pristupljeno 11.3.2016.

²⁶⁴ Pri rešavanju biheviorističkih problema prvo je potrebno ustanoviti nameru menjanja ciljanog ponašanja. Potrebno je ustanoviti koje je poželjno ponašanje, a ne koja ponašanja treba izbaciti (sistemom eliminacije) da bi se došlo do poželjne forme ponašanja.

Metode biheviorističkih promena na sličan način primenjuju i pojedini drugi sistemi utvrđivanja ponašanja (i devijacija u istom). Na sajtu Univerziteta Stenford može se naći priručnik za takozvani FBA²⁶⁵, a u sklopu ovakvog heurističkog oruđa, pretpostavljaju se tri moguća uzroka takvog ponašanja:²⁶⁶

1. **Funkcija** - Osnovno pitanje u ovom slučaju je zašto student pokazuje ovakvu formu ponašanja. Opšte pretpostavke polaze od toga da student ili želi da izbegne nešto (događaj, osobu) ili, na primer, da dobije željenu reakciju svoje okoline.
2. **Deficit veštine** - Student, u poređenju sa svojim vršnjacima, ne pokazuje nivo sposobnosti koji bi ga stavio u istu kategoriju sa njima. Nadležne osobe su u obavezi da opišu način kako će student biti poučen i kako će biti motivisan.
3. **Deficit performansa** - ponašanje ili veština koja je poznata osobi, ali ta osoba ne uspeva da je izvede.

Ovakva metodologija je primenljiva na osobama koje su još uvek u fazi učenja, gde postoje odgovarajući autoriteti čija je specifična dužnost pedagoške prirode – modelovanje društveno prihvatljivog ponašanja u cilju lakše društvene adaptacije.

Pitanje je koliko je moguće izmeniti ciljano ponašanje u okviru korporativnog sveta, gde ono postaje ustaljeno nakon nekog vremena. Profesionalno okruženje diktira sopstvena pravila kroz profesionalnu etiku i na taj način se oblikuju poželjni modeli ponašanja u toj specifičnoj sredini.

Psihologiju radnog mesta često prati jedan od dva principa, FMJ ili FJM.²⁶⁷ Prvi princip je evidentno zastupljeniji, zato što prilagođavanje posla čoveku i kompromis sa strane kompanije može voditi ka gubicima. Traženje zaposlenih i zapošljavanje najpodobnijih kandidata iz ovog razloga deluje kao jedini logičan metod kojim se treba voditi, posebno u nefleksibilnom svetu finansija.

Zapošljavanje svakog novog kadra zahteva praćenje oblika ponašanja, u zavisnosti od situacije - njihovu reakciju na pritisak poslovnog okruženja, posebno kada stanje unutar

²⁶⁵ *Functional Behavioral Assessment*. Preuzeto sa zvaničnog sajta Univerziteta Stenford, URL = <http://www.ped.state.nm.us/Rtl/behavior/4.fba.11.28.pdf>. Pristupljeno: 11.3.2016.

²⁶⁶ Isto, str. 9.

²⁶⁷ Ove skraćene začne „Fitiing a man to the job“ (eng. *Prilagoditi čoveka poslu*) i „Fitting a job to the man“ (*Prilagoditi posao čoveku*)(Arnold, John; Silvester Joanne; *Work Psychology: Understanding Human Behavior in the Workplace*, Prentice Hall/Financial Times, 2005, str. 133).

firme nije sasvim idealno. Pretpostavka je da, inače kvalifikovane i kompetentne osobe, koje su dobile poziciju u firmi, loše reaguju na stres i pritisak okruženja. Ciljano ponašanje bi u tom smislu bila njihova reakcija - panika, nesposobnost da se deluje, takozvana „plastičnost mozga”.²⁶⁸ Poželjno ponašanje je ono koje bi se u tom trenutku videlo kod iskusnijih zaposlenih - brza reakcija, bez pojačane moždane aktivnosti u anticipaciji stresnog događaja.

Veliko je pitanje koliko ovakav pedagoško-bihejvioristički pristup može da se primeni na osobe na visokom položaju. Ukoliko je takva osoba preterano samouverena i do te mere zastupa poglede na sebe i svoje okruženje, koji nisu kompatibilni sa objektivnom slikom, može se pretpostaviti da samom identifikacijom greške i predstavljanjem uzroka problema neće doći do korenitog preokreta po pitanju deficita u ponašanju u odnosu na radnu etiku i očekivane norme.

4.6 Korporativna kultura kao determinanta ponašanja

Svaka korporacija predstavlja jedinstveno okruženje, sa sopstvenom korporativnom kulturom, koja predstavlja sklop etičkih i bihejviorističkih normi čiji je cilj poboljšanje odnosa na radnom mestu, kao i poboljšanje kvaliteta i performansi u radu.

Korporativna kultura se sastoji od: motivacije i lojalnosti zaposlenih, unutrašnjih šema komunikacije, metode donošenja odluka, operativnih modusa, organizacione filozofije i organizacione strukture.²⁶⁹ Svaki od navedenih faktora utiče na modelovanje ponašanja, koje će se smatrati idealnim unutar date korporacije, kao i na formiranje ličnih stavova o toj korporaciji.

²⁶⁸ Nakon što se završi stresni period, mozak ulazi u takozvanu „alostazu“ – povratak u prvobitno stanje pre stresnog iskustva i, eventualno, adaptacija na stresnu situaciju. Više u: McEwen Bruce S.; Gianaros, Peter J.; *Stress - and Allostasis - Induced Brain Plasticity*, 2011, str. 432.

²⁶⁹ Corporate Leadership Council: Defining Corporate Culture: Key Findings. Preuzeto sa sajta Univerziteta u Minesoti, sa adrese URL = https://www1.umn.edu/ohr/prod/groups/ohr/@pub/@ohr/documents/asset/ohr_asset_416322.pdf.
Pristupljeno: 11.3.2016.

Gledajući iz biheviorističke perspektive, kultura određuje „ko će biti zaposlen, ko dobija promociju i kakvo ponašanje se nagrađuje”.²⁷⁰ Definicije „poželjnog” i „nepoželjnog” ponašanja i postupanja se, na ovaj način, daju kroz individualnu psihologiju. Dugoročni strateški cilj kompanije se uzima kao norma i njoj se podređuju oblici ponašanja i vrednosti kod pojedinih zaposlenih.

Korporativna kultura se oseća i van poslovnog okruženja. Ona je prisutna u svakom aspektu poslovanja i predstavlja *identitet* samog brenda ili firme. Poželjno je da se stvori jedinstvena kultura i postigne heterogenost, koja je globalno prepoznata kao ključ stvaranja uspešnog korporativnog brenda.²⁷¹

Korporativna kultura može da se predstavi i kao sam vrh Maslovljeve piramide potreba, primenjene u korporativnom svetu. Kroz viziju se vrši samoaktualizacija - na samom vrhu piramide nalazi se moralnost (prevedena u poslovnu etiku), želja za daljim uspešnim poslovanjem u datoj kompaniji i želja da se pomogne drugima unutar datog poslovnog prostora.

Ovakav način širenja korporativne kulture posebno pogoduje ekstravertima. Kada je samoaktuelizacija završena, osoba koja je ekstrovertna po svom ponašanju, nastoji da se i drugi na sličan način aktuelizuju kao deo kompanije. Samoaktuelizovane osobe imaju generalni osećaj empatije i sposobniji su za dublje i emotivno intenzivnije doživljavanje osećanja od introverata.²⁷²

Sklonost ka selektovanju izvesnog broja karakteristika je jedna vrsta darvinizma, prirodne selekcije unutar korporativnih okvira. Izvesne karakterne crte, poželjne unutar takvog okruženja, koje su kompatibilne sa vizijom kompanije i sa specifičnom korporativnom kulturom biraju se na ovaj način.

²⁷⁰ Moxey, Paul; Schu Pauline, ACCA, *Culture and channelling corporate behaviour*, 2014, str. 9.
Dokument preuzet sa URL =

<https://www.ibe.org.uk/userassets/surveys/2014%20culture%20and%20channelling%20corporate%20behaviour.pdf>. 11.3.2016.

²⁷¹ Jones, Richard, *Corporate branding: the role of vision in implementing the corporate brand*, 2010, str. 44.

²⁷² Heylighen, Francis: *A Cognitive-Systemic Reconstruction of Theory of Self-Actualization*, 1992, str. 43.

Jedna od prednosti stvaranja jedinstvene korporativne kulture i prilagođavanja ljudskih resursa se može sagledati sa motivacionog aspekta. Ukoliko fundamentalni nivo Maslovljeve piramide potreba (prevedene u korporativne okvire) nije zadovoljen, zaposleni neće biti motivisani za rad, što vrlo često predskazuje pad kvaliteta. Ukoliko je loša kompenzacija za rad, ne može doći do samoaktualizacije. Ukoliko su, s druge strane, drugi stepeni zadovoljeni²⁷³, zaposleni će se osećati ne samo kao da deo nečega većeg, već će osetiti i pravu altruističku potrebu²⁷⁴ da pomognu drugima pri samoaktuelizaciji.

Početak korporativne kulture je potrebno usloviti i regulisati od samog nastanka korporacije i pažljivo nadgledati njen rast i primenu, u cilju stvaranja zdravog profesionalnog okruženja. Takva kultura mora da bude fleksibilna i sposobna za adaptaciju, a ne rigidna. Jaka kolektivna kultura implicira mentalitet grupe (gregarni/afilijativni motiv), dok slaba kolektivna kultura pomaže razvoju nezdravog individualizma.²⁷⁵

Kultura organizacije, kao i sama organizacija, prilagođava se svojoj potrošačkoj bazi. Prilagođavanje zavisi od kulture - neke organizacione kulture su orijentisane ka prošlosti (stavljaju veliki akcenat na istorijat i principe koji su etablirani ranije), a neke se fokusiraju na moment, ali i jedne i druge mogu da pretrpe promene.²⁷⁶ Rigidna kultura, iz tog razloga, nije princip kojim rukovodeće telo firme treba da se rukovodi ukoliko želi da vizija opstane u nekom dugoročnom periodu.

4.7 Sposobnost menadžera da uveća profit

Kada je menadžment u pitanju, uvek je prisutan potencijal za uvećanje profita firme, a koliko će se taj profit uvećati, zavisi najviše od samog menadžera i njegove

²⁷³ Kao što je, na primer, bezbednost u radu ili osećaj pripadnosti na poslu.

²⁷⁴ Razlikuju se dve vrste altruizma. Jedan je takozvani „recipročni“ i u tom slučaju osoba koja pomaže očekuje nagradu. Glavni motiv te osobe je nagrada (bilo novac, bilo pažnja, bilo nešto treće). Recipročni altruizam ima evolutivne korene: jedan od primera je simbioza, primenjena u praksi kog mnogih životinjskih vrsta. Druga vrsta je „pravi“ altruizam: osoba A pomaže osobi B bez ikakvog drugog motiva. Oko dve vrste altruizma i o postojanju „pravog“ altruizma se još uvek u krugovima stručnjaka vodi debata. Više u: Trivers, Robert L.: *The Evolution of Reciprocal Altruism*, 1971, str. 35-57.

²⁷⁵ *Organizationa Culture: Measuring and Developing it in your Organization*, 2005, str. 5. Preuzeto sa sajta CEIBS (China Europe Internation Business School), URL =

<http://www.ceibs.edu/link/latest/images/20050701/1394.pdf>. Pristupljeno 11.3.2016.

²⁷⁶ Treven S. et al.: *The impact of culture on organizational behavior*, 2008, str. 36.

kompatibilnosti sa ostatkom radne snage u okruženju. Polazno stanovište je da je takozvani „racionalni“ menadžer siguran način da se uveća profit, dok je „samouvereni“ menadžer veliki rizik za kompaniju i njene finansije.

Profit se uvećava, kao što je već poznato, investicijama gde je faktor rizika nizak. Viši nivo rizika podrazumeva i veću dobit. „Samouvereni“ menadžeri, iz ranije pomenutih razloga, imaju tendenciju da povlače poslovne poteze visokog rizika, potencijalno vodeći u finansijsku katastrofu.

„Samouvereni“ menadžeri su manje skloni oslanjanju na spoljašnje finansiranje, čak i kada je to objektivno najbolja opcija, što može dovesti do konzervativizma kada su dugovi u pitanju.²⁷⁷ Ključni faktor pri suzbijanju neželjenih rezultata su preventivne mere, koje bi bord direktora morao da nametne u cilju prevencije širenja štete.

Kapacitet menadžera da uveća profit umnogome zavisi od njegovog razumevanja potrošačke mase, kao i njegove sposobnosti procene rizika. Dobar menadžer je u stanju da donese odluku u skladu sa trenutnim finansijskim stanjem i dobro i sistematski proceni odnos rizika i potencijalne dobiti. Empirizam bi menadžeru umnogome pomogao, jer ukoliko ima iskustva sa ranijim merdžerima i akvizicijama, manje su šanse za smanjenje vrednosti imovine kao rezultate pogrešne procene odnosa dobiti i rizika.

Važna stavka je i inovacija, koja kombinuje potrošačku psihologiju sa sistemom procene rizika. Ukoliko je, na primer, ciljana grupa gradsko stanovništvo, koje želi kompaktan gradski automobil koji ne troši mnogo goriva, potrebno je stvoriti, plasirati i reklamirati takav model. Modeli, kao što su Ševroletov „Spark“, Škodina „Fabia“ ili Folksvagenov „Polo“, biće popularni u toj demografskoj grupi. Komapnija u tom slučaju odgovara zahtevima tržišta. Ukoliko menadžer pogreši u proceni toliko da se njegovom odlukom na tržište plasira terensko vozilo poput „Lade Nive“ ili automobil sa velikom potrošnjom, kao što su na primer BMW automobili C-klase, doći će do slabe prodaje i kompanija će u tom segmentu poslovati sa gubitkom.

²⁷⁷ Malmendier, Ulrike et al, Corporate Financial Policies With Overconfident Managers, 2007, str. 3.

Inovacija u ovom slučaju diktira novi model, koji bi konformisao zahtevima gore navedenog segmenta opšte populacije, ali koji bi sadržao nešto novo, što bi proizvod učinilo još privlačnijim. Menadžer bi u ovom slučaju bio pod imperativom da motiviše ostale zaposlene da se takav model nađe, plasira na tržište i učini privlačnijim od ostalih konkurentskih modela.

Glavni fokus menadžmenta rizika je da se zadobije i održi profitabilnost.²⁷⁸ Rizik i njegova procena su oblikovani velikim brojem spoljašnjih uticaja i postoji mogućnost da konačna odluka bude (delimični ili totalni) promašaj, zato je neophodno imati i „plan B”, za slučaj da ne bude sve kako je planirano. Greška je elementarni deo ljudske prirode, a menadžer čija strategija uključuje „igranje na sigurno” se ređe nalazi u poziciji da nema zadovoljavajuću alternativu.

Siguran, ali lagan finansijski progres je bolja dugotrajna strateška opcija nego velike investicije, sa potencijalno velikim dobitkom, ali i velikim potencijalnim gubitkom, bez kompenzacije u slučaju da ne bude sve po planu.

Identifikacijom potencijalno kritičnih rizičnih aseta (resursa) i njihovim iskorenjivanjem, menadžer je u poziciji da donekle preuzme kontrolu nad situacijama. Prvi korak u tome je identifikacija istih rizičnih faktora, potom njihovo rešavanje, kao i prioritetizovanje²⁷⁹ istih.

4.8 Savremene oblasti delovanja menadžera

Strukturalističke teorije sa kraja dvadesetog veka nisu zaobišle nijednu nauku, tako da ni menadžment nije izuzetak. Potreba za hijerarhizacijom i podelom na specijalizovane oblasti se pojavila još u periodu manufakture²⁸⁰, taj proces je sistematski ubrzala Industrijska revolucija, sredinom devetnaestog veka, a danas postoji izuzetno detaljna podela rada u svim segmentima života. Menadžeri su prisutni u mnogim oblastima -

²⁷⁸ European Commission/European Research Area, *Risk management in the procurement of innovation: Concepts and empirical evidence in the European Union*, EUR 24229 EN, preuzeto sa URL = http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download_en/risk_management.pdf. Pristupljeno 13.3.2016. Str. 84.

²⁷⁹ Postavljanje po hijerarhiji prioriteta.

²⁸⁰ Prava podela rada u istoj oblasti primećena je u izvesnim zanatima još krajem petnaestog veka, kada je počelo procesiranje izvesnih sirovina u materijale boljeg kvaliteta. Podelom rada (a, stoga, i znanja) umnogome je olakšan proces masovne proizvodnje pojedinih proizvoda (oružja i odeće, na primer).

zdravstvu²⁸¹, marketingu, tehnologiji, ljudskim resurisma, strateškom menadžmentu, itd. Razlog za ovo je potreba za slabije organizovanom celinom, u cilju ostvarivanja što većeg profita. Pojava menadžera, kao osobe odgovorne za organizaciju, rezultat je slobodnog tržišta („free market”), ako se posmatra iz perspektive društvene evolucije. Jaka konkurencija na kapitalističkom tržištu u periodu hladnog rata i kasnije, tokom istočnoevropske tranzicije, stvorila je potrebu sa postizanjem što veće efikasnosti i boljeg plasmana na tržištu. Pojam menadžer je termin koji pokriva veliki broj subspecializacija. Menadžeri imaju kompleksniju ulogu nego ikada ranije i može da se očekuje da će profesija dobijati na značaju u periodu koji dolazi.

Potrošačima, kao učesnicima na tržištu, nudiće se obilje proizvoda i usluga i izbor će pokrivati sve širi spektar. Menadžeri su neophodni da, zbog svojih organizacionih sposobnosti, utiču na povećanje prodaje, a posredno i na samo tržište kroz primenu svojih sposobnosti.

Menadžeri su glavna motivaciona sila koja, zavisno od sposobnosti, indirektno doprinosi boljem finansijskom stanju i napretku mnogih stabilnih kompanija.

4.8.1 Menadžeri i upravljanje rizikom

Procena rizika i donošenje odluke na osnovu procenjenog rizika je jedan od glavnih aspekata menadžmenta. Menadžer bi trebalo da, koristeći svoje resurse, smanji i eventualno eliminiše rizik, što se s pravom od njega očekuje. Rizik ima mnogo definicija, ali ono što karakteriše svaku od njih je neizvesnost u vezi sa rezultatom donesene odluke.

Danas postoji veliki broj priručnika za upravljanje rizikom²⁸², kao što australijski AZ/NZS. Najosnovnije definicije, kada je u pitanju korporativno upravljanje rizikom,

²⁸¹ World Health Organization, *Modern Management Methods and the Organization of Health Services*, Geneva, 1974. Dostupno na URL = http://apps.who.int/iris/bitstream/10665/39780/1/WHO_PHP_55.pdf. Pristupljeno 14.3.2016.

²⁸² Berg navodi: ACT 2004, AZ/NZS 2004, Committee 2004, DGQ 2007, FAA 2007, HB 2004, IEC 2008, ON 2008, Rio Tinto 2007, Treasury Board of Canada 2001. Ovako veliki broj implicira da je procena rizika veoma bitan deo donošenja odluka na svakom nivou organizacije. Više u: Berg, Heinz-Peter: *Risk Management: Procedures, Methods and Experiences*, 2010.

jesu događaj, opasnost, praćenje, gubitak, verovatnoća, analiza rizika, kriterijumi rizika, proces upravljanja rizikom, itd.²⁸³

Dobra regulacija rizika ne samo da povećava profit, već i poboljšava komunikaciju između menadžera, vlasnika, borda direktora (interesnih strana) i zaposlenih na svim nivoima organizacije.²⁸⁴

Procena rizika nije individualni čin, već zahteva komunikaciju između grupacija koje ponekad imaju konfliktne stavove. Procena rizika se definiše kao „interaktivni proces razmene informacija i mišljenja.“²⁸⁵ Uspešna komunikacija zahteva da menadžer koji učestvuje u procesu dijagnostikovanja problema, otkrivanja uzroka, otklanjanja istih i donošenja konačne odluke bude pozitivno ocenjen na skali saglasnosti.²⁸⁶

Menadžer treba, pre svega, da saraduje sa zainteresovanim strankama kada je u pitanju upravljanje rizikom. Važnost upravljanja rizikom u kolektivu je više puta naglašena i upravo iz tog razloga je i odgovornost kolektivna. Celokupan proces procene rizika je obiman posao za jednu osobu, posebno kada su velike korporativne odluke u pitanju.

Jedna od opasnosti je i „samouvereni“ menadžer. Preterani optimizam i samopouzdanje, kao simptomi kognitivne pristrasnosti, veliki su problem kada je u pitanju delikatna procena rizika. Ukoliko je menadžer previše samouveren, imaće veću tendenciju da bez ikakve logičke osnove zanemari faktore rizika ili da ne pokuša da ukloni uzroke rizičnih faktora, smatrajući ih irelevantnim.

4.8.2 Izbor metoda pri upravljanju rizikom

Metode upravljanja rizikom su mnogobrojne i primenljive od slučaja do slučaja. Veliki je broj aseta koji može da dovede do potencijalnog rizika, zato su i metode prilagođene istim asetima. Opšti način početka upravljanja rizikom je organizacija tela koje će se baviti konkretnim rizičnim slučajem, a to može biti bord, komitet, radna grupa ili, na primer, etički komitet (u zdravstvu).

²⁸³ *Risk Management Guidelines*, Companion to AS/NZS 4360:2004, ISBN 0 7337 5960 2.

²⁸⁴ *Isto*, str. 11.

²⁸⁵ *Isto*, str. 20.

²⁸⁶ Skalu saglasnosti u HEXACO inventaru ličnosti čine sledeći faceti: fleksibilnost, strpljenje, opraštanje i blagost. Prva dva su izuzetno važna kada je potrebno sagledati problem iz više perspektiva, pošto su osobe sa izraženim ponašanjem u tim facetima sklonije ka kompromisu.

Drugi korak je definisanje cilja - potrebno je osigurati da proces procene rizika bude u skladu sa konačnim ciljem procesa donošenja odluka. Jasno definisani ciljevi pomažu da se identifikuju potencijalne opasnosti po krajnji cilj ili misiju.²⁸⁷ Ključni principi kojima se treba voditi tokom upravljanja rizikom su transparentnost, prilagodljivost, ujedinjenost snaga, praktičnost i prilagođavanje.²⁸⁸

Identifikacija problema je period kada se rešenje već može sagledati. Kontrola rizika podrazumeva: identifikaciju, analizu, prioritizaciju, planiranje, umanjeње rizika i praćenje (koje se obavlja simultano u odnosu na ostale segmente postupka), a izbor metoda se vrši u ovim okvirima.

Poseban segment je procena verovatnoće. Potreba za preciznim merenjem rizika se pojavila kada aproksimativno pretpostavljena verovatnoća nije bila dovoljno precizna, zbog novih zahteva na profesionalnom polju u mnogim sferama ljudskog života.

Postoje određene situacije, kada je rizik izuzetno mali, a ulog ogroman, koje nameću potrebu za izračunavanjem takvih rizika, kao u primeru koji navode Ord, Hillerbrand i Sandberg - šanse da Zemlju udari zalutali asteroid su jako male, pa ipak, mnoge svetske vlade troše velike sume na računanje takvog rizika.²⁸⁹

Ovakvi parametri, kao što je važnost rizika i verovatnoća, glavni su pri određivanju izbora metode utvrđivanja rizika. Analiza verovatnoće direktno vodi do procene moguće štete, ukoliko se rizik ispostavi kao tačan. U nekim slučajevima može da se

²⁸⁷ *Risk Management Fundamentals: Homeland Security Risk Management Doctrine*, 2011, str. 9. Preuzeto sa sajta Departmana za bezbednost domovine SAD (Department of Homeland Security). URL = <https://www.dhs.gov/xlibrary/assets/rma-risk-management-fundamentals.pdf>. Pristupljeno 14.3.2016.

²⁸⁸ *Isto*, str. 11.

²⁸⁹ Ord, Toby; Hillerbrand, Rafaela; Sandberg, Anders: *Probing the Improbable: Methodological Challenges for Risks with Low Probabilities and High Stakes*. Preuzeto sa sajta Instituta za budućnost čovečanstva Univerziteta Oksford. URL = <http://www.fhi.ox.ac.uk/probing-the-improbable.pdf>. Pristupljeno: 14.3.2016.

koristi i postavljanje broja, kao obeležja važnosti samog rizika, što je, na primer, slučaj sa DEFCON-om.²⁹⁰

4.8.3 Sposobnosti menadžera da prihvati poslovni rizik

Odgovor na pitanje da li će menadžer prihvatiti poslovni rizik, na individualnom planu leži jedino u psihologiji njegove ličnosti, kao i u evolutivnoj psihologiji. Utvrđeno je da su muškarci skloniji riziku od žena u svim aspektima, od kockanja do vezivanja sigurnosnih pojaseva, posebno kada su u pitanju rizici sa velikim ulogom.²⁹¹

Pošto muškarci preferiraju rizik u svim sferama svog života, ne čudi što se ovakav stav prema riziku preneo i na poslovni plan. Kada su preduzetnici u pitanju, znak da se postepeno povlače iz rizičnih akcija je kada počnu da akumuliraju finansije, međutim, ovakvo ponašanje dolazi jedino u kombinaciji sa „back-up” planom.²⁹²

Kada su menadžeri u pitanju, (ne)prihvatanje rizika (ma koliko bio apsurdan) najviše zavisi od njihovog samouverenja. Druga podloga za ovakvo ponašanje su visoka očekivanja i neopravdani optimizam i entuzijazam. „Samouvereni” menadžeri veruju u najbolji mogući ishod svoje investicije, nezavisno od toga koliko drugima isti smešno izgledao!²⁹³

Prihvatanje nerealnih rizika potiče iz greške u planiranju, gde je menadžer nesvestan sopstvenog potencijala da pravi greške²⁹⁴, što ima za posledicu stvaranje konstantnog reda grešaka na tržištu i veliki gubitak po kompaniju.

²⁹⁰ DEFCON („defense condition“) je sistem koji koriste vojne snage SAD da odrede nivo rizika koji predstavlja pretnju državi i njenom stanovništvu. DEFCON se rangira od 5 (mirnodopsko stanje) do 1 (nuklearni rat neizbežan). Ujedinjene vojne snage SAD se prilagođavaju nivou rizika. Na primer, u mirnodopskom stanju, snage su spremne da reaguju u normalnom roku koji tek treba da bude određen, dok tokom perioda DEFCON-2 (tokom Kubanske krize 1961: DEFCON-2 označava jedan korak do nuklearnog rata) vazduhoplovne snage su spremne da reaguju u periodu od petnaest minuta. Više u: *Department of Defense Dictionary of Military and Associated Terms*, 2009, str. 152. URL = https://web.archive.org/web/20091108082044/http://www.dtic.mil/doctrine/jel/new_pubs/jp1_02.pdf. Pristupljeno 14.3.2016.

²⁹¹ Harris, Christine R.; Jenkins, Michael; *Gender Differences in Risk Assessment: Why do Women Take Fewer Risks than Men?*, 2006, str. 48.

²⁹² Hopenhayn, Hugo A.; Vereshchagina, Galina: *Risk taking by entrepreneurs*, str. 19. URL = http://rcer.econ.rochester.edu/RCERPAPERS/rcer_500.pdf. Pristupljeno 15.3.2016.

²⁹³ Malin, str. 4.

²⁹⁴ Weyer, Birgit: *Perspectives on Optimism within the Context of Project Management: A Call for Multilevel Research*, 2011, str. 11.

4.9 Zadovoljstvo koje proizvodi bogatstvo kod menadžera

Odnos bogatstva i zadovoljstva kvalitetom sopstvenog života je već godinama goruća tema u psihologiji. Novac ima i pozitivan i negativan efekat na osećaj zadovoljstva kod ljudi. Novac, pored toga što pruža opcije da se dožive nove i egzotične stvari (putovanja, letovanja, luksuz i slično), oduzima sposobnost osobi da uživa u „malim stvarima u životu”, kao što je, na primer, povremena čokolada.²⁹⁵

Ovakva promena se zove hedonička adaptacija i polazi od pretpostavke da nikada nije dovoljno i da je vrlo lako navići se na dobre (=prijatne) stvari. Menadžeri imaju vrlo visoku platu i pre nego što dođu na to radno mesto, pa se može pretpostaviti da su oni već aklimatizovani na posedovanje velike količine novca. Osnovno pitanje je - da li je zadovoljstvo koje oni osećaju zbog količine sakupljenog novca relativno ili apsolutno? Da li ostaju zadovoljni onim što imaju, ili uvek i u svakom trenutku žele više?

Jedna studija pokazuje da je zadovoljstvo koje nastaje kao rezultat akumulacije novca relativno, dok je zadovoljstvo koje nastaje kao rezultat trošenja istog novca apsolutno.²⁹⁶ Menadžeri, kao arhetip osobe koja ima novca za sve svoje potrebe (i više od toga), verovatno osećaju makar privremeno zadovoljstvo tokom akumulacije novca.

Količina novca je u direktnoj proporciji sa životnom satisfakcijom i to ne važi samo za menadžere. Postoji li granica gde količina akumuliranog bogatstva prevazilazi svoju prvobitnu ulogu (davanje finansijske sigurnosti) i postaje psihološki teret, skoro kao opsesija? Ukoliko postoji, da li se takva pojava dešava iznenada ili se postepeno razvija?

Posedovanje velike količine novca ima veliki broj „prećutnih” implikacija, kao što su zagarantovano društveno prepoznavanje i prihvatanje, ili poboljšanje izgleda kroz sakrivanje tragova starenja ili praćenja mode. Ove implikacije nisu od iste važnosti i mere se indeksom aspiracije.²⁹⁷

²⁹⁵ Quoidbach, Jordi et al., *Money Giveth, Money Taketh Away: The Dual Effect of Wealth on Happiness*, 2011, str. 4.

²⁹⁶ Hsee, Christopher K et al.: *Wealth, Warmth and Wellbeing: Whether Happiness Is Relative or Absolute Depends on Whether It Is About Money, Acquisition or Consumption*, 2008, str. 27.

²⁹⁷ Kasser, Tim: *The High Price of Materialism*, MIT University Press, 2003, str. 35.

Za novac se vezuju i izvesni poremećaji, kao što je sindrom iznenadnog bogatstva („Sudden Wealth Syndrome”). Ovaj sindrom pogađa osobe koje se brzo obogate (na primer na lutriji, ili osobe koje dobiju veliko nasleđstvo), a simptomi su sledeći: osećaj straha, izolacije, krivice, odbojnosti, nesigurnosti i nepoverenja prema drugima.²⁹⁸

Potrebno je vreme da bi se osoba koja je za kratko vreme dobila veliku količinu novca navikla na naglu promenu sopstvenog identiteta i shvatanja o sebi. Menadžeri, s druge strane, najčešće postepeno akumuliraju novac, u periodu koji može da traje dugi niz godina. Oni ne osećaju istu paranoju i nesigurnost kao osobe koje su za kratko vreme dobile veliku količinu novca, zato što su naučili tokom vremena da pravilno raspoložu takvim sumama.

Stereotip pomahnitalog bogataša - hedoniste je, u tom smislu, netačan. Jedan od primera je Džordan Belfort, glavni lik filma „Vuk sa Vol Strita“²⁹⁹, čija je orijentisanost ka maksimizaciji sopstvenog profita na kraju bila uzrok tragedija koje su mu se dešavale. Primeri iz stvarnog života su, na primer, članovi poznate rokenrol grupe *Rollingstouns*, koji su poznati po upotrebi psihoaktivnih supstanci, naročito benzometilekgonina (kokaina).

Postoji i drugi tip ljudi koji, koliko je javnosti poznato, nikada nisu imali problema sa takvim oblicima ponašanja, kao što su Bil Gejts, Stiv Džobs i Brus Dikinson³⁰⁰. Trebalo bi uzeti u obzir i individualne sklopove ličnosti pre nego što se donese zaključak. Drugi faktori, kao što su traume u detinjstvu, mogu da budu uzrok ovakvih poremećaja, dok slava i bogatstvo samo pojačavaju simptome.

Kada su menadžeri u pitanju, lakše ih je asociirati sa Bilom Gejtsom, nego sa Mikom Džegerom ili fiktivnim Džordanom Belfortom. Jedna studija nalazi da „...menadžerov život uključuje i duge sate, kratke rokove, nedostatak privatnosti, obavezna putovanja, kritiku sa tržišta, prigovore od strane borda i (...) socijalnu izolaciju. Neki menadžeri

²⁹⁸ Downing, Abbott: *Sudden Wealth: Managing the Transmission*, str. 5. Preuzeto sa URL = https://www.abbottdowning.com/_asset/nsw4kt/SuddenWealth.pdf. Pristupljeno 15.3.2015.

²⁹⁹ Koga u glavnoj ulozi tumači Leonardo DiKaprio (*The Wolf of Wall Street*, 2013, Martin Scorsese, Paramount Pictures, New York).

³⁰⁰ Frontmen i pevač britanske hevi metal grupe „Ajron Mejden“ (Iron Maiden).

beže od svoje situacije kroz zloupotrebu psihoaktivnih supstanci, prevaru, seksualni avanturizam, tešku fizičku vežbu...³⁰¹

Barnar navodi konkretne slučajeve, gde bogatstvo ne izgleda kao da igra veliku ulogu u formiranju kriznog psihološkog stanja ali, sa druge strane, ne deluje ni kao da ga ublažava. Jedna druga studija je našla da osobe koje su samouverene i imaju pozitivnije poglede na svet dok su mlade, zarađuju više u kasnijem periodu života od svojih vršnjaka sa suprotnim pogledom na svet.³⁰²

Akumulacija novca može menadžeru da donese privremenu satisfakciju, ali po cenu drugih biheviorističkih, afektivnih i, eventualno, neuroloških poremećaja. Ista akumulacija nije u stanju da ublaži nedostatke nastale promenom u identitetu osobe i lošom adaptacijom na te promene. Jedino moguće rešenje za ovakvu krizu je stabilan odnos racionalne akumulacije i racionalnog trošenja novca.

4.10 Konflikt interesa između uprave i top menadžmenta

Konflikt interesa je nešto što u svetu korporativnog upravljanja treba izbegavati što je više moguće. Kada je u pitanju sukob između menadžmenta i uprave, čak i ljudi sa najstrožim normama lične i poslovne etike pokleknju pred iskušenjem, ukoliko je mogući profit veliki. Konflikti interesa na upravnom nivou mogu koštati firmu trilion dolara u potencijalnom profitu.³⁰³

Kada postoje različite strane, vrlo često se dešava, u svim sferama ljudskog delovanja, da interesi tih strana počinju da se razilaze u jednom trenutku i tada nastaju generalni problemi. Uprava donosi odluku, a menadžer ima obavezu da obezbedi sigurno sprovođenje te odluke u praksi, ali postoje izvesni slučajevi kada se interesi uprave i menadžera ne poklapaju.

Veći problem nastaje kada je menadžer član uprave i ima određene ruke da legalno deluje u sopstvenom interesu, koji može biti suprotan interesu upravnog tela, a

³⁰¹ Barnard, Jayne W., *Narcissism, Over-optimism, Fear, Anger and Depression: the Interior Lives of Corporate Leaders*, 2008, str. 409.

³⁰² Como, Michael: *Do Happier People Make More Money? An Empirical Study of the Effect of a Person's Happiness on Their Income*, 2013, str. 14.

³⁰³ Bell, Robert I. et al., *Conflict of Interest: The Common Thread Underlying Ethical Lapses*, u „*Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies*“, 2005, str. 4.

postavljen je u upravno telo zbog poverenja u njegove kapacitete. Druga strana priče je da menadžer ne treba da bude u upravnom telu, gde su uloge jasno podeljene i da bi ubacivanje menadžera razredilo vlasništvo i autoritet upravnog tela.³⁰⁴

Ovakva disharmonija u korporativnoj hijerarhiji se može opisati kao agencijski problem („principal agent problem”), koji nastaje kada osoba (u ovom slučaju menadžer) radi u sopstvenom interesu *de facto*, dok *de jure* predstavlja interese drugog lica, ili skupa lica (u ovom slučaju, upravnog tela). Đorđević sumira problematiku na sledeći način: „Agencijski problem je nastao kao posledica inherentnog sukoba interesa i ciljnih funkcija dva najvažnija konstituenta privrednih društava – vlasnika i menadžera (...)”³⁰⁵ i dalje naglašava, „najznačajnije odredbe Kodeksa korporativnog upravljanja odnose se upravo na zaštitu vlasnika i njihovo blagovremeno izveštavanje od strane upravnog odbora”.³⁰⁶

Zaključak je da najčešće menadžeri zloupotrebljavaju svoju poziciju u upravnom odboru, da bi prećutno zastupali sopstvene interese. Postoje različite vrste revizionih tela, neophodnih da se osigura jedan od najvažnijih aspekata modernog korporativnog upravljanja - transparentnost. Metode koje koriste su sledeće: nadzor interne kontrole, ispitivanje poslovnih i finansijskih informacija, pregled ekonomičnosti, efektivnosti i efikasnosti poslovanja i pregled usaglašenosti sa zakonima, regulativama i ostalim eksternim zahtevima.³⁰⁷

Primer gde je sukob (a potencijalno i lični sukob) neizbežan je hipotetička situacija u kojoj je upravno telo podeljeno pola-pola oko neke važne i hitne stvari, a menadžer je taj koji ima konačno pravo glasa. On je u tom slučaju u bezizlaznoj situaciji - šta god da izabere, doći će u sukob sa polovinom upravnog tela.³⁰⁸

³⁰⁴ Council on Foundations , *Should CEOs be on the Board? And should they have voting rights?*, 2010, str 6. Preuzeto sa URL = <http://www.cof.org/sites/default/files/documents/files/CEOs%20On%20Boards.pdf>. Pristupljeno 15.3.2016.

³⁰⁵ Slaviša Đorđević, *Značaj i uloga mehanizma korporativnog upravljanja u podizanju nivoa efikasnosti menadžmenta*, 2012, str. 61.

³⁰⁶ Isto.

³⁰⁷ Isto, str, 59.

³⁰⁸ CoF, 2010, str. 3.

Najveći broj sukoba nastaje upravo kada menadžer deluje u sklopu upravnog tela. Problemi postaju proporcionalno veći ukoliko isti menadžer ima u sklopu tog tela pravo glasa. Takvi problemi se mogu (makar privremeno) rešiti zakonskim merama. Svi zaposleni u Australijskoj javnoj službi (AJS), na primer, imaju obavezu da „preduzimaju razumne korake da ne bi došlo do konflikata interesa u vezi sa zapošljavanjem u AJS-u” i da „iskažu detalje bilo kog materijalnog ličnog interesa u vezi sa zapošljavanjem u AJS-u”.³⁰⁹

Kodeks korporativnog upravljanja se na sličan način primenjuje na ovim prostorima. Reperkusija i revizija koja dolazi iz spoljašnjeg sveta je u boljoj poziciji da pruži objektivnu analizu situacije u cilju očuvanja transparentnosti.

Drugi problem, koji često nastaje, jeste finansijska kompenzacija menadžera. Pošto o njegovoj plati odlučuje upravno telo on, kao njegov član, ima proširen prostor da zloupotrebi takvu poziciju, čak i u slučaju da deluje *ex officio* (prisutan na sastancima odbora, ali bez prava glasa), jer može i dalje, kroz komunikaciju sa drugim članovima, da širi svoj uticaj.

Rešenje, koje se nameće samo od sebe, jeste eksterni sistem revizije, po evropskom modelu korporativnog upravljanja, gde nadzor vrše osobe iz drugih institucija. Menadžer, pošto ne pripada tim institucijama, nije u stanju da vrši zloupotrebu svog položaja. Ovaj sistem se pokazao kao najefikasniji pri ranom lociranju i brzom rešavanju konflikata interesa (prevashodno između uprave i menadžera).

4.11 Ocena rada menadžera i nagrađivanje kadrova

Osnovni cilj ocene menadžerskog rada je provera kompatibilnosti menadžera sa trenutnim poslovnim smerom u kom kompanija ide. Veći broj organizacija je u tu svrhu stvorio sistem ocene menadžerskog rada, koji se može sumirati u sledećih nekoliko principa: poređenje performansi menadžera sa očekivanjima i ciljevima upravnog tela, jačanje poklapanja menadžerovih prioriteta i performansi i misije, vizije i ciljeva organizacije, definisanje i postavljanje kriterijuma procesa i očekivanja razvoja

³⁰⁹ *Public Service Act 1999*, No. 147, 1999 as amended, Part 3—The Australian Public Service, 13 The APS Code of Conduct, član 7. Pregledan 16.3.2016. na zvaničnom sajtu australijskog AJS-a, URL = <https://www.legislation.gov.au/Details/C2014C00511>.

menadžera, stvaranje jače veze između menadžera i upravnog tela i ispunjavanje dužnosti upravnog tela da osigura da je kompanija dobro vođena i, ukoliko nije, stvaranje solidne legalne baze za odstranjivanje menadžera.³¹⁰

Postavljanje standarda prema kojima će izvesni menadžer biti procenjen je prva neophodnost pre početka evaluacije. Procena može biti u odnosu na prethodne rezultate evaluacije - ukoliko jedan rezultat drastično „odskake“, to jest, značajno se razlikuje od ostalih, razlog treba da se ispita po svaku cenu, da bi se ispoštovala odgovornost prema vlasnicima kompanije.

Asocijacija bolnica u Ajovi predlaže sledeća četiri cilja evaluacije menadžera: pravilna procena njegovog rada i adekvatna kompenzacija kao nagrada, poređenje performansi sa ciljevima kompanije, rast i razvoj menadžera u sklopu poslovnog okruženja i ojačavanje veza između upravnog tela i menadžera.³¹¹

Dva gore navedena primera pokazuju skoro identične ciljeve ispitivanja (u nekim slučajevima potpuno identične, na primer, kada je ojačavanje odnosa upravnog tela i menadžera u pitanju). Primetno je da je akcenat stavljen na konsolidaciju administrativne moći na relaciji menadžera i upravnog tela. Menadžer, kao izvršni autoritet, ima imperativ da održava dobre i transparentne odnose sa upravnim telom, pošto time stvara jaku upravnu osovinu unutar kompanije.

Sama procena se sastoji od detaljne analize rezultata i popunjavanja upitnika sa tvrdnjama, podeljenih po kategorijama, kao što su „vođstvo i menadžerski kvaliteti“, u koje spadaju tvrdnje poput „funkcioniše kao efikasan član radne grupe, stičući poštovanje i saradnju drugih“. Postoji šest odgovora koji mogu da se štikliraju: „neprihvatljivo“, „potrebno poboljšanje“, „zadovoljavajuće“, „dobro“, „odlično“. Postoji i šesta opcija u ovom slučaju: „ne postoji baza za procenu“.³¹²

³¹⁰ Preuzeto sa sajta kompanije „Boardroom Metrics“: URL = <http://www.boardroommetrics.com/corporate-governance/ceo-performance-evaluation>. Pristupljeno: 16.3.2016.

³¹¹ Iowa Hospital Association, *CEO evaluation guide: An approach to CEO performance appraisal and development*, A publication of the Iowa Hospital Association, 100 East Grand Avenue, Suite 100, str. 4. URL = http://www.dochas.ie/sites/default/files/CEO_Evaluation_Guide.pdf. Pristupljeno 3.16.2016.

³¹² Isto, str. 7.

Druge kategorije koje se mere su odnosi sa upravnim telom, kroz tvrdnje kao što su „komunicira dobro sa bordom poverenika, dajući im prikladne informacije na i između sastanaka”. U konkretnom slučaju Asocijacije bolnica u Ajovi, uvedena je posebna prilagođena kategorija - odnos sa medicinskim osobljem.³¹³

Sledeći segment se odnosi na ciljano ponašanje i poželjno ponašanje. Članovima upravnog odbora se postavljaju tri pitanja: „Koje su najjače tačke menadžera?”, „Koja polja zahtevaju dalji razvoj?” i „Kakva pomoć i koji resursi su potrebni da bi se pomoglo menadžeru u razvoju?”. Drugo pitanje implicira ciljano ponašanje, dok treće implicira korekzione mere, neophodne za dalje poboljšanje menadžerskog performansa u narednom periodu.³¹⁴

Poželjne forme ponašanja se ojačavaju bihejviorističkim pristupom kada je u pitanju sistem nagrada. Adekvatnim sistemom nagrađivanja dobija se rezultat trajnog ostanka zaposlenih, ali taj sistem ima i svoje nedostatke. Dobar kadar će ostati u firmi ako je nagrađen više nego što bi bio u drugim kompanijama. Očigledan problem je što takav pristup košta mnogo. Oni koji su se pokazali kompetentnijim na poslu će se osećati potplaćenim, iako su, iz objektivne perspektive, dobili adekvatnu kompenzaciju u odnosu na svoje zasluge.³¹⁵

Sistem nagrađivanja treba da služi kao motivator. Nagrađivanje prekovremenog rada, na primer, motiviše kadar da ostane duže na poslu. Postoje različiti nivoi satisfakcije koji proizilaze od urađenog posla - za neke je jedna smena (bez bonus sati) sasvim dovoljna da izazove takvo osećanje, a za neke je glavni motiv bonus od prekovremenog rada.

Varijabla koja bi trebalo da se pomene je kompetencija. Potrebno je da se motiviše i učenje i da se nagradi objektivni rezultat, a ne samo uloženi trud. Na taj način se kadru suptilno daje motivacija da poboljša svoju produktivnost na druge načine.³¹⁶

U profesionalnom okruženju se procenjuje rad, a ne osoba. Radna sposobnost je objektivno najpoželjnija baza za dalju procenu rada i odgovarajuću kompenzaciju.

³¹³ Isto, str 10-11.

³¹⁴ Isto, str. 12.

³¹⁵ CEO: Center for Effective Organizations, Lawler III, Edward E.: *Effective Reward Systems: Strategy, Diagnosis, Design and Change*, 1993, str. 3.

³¹⁶ Isto, str. 7.

Drugi faktor je senioritet.³¹⁷ U Japanu, osobe koje su radile duže imaju višu platu, iako postoje nagrade za dobre poslovne performanse.

Razlog za ovakvo nagrađivanje lojalnosti je to što sposoban kadar, koji je voljan da napreduje na radnom mestu i koji neće dati otkaz čim se ukaže prilika koja mu se čini boljom, jeste najpoželjniji tip zaposlenog u svakoj kompaniji. Pouzdanost je jedna od osnova za dalje napredovanje, kao i mogućnost postepenog napretka. Ova tvrdnja važi i u slučaju menadžera.

4.12 Menadžerski optimizam i korporativne finansije

„Menadžerski optimizam” je pojava koja je dosta obrađivana, verovatno zato što je tako česta. Menadžeri sa averzijom prema riziku, kod kojih je prisutan srednji nivo optimizma, pokazuju najbolje rezultate i, u odnosu na svoje kolege sa visokim i niskim nivoom optimizma, manje su uklanjani sa svojih pozicija.

Latentne individualne karakteristike menadžera utiču na korporativnu politiku i njene rezultate i zato je polazna pretpostavka da optimistični menadžeri daju sasvim drugačije rezultate od racionalnih. Oto je primetio da se platni ugovori menadžera stvaraju na bazi individualnih razlika, što nije slučaj sa ostalim zaposlenima.³¹⁸ Oto je, pored toga, zaključio i da menadžeri u čijem se ponašanju nalaze indikatori optimističnih verovanja dobijaju manje bonus kompenzacije i, generalno, manju kompenzaciju, kao i da je razlog tome njihovo predviđanje povratka investicija u budućnosti.³¹⁹

Pojedini autori smatraju da je optimizam esencijalan za vođstvo, jer sposobnošću skretanja pažnje povećavaju svoj auditorijum. Svojim pozitivnim stavom uspevaju da inspirišu druge čak i u kriznim situacijama, pošto imaju aktivnije strategije suočavanja sa teškim periodima.³²⁰

³¹⁷ Isto, str. 11.

³¹⁸ Otto, Clemens A.: CEO Optimism and Incentive Compensation, 2014, str. 368.

³¹⁹ Isto, str. 369.

³²⁰ Greenberg, Margaret H.: Arakawa, Dana: *Optimistic Managers & Their Influence on Productivity & Employee Engagement in a Technology Organization*, 2006. URL = http://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1003&context=mapp_capstone. Pristupljeno 16.3.2016.

Menadžer je na ovaj način u stanju da ostvari dobru komunikaciju sa zaposlenima koji su optimistični i otvoreni, ali kada su finansije u pitanju, optimistički nastrojeni menadžeri se izuzetno loše kotiraju, jer „sistematski precenjaju mogućnost dobrog poslovanja firme, a potcenjuju mogućnost lošeg.”³²¹

Optimistični menadžeri imaju poseban odnos prema eksternom finansiranju - odbiće ga i u slučaju da su rezultati takve investicije objektivno pozitivni. Oni se najviše oslanjaju na finansije sopstvene kompanije, čak i ako su takvi postupci izuzetno rizični po finansije firme. Hiton naglašava da uvođenje spoljašnjeg revizionog tela može biti rešenje, pošto „autsajder” može da uvidi nešto što „insajder” nije ni blizu da shvati.³²²

Jedini način da se ostvari optimizam menadžera je asimetrija u informacijama, gde jedna strana bolje poznaje transakcije od druge, što toj strani daje izvesnu prednost. Ukoliko menadžer ima izvesnu informacionu prednost u odnosu na upravljačko telo, optimizam verovatno nije neopravdan, međutim, postavlja se pitanje zašto bi u takvoj hipotetičkoj situaciji menadžer zadržavao informacije, osim ako ne postoji „principal agent” problem.

Upravno telo može da se nađe u situaciji da služi kao regulator optimističnom menadžeru, ali postoji izvestan rizik da će menadžer delovati u sopstvenom interesu. Ovo predstavlja ozbiljan rizik za upravno telo. Razlike između optimističnih (koje zastupa menadžer) i realističnih (koje zastupa upravljačko telo) stavova, mogu da dovedu do unutrašnjeg konflikta, posebno ukoliko je menadžer istrajan u svojim stavovima, i pored rezultata koji govore suprotno.

Regulacija kroz podzakonske akte je prevashodno iz ovog razloga neophodna da se ne bi dopustilo optimističnom menadžeru da nizom loših poslovnih odluka uvede kompaniju u gubitke.

³²¹ Heaton, J. B., *Managerial Optimism and Corporate Finance*, 2002, str. 33.

³²² *Isto*, str. 44.

4.13 Samoopravdavanje kao segment efekta nepovratnog troška i organizaciona kultura

Nepovratni trošak („sunk cost”) se definiše kao gubitak koji se ni na koji način ne može povratiti. Pravilo je da tokom procesa donošenja odluka nepovratni trošak treba ignorisati. MekAfi i saradnici smatraju, međutim, da nepovratni trošak često utiče na ljude koji su ga izazvali tokom donošenja odluka tako da u svojim budućim finansijskim ekspedicijama pokušavaju da izvuku neku korist od troška ili makar da nadoknade ono što su izgubili.³²³

„Vezivanje” za nepovratne troškove na bilo koji način je iracionalno, a ljudi globalno ipak uzimaju u obzir takve troškove prilikom donošenja odluka. Iznenaduje što to ne čine samo ljudi, nego i kompanije.³²⁴

Organizaciona kultura i njeni principi ne gledaju blagonaklono na ovakvo ponašanje, pa nepovratni trošak ostaje jedna od previše zastupljenih pojava, kako među pojedincima, tako i među kompanijama. Uloga nepovratnog troška je, u tom slučaju, pedagoška - na takvim primerima se uči da se takve greške ne bi ponovile u budućnosti.

Arks i Blumer predstavljaju primer objektivnog gubitka i subjektivnog dobitka u određenoj situaciji sledećim primerom: izvestan čovek je dobio na lutriji kartu za fudbalsku utakmicu, ali nije želeo da ide sam, pa je ubedio prijatelja da kupi kartu i pođe sa njim. Na putu do utakmice ih uhvati snežna oluja. Čovek želi odmah da se vrati kući, pošto ne želi da trpi efekte hladnog vremena dok traje utakmica, međutim, njegov prijatelj ne želi da mu propadne novac koji je uložio u kartu. Arks i Blumer naglašavaju da je taj novac sam po sebi nepovratan trošak, bez obzira da li će on otići na utakmicu ili ne.³²⁵ Oni dalje smatraju da opravdanje ovakog ponašanja leži u želji da se osoba prikaže kao neko ko nije štetan.³²⁶ Primer koji su prikazali važi na privatnom planu, a

³²³ McAfee, Preston R. *et al.*, *Do Sunk Costs Matter?*, 2010, sr. 324.

³²⁴ Postoje dva razloga za to: prvi je što adaptivnim učenjem firma dolazi do ekvilibrijumskog profita, a drugi je što ovakav način postupanja vodi do daljeg „vezivanja“ za nepovratne troškove (Nabil Al-Najjar *et al.*, *The Sunk Cost Bias and Managerial Pricing Practices*, No 851, 2006 Meeting Papers from Society for Economic Dynamics, str. 3.

³²⁵ Arkes, Hal R.: Blumer Catherine: *The Psychology of the Sunk Cost*, 1985, str. 125.

³²⁶ *Isto.*

poslovno okruženje i jači pritisak okoline utiču da se osoba, čije je delovanje bilo uzrok nepovratnog troška, ponaša kao prijatelj iz navedenog primera.

Delovanje u skladu sa nepovratnim troškom se smatra iracionalnim, a još iracionalnije su dalje investicije u takve troškove, u uzaludnoj nadi da će se oni nekako vratiti. Primer takvog investiranja je supersonični avion *Konkord*³²⁷, koji se pokazao teškim i skupim za održavanje davno pre nego što je povučen iz upotrebe, ali ulaganje u njega je nastavljeno sve dok nije doseglo milijardu i tri stotine miliona dolara.

Er Frans i *Britiš Ervejz* su neprofitabilna ulaganja pravdali sa „previše smo uložili da bi se sada odustalo”.³²⁸ Zabeleženo je u istoriji još nekoliko takvih slučajeva, gde su finansijeri koristili slična opravdanja.

Ogranizaciona kultura prećutno opravdava ovakav stav. Alokacija finansijskih sredstava u projekat koji je nepraktičan, ili osuđen na propast, u direktnoj je vezi sa takozvanom „eskalirajućom posvećenošću”³²⁹ i često se ostaje pri radu na projektu, iako postoji potencijalna pretnja da konkurencija stekne prednost na tržištu zahvaljujući takvoj grešci. Ovakvo ponašanje dovodi do stvaranja začaranog kruga - novac koji je uloženi može da se smatra nepovratno obezvređenim, sem ukoliko se izvrši alokacija još više sredstava u taj projekat. Količina potencijalno obezvređenog novca se postepeno povećava i ne bi bila logička greška kada bi se, hipotetički, moglo nastaviti sa alokacijom *ad infinitum*, a opravdanje „nepoželjno je da projekat propadne sada kad je već toliko uloženo u njega” bi bilo sasvim validno i na mestu.

4.14 Upravljanje utiscima i organizaciona kultura

Organizaciona kultura na radnom mestu može biti, posebno za nove zaposlene, vrlo neprijateljsko okruženje, jer obuhvata set profesionalnih normi koje mogu da izgledaju strano, čak zastrašujuće.

Radi boljeg uklapanja u okolinu, bitno je upravljati sopstvenom slikom na radnom mestu. Osoba koja je svesna načina na koji ga drugi vide i sposobna da takvu sliku

³²⁷ Prvi avion koji je probio zvučni zid tokom svog prvog leta, 1969.

³²⁸ Arkes, Blumer, 1985, str. 125.

³²⁹ Roth, Parayre, The strategic implications of sunk costs: A behavioral perspective, 1995, str. 419.

promeni, može se vrlo lako uklopiti u okvir organizacione kulture, što su Liri i Kovalski ilustrirali primerom: „politički kandidati su spakovani za konzumiranje javnosti poput automobila ili žitarica za doručak. (...) Milioni ljudi se plaše govora ili izvođenja u javnosti, jer se plaše vrednovanja od strane publike”.³³⁰

Strah od (pogrešne) procene je toliko prisutan, da se može pretvoriti u fobiju (glosofobija), što pokazuje koliko je ljudima stalo do mišljenja drugih. Pojedine osobe su veštije od drugih i imaju veću svest o govoru tela, koji je najčešće nesvesna radnja. U prisustvu voljene osobe, ili osobe prema kojoj individua gaji veliku seksualnu privlačnost, glas se menja, postaje viši i zenice se šire. Osoba najčešće nije svesna svojih reakcija, međutim, pojedinci jesu i mogu da ih kontrolišu, a samim tim i sliku o sebi.

Faktor koji igra bitnu ulogu u kreiranju slike o sebi je politička veština, koja pruža pojedincu mogućnost da razume druge i utiče na situaciju. Visoka politička veština se generalno dovodi u relaciju sa boljom slikom u očima drugih ljudi.³³¹

Regulacijom utisaka, osoba se nada da će od okruženja (u ovom slučaju, organizacije u čijem se kulturnom domenu nalazi) dobiti pozitivan „feedback”. Najčešće korišćene metode postizanja takvog cilja su *samoreklamiranje* („Pogledajte koliko sam sati radio prekovremeno!”), *ingracijacija* („Odlična stateška odluka, šefe.”), *egzemplifikacija* („Radim duže od svih, iako nema prave potrebe za tim, ali želim da budem viđen.”), *zastašivanje* („Radićeš dodatna dva sata danas ukoliko želiš da zadržiš posao!”) i *suplikacija* („Ja ovo prosto ne umem, preklinjem vas, pomozite mi.”).³³²

Kada se govori o upravljanju utiscima, potrebno je okolinu u kojoj se upravljanje odvija zamisliti kao binu, jer ona to i jeste. Osoba koja želi da upravlja utiskom o sebi se pozicira na vidljivo mesto, koje još više naglašava njenu promenu i čini je upečatljivijom. Makijavelizam, potreba za društvenim prihvatanjem i društvena

³³⁰ Leary Mark R; Kowalski, Robin M., *Impression Management: A Literature Review and Two-Component Model*, 1990, str. 34.

³³¹ Harris, Kenneth J. et al., *The Impact of Political Skill on Impression Management Effectiveness*, 2007, str. 278.

³³² Lewis, Melissa A.; Neighbors, Clayton: *Self-Determination and the Use of Self-Presentation Strategies*, 2005, str. 470.

anksioznost, stvaraju razlike kada isti ljudi drugačije tumače iste stimuluse, čime se stvara potpuno drugačija slika od ciljane.³³³

4.15 Redukovanje pristrasnosti – implikacije za menadžersku praksu

Svaka osoba u nekom svom segmentu ima sklop predodređenih vrednosti zbog kojih u izvesnom trenutku ne može da donese odgovarajuću odluku. Kada su menadžeri u pitanju, najčešće pristrasnosti su optimizam, preterana samouverenost, iluzija kontrole i potvrđivanje.³³⁴ U kontekstu poslovne prakse, sve tri mogu da dovedu do nepoželjnih efekata na tržištu.

Pristrasnost se može redukovati, ali je prethodno potrebno da bude identifikovana. Ukoliko se menadžer ponaša na sledeće načine: pripisuje svoje greške lošoj sreći ili spoljnim faktorima koje ne može da kontroliše ili smatra da ima veći uticaj na razvoj događaja nego što zapravo ima (iluzija kontrole), verovatno pati od jedne od navedenih pristrasnosti, što može ugroziti strateško planiranje unutar kompanije.

Kada je u pitanju iluzija kontrole, potrebno je naglasiti da veći nivo kontrole nad situacijom kod izvesne osobe znači da ona smatra da je njen nivo kontrole nad tom situacijom nizak, i obrnuto.³³⁵

Uzrok percepcije niskog nivoa kontrole može biti depresija³³⁶, koja je eksterni izvor greške u proceni i može da se zaključi da bi njeno uklanjanje bilo rezultat adekvatne terapije.

Samouverenosti i nevalidan optimizam nisu isto, ali na slične načine utiču na funkcionisanje jedinice. Menadžer ne mora biti nelojalan u odnosu na upravno telo, ali upravno telo mora da služi kao regulator da menadžer ne bi otišao u domen hibrisa.

³³³ Gardner, William L.; Martinko, Mark J.: *Impression Management in Organizations*, 1988, str. 332.

³³⁴ Schwizer, Paola *et al.*, *Can high quality independent directors reduce CEO overconfidence?*, preuzeto sa URL = http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2014-Rome/papers/EFMA2014_0282_fullpaper.pdf, str. 4.

³³⁵ Gino Francesca *et al.*, *Keeping the Illusion of Control under Control: Ceilings, Floors, and Imperfect Calibration*, 2008, str. 109. Zbog ove proporcije, kontrola nad situacijom se može uporediti sa znanjem kada je u pitanju Daning-Kruger efekat.

³³⁶ *Isto*, str. 110.

Pojedine studije pokazuju da menadžeri pokazuju znatno manje preteranog samopouzdanja ukoliko su članovi upravnog tela nezavisni, to jest, „autsajderi”.³³⁷

4.16 Neke metodološke i ekonomističke kritike

Mnogobrojni pojmovi koji se tiču bihejviorizma i psihologije menadžmenta su do sada obrađivani, kako na polju psihologije, tako i na polju bihejviorističkog menadžmenta.

Razlog ovome su evolutivni koreni današnjeg modela ponašanja, prirodnom selekcijom oblikovanog dovoljno dugo da postane nasledno, koje postaje baza hijerarhizacije, kako u društvu, tako i na radnom mestu. Psihologija i menadžment imaju veliki broj dodirnih tačaka, posebno na polju bihejviorističkih studija i izuzetno su komplementarne kada je obavljanje istraživanja u pitanju. Bihejvioristička psihologija je prisutna gde god nastane plodno tlo za ispitivanje neistraženih, ili nedovoljno istraženih oblika ljudskog ponašanja.

Veliki problem savremenog bihejviorističkog menadžmenta je nepostojanje „zvaničnog” sistema regulacije ponašanja preterano samouverenog menadžera, koji ne bi podrazumevao prekid radnog ugovora inače odgovorne i kompetentne osobe. Studije u oblasti psihologije su ponudile pojedina rešenja, ali ona su specifična za određenu situaciju i individualne razlike. Članovi upravljačkog tela koji ne pripadaju kompaniji imaju izvesnu dozu objektivnosti, pa su veće šanse da smanje preterani optimizam i samopouzdanje. Lista globalnih statističkih podataka o uspehu takvog rešenja još uvek ne postoji i zato ne postoji način da se proverí najvalidniji metod sukobljavanja sa tim problemom koji, posebno u većim kompanijama, može kroz rizična ulaganja da dovede do finansijske katastrofe neviđenih razmera.

Druga rešenja koja su ponuđena, kao što je sistematičnija zakonska regulativa i viši kriterijumi ocene rada menadžera, razlikuju se od države do države. Ukoliko se započne globalno istraživanje, čiji bi cilj bio da se sazna kako „obuzdati” samouverenog menadžera, neophodno je, pored individualnih, uzeti u obzir i kulturološke i zakonske razlike.

³³⁷ Schwizer *et al*, str. 6.

Gledajući sa aspekta ekonomističke kritike, potrebno je naglasiti da gubici koji nastaju lošim ulaganjem mogu biti štetni, ali često nisu toliko kritični po samu kompaniju. Stiv Balmer je, na primer, tokom svog mandata izvršnog direktora Majkrosofta napravio veliki broj grešaka, što nije ni na koji način destabilizovalo kompaniju, ali je zato 2014, zbog finansijskog fijaska sa Nokijom, koji je koštao Majkrosoft oko sedam hiljada osamsto radnih mesta i sedam milijardi šest stotina miliona dolara, Balmera zamenio Satja Nadela.

Ova cifra deluje manje kada se uporedi sa vrednošću imovine Majkrosoftovog zemljišta - oko devedeset četiri milijarde dolara, što pokazuje da ovako ozbiljan gubitak ipak nije bio kritičan.

4.17 Interindividualne razlike

Razlike među pojedincima su značajne za formiranje hijerarhijskih odnosa u okviru korporacije. Individualne razlike ne podrazumevaju samo razlike u pojedinačnim ličnim sklopovima, već i kompetenciji i sposobnosti na poslu, kao i obrazovanju i kulturi. Mnoge svetski poznate kompanije u današnje vreme promovišu etnički i religiozni diverzitet, što se vidi po strukturi njihovih kadrova, tako da se može govoriti o visokom nivou disperzije.

Gledajući iz perspektive regresivne analize, takve razlike mogu da se posmatraju kao varijable, čiju povezanost treba ispitati, u cilju daljeg utvrđivanja šema ponašanja u korporativnom okruženju.

4.18 Socioekonomski položaj i neetičko ponašanje – etičnost bogatih nasuprot srednjoj i nižoj klasi

Etički relativizam je izuzetno primetan kada se gleda iz socioekonomske perspektive i postoji uzročna veza između siromaštva i kriminala. Razlika u etičnosti i potencijalno krimogenom ponašanju u različitim klasama je predmet daljeg razmatranja.

Moralni relativizam je prisutan kod ekstremno niže klase. Krađa u svrhu opstanka nije redak slučaj, a moralnost tog čina zavisi od toga da li se gleda iz deontološke ili teleološke perspektive, odnosno, da li se gleda samo delo, ili njegova posledica.

Postoji formalni pojam za kriminal izvršen u korporativnom okruženju, koji najčešće vrši viša klasa („white-collar crime”). Pojam obuhvata veoma širok spektar krimogenog ponašanja i zato ne postoji unificirana definicija. Krađa se danas može izvršiti i kroz digitalni banking. Postoje sugestije da se abolira pojam i da počnu da se koriste pojmovi kao što su „ekonomski zločin”, „elitni zločin” i „finansijski zločin”.³³⁸ Ovaj koncept postepeno evoluirao, pošto se pojavljuju nove forme i mogućnosti takvog kriminala, ali postoje izvesni problemi pri definiciji. „White collar” kriminal je često monetarno-akumulativne prirode, ali taj problem ne pripada samo višoj klasi. Krađe na radnom mestu i trgovačko potkradanje nisu karakteristike više klase.

Jedini pravi parametar razlike između dve vrste kriminala (i dve vrste etičkih stanovišta) je količina novca koji je „u igri”. Viša klasa pokazuje drugačiju formu finansijskog krimogenog ponašanja i, u tom smislu, razliku čini jedino činjenica da su im pobude različite. Jedna od pobuda nižerazrednog („uličnog”) kriminala može da bude opstanak ili poboljšanje uslova života sebi i/ili porodici, u slučaju da su oni objektivno loši.

Moralnost niže i srednje klase je u ovom slučaju lična dobrobit, dok su u slučaju „white collar” kriminala razlozi za krađu predominantno psihopatološki. Gledajući iz socioekonomske perspektive, jedina razlika između dve grupe (sa jedne strane viša, a sa druge, srednja i niža klasa)³³⁹ jeste količina novca, moći i društvenog uticaja. Kada je finansijski kriminal u pitanju, može se pretpostaviti da jedino iz tog razloga i postoji razlika.

Korelacija između finansijskog statusa i nasilnih zločina (krađa, silovanje, kidnapovanje, ubistvo) ne može da se nađe, jer je teško statistički utvrditi tačan broj takvih zločina počinjenih iz finansijskih pobuda. Nasilni zločini su predmet individualne psihopatologije, gde su razlike između pojedinaca izražene, a broj faktora

³³⁸ Cliff, Gerald; Desilets, Christian: *White Collar Crime: What It Is and Where It's Going*, 2014, str. 4. Dostupno na: <http://scholarship.law.nd.edu/ndjlepp/vol28/iss2/3>, pristupljeno 17.3.2016.

³³⁹ U ovom slučaju, podela na višu sa jedne i srednju i nižu sa druge strane je validna iz razloga što između više klase i srednje postoji značajno veća razlika nego između srednje i niže. Podela bogatstva na globalnom nivou je, i pored globalno narastajuće srednje klase, tolika da šezdeset dve najbogatije osobe na svetu raspolazu istim kapitalom koliko i najsiromašnijih pola čovečanstva (oko 3.6 milijarde) (*Oxfam, 62 people own same as half world*, 2016. Dostupno na: <http://www.oxfam.org.uk/media-centre/press-releases/2016/01/62-people-own-same-as-half-world-says-oxfam-inequality-report-davos-world-economic-forum> (pristupljeno 17.3.2016).

veliki (genetska predispozicija, odgajanje, istorija mentalnih bolesti i krimogenog ponašanja u porodici, politički stavovi, religija, lični moralni sistem, itd).

Dve drugačije vrste moralnosti su prisutne kada se posmatra iz socioekonomske perspektive. Vrlo često se čuje u vestima da je izvesna bogata osoba donirala veliku količinu novca u dobrotvorne svrhe (u jednom slučaju, Bil Gejts je donirao dvadeset osam miliona dolara), ali to treba posmatrati sa aspekta etičkog relativizma. Bil Gejts, čak i nakon takve donacije, ostaje jedan od najbogatijih ljudi na planeti. Donacije siromašnih ljudi su finansijski i procentualno manje (u odnosu na količinu novca koju poseduju/zarađuju) ali, sa druge strane, Bil Gejts ne mora da brine da će njegove osnovne potrebe biti ugrožene, čak i u slučaju da donira mnogo više od onog što do sada jeste. Postoji i uvek prisutna verovatnoća da motiv doniranja bogatih osoba, koje su takođe i slavne (što bogate osobe često jesu), nije pravi altruizam, već želja da se poboljša javna percepcija o njima.³⁴⁰

Motivi, budući uzroci i altruističkog i krimogenog ponašanja, oblikuju se spoljašnjom sredinom i postoji veliki varijetet sredina među sve tri klase, kako zdravih, tako i patogenih, iz čega se može zaključiti da moralna shvatanja individue ne zavise od njene finansijske pozicije, sem u slučaju kada su u pitanju finansijski motivi.

4.19 Društvena klasa i saosećajnost

Empatija, altruizam i prosocijalno ponašanje na mnogo načina zavise od klase u društvenoj hijerarhiji. Viša klasa ima bolje prilike u obrazovanju, manje stresova u svakodnevnom životu, pristup boljim društvenim institucijama kroz svoje finansije, ali su niže klase više prosocijalno orijentisane.³⁴¹

³⁴⁰ Nije isključena mogućnost da je kod niže i srednje klase isti motiv u pitanju: samo se manifestuje na različite načine i u različitom okruženju, i na značajno manjoj skali („Jeste li čuli? Džim je dao veliki deo svoje zaostavštine Crvenom Krstu u zalog”) (više o motivima altruističkog ponašanja u: Jeffrey Carpenter, Caitlin Knowles Myers, *Why Volunteer? Evidence on the Role of Altruism, Reputation, and Incentives*, 2007, IZA DP No. 3021, dostupno na: <http://ftp.iza.org/dp3021.pdf>. Pristupljeno 18.3.2016..

³⁴¹ Pif, Paul K. et al., *Having less, giving more: The influence of social class on prosocial behavior*, 2010, str. 771-784.

Postoji teorija koja govori o međuzavisnosti, kao generalnom uzroku prosocijalnog ponašanja među srednjim i nižim klasama - pošto nemaju dovoljno finansijskih sredstava da samostalno deluju, naklonjeniji su grupnom delovanju.³⁴²

Empatija i prosocijalno ponašanje se kod bogatih pojavljuju na drugačiji način i u znatno manjim količinama. Razlog ove pojave je činjenica da pripadnici više klase pokazuju manje pažnje tokom socijalne interakcije u odnosu na pripadnike niže klase, što je posledica propenziteta pripadnika više klase da prioritetizuju³⁴³ individualna prava u odnosu na kolektivna.³⁴⁴

Vidljivo je da pripadnost društvenoj klasi nosi sopstvena moralna načela, kojih se osoba, bilo svesno, bilo nesvesno, pridržava. Jedno od tih pravila je individualizam. Pripadnici više klase imaju tendenciju da kupuju brendirane stvari jedinstvenog izgleda, da bi iskazali sopstvenu jedinstvenost.³⁴⁵

Pripadnici niže klase su pokazali veći propenzitet ka fokusiranju na spoljašnji društveni kontekst $t(89.15) = -3.08$, $p < .01$, što je sasvim u skladu sa prethodnim istraživanjima na tu temu, pošto je korelacija između empatije i niže klase $t(71.52) = -1.45$, $p = .15$.³⁴⁶

Evidentno je da je neophodan širi socijalni kontekst situacije i svest o njemu da bi se reagovalo sa empatijom (ili nedostatkom iste), ali ne treba izjednačavati altruizam i empatiju. Empatija je svakako deo altruističkog ponašanja, ali potrebno je naglasiti da, dok se altruizam pojavljuje različito po društvenim klasama, empatija se kod više društvene klase jednostavno pojavljuje manje.

4.20 Sebičluk bogatih

Stereotip tvrdice nije neopravdan. Viša klasa podrazumeva sklonost ka mnogim formama neetičkog ponašanja, sa pohlepom kao glavnom determinantom. Pojedinci motivisani pohlepom³⁴⁷ imaju tendenciju ka većoj akviziciji finansijskih sredstava,

³⁴² Isto, str. 777.

³⁴³ = postavljaju hijerarijski stroj prioriteta.

³⁴⁴ Kraus, Michael W. et al., *Social Class, Sense of Control, and Social Explanation*, u „Journal of Personality and Social Psychology“, 2009, str. 1002.

³⁴⁵ Kraus, Michael W. et al., *Social Class, Contextualism, and Empathic Accuracy*, 2011, str. 1719.

³⁴⁶ Isto, str. 1720.

³⁴⁷ Od kojih, istina, ne pripadaju svi višoj klasi.

nauštrb socijalno prihvaćenih moralnih načela. Jedno ispitivanje, sprovedeno u Kaliforniji, pokazuje da 34.9% vozača nije stalo da propusti pešaka na zebri, a među tim vozačima većina su bili pripadnici više klase.³⁴⁸

Sebičluk bogatih se, kao što se iz priloženog može sagledati, ne odnosi samo na stavove prema novcu i trošenju istog, već i na moralne vrednosti prihvaćene u društvu, koje te osobe zbog sopstvenog interesa kompromituju.

Temporalna predviđanja nisu dobra za dalje stanje empatije. Jedna temporalna studija, vršena na američkim studentima, pokazala je da je dispoziciona empatija već neko vreme u konstantnom padu. Pojedini autori naglašavaju da su “kritičari trenutne generacije mladih odraslih ljudi skloni da im daju nadimke, kao što su „ja-generacija” ili „pogledajte-me-generacija”. Mladi ljudi su danas postali najkompetitivnije i najindividualističkije osobe u skorijoj istoriji.”³⁴⁹

Pomenuta tvrdnja zvuči posebno zabrinjavajuće kada se uzme u obzir da su pripadnici te generacije potencijalni budući pripadnici političke, korporativne ili akademske elite. Prognoza koju rezultati ovakvog istraživanja impliciraju je da će sledeća generacija pripadnika više klase biti još više predisponirana ka individualizmu nauštrb etičkih shvatanja.

Koruptivna moć bogatstva nije samo fiktivna, ona je deo promene čovekove slike o sebi nakon akumulacije velike količine novca. Bogatije osobe su u proseku srećnije³⁵⁰ i pokazuju viši nivo samopouzdanja i samouverenja, kao i osobe koje više ulažu.³⁵¹

Akumulaciju novca može da prati postepena promena stava prema tom istom novcu, koja je važan faktor pri psihometriji bogate osobe, pored ostalih psiholoških predispozicija (predispozicija ka paranoji se, na primer, u slučaju naglog bogaćenja vrlo lako može pretvoriti u samu paranoju).

³⁴⁸ Piff, Paul K. et al., Higher social class predicts increased unethical behavior, 2012, str. 4089.

³⁴⁹ Konrath, Sara H. et al., Changes in Dispositional Empathy in American College Students Over Time: A Meta-Analysis, 2015, str. 188.

³⁵⁰ Ipak, uzroci te sreće nisu sasvim istraženi. Moguće je i da je bogatstvo i njegovi benefiti donelo sreću, a moguće je i da su ti ljudi bili srećniji pre akumulacije tog bogatstva, što je bogatstvo samo povećalo. Više u: Diener, Ed et al., *Happiness of the Very Wealthy*, 1985, str. 273.

³⁵¹ Chatterjee, Swarn et al., *Self-esteem and Individual Wealth*, 2008, str. 2.

4.21 Situacijski pritisci kao faktor koji podstiče zlo u čoveku

Kada se govori o pritisku situacije u korporativnom svetu, čest scenario je da se odluka od velike važnosti mora doneti odmah. Donošenje moralno ispravne odluke ponekad zahteva dugo premišljanje i razmatranje drugih, sličnih opcija, kao i uzimanje u obzir mnogih faktora, kao što su potencijalni lični dobitak, dobrobit po druge osobe, moralna ispravnost odluke u odnosu na kulturu, i slično.

Neki faktori mogu biti izuzeti pri donošenju ishitrene odluke i bez velikog prethodnog razmatranja. Kada je prisutan veliki broj aktivnih stresova, osoba može da donese odluku koja nije u skladu sa njenim shvatanjima i na taj način učini nešto što bi u normalnim uslovima osudila.

Deliberacija je ključ donošenja svake ispravne odluke, posebno u svetu finansija. Ukoliko su prisutni faktori koji ometaju uobičajeni proces donošenja odluka neke osobe, ona nije sasvim odgovorna u etičkom smislu.³⁵²

Stres ima i drugu funkciju - poboljšavanje koncentracije. Sposobnost procene nije uvek kompromitovana kada je neko pod stresom, već se u nekim slučajevima i poboljšava, jer je sva pažnja fokusirana na specifičnu situaciju koja predstavlja problem.

Radnici obezbeđenja ili policije često govore „morao sam” ili „prosto sam to uradio”, kao da su doneli intuitivne odluke bez ikakvog prethodnog razmišljanja o tim odlukama.³⁵³ Poremećaj kognitivnog razvoja u specifičnoj situaciji može da dovede osobu do intuitivnog donošenja odluke što, kako sa policijom i obezbeđenjem, tako i sa menadžerima, nije najbolja opcija.

Potvrda ovog stava je kontroverzni slučaj sedamnaestogodišnjeg dečaka, Trejvona Martina, koji je nosio plastični pištolj i izvukao ga u blizini policajca Džordža Zimermena, koji je istog trenutka počeo da puca, nanoseći dečaku fatalne povrede.³⁵⁴

³⁵² Da li je u legalnom smislu odgovorna, zavisi od lokalnog zakona.

³⁵³ Leland, Fred, *Critical Decision Making Under Pressure*, 2009, str. 43.

³⁵⁴ CNN, *Zimmerman charged with 2nd degree murder*, <http://news.blogs.cnn.com/2012/04/11/prosecutor-to-announce-decision-on-zimmerman/>, pristupljeno 17.3.2016.

Treningom u vojsci ili policiji se stiču skoro-pa-instinktivne navike, koje treba primeniti u slučaju opasnosti. Opisani primer nije bio slučaj opasnosti, ali je tako shvaćen od strane policajca. Situacije koje se brzo menjaju takođe doprinose konfuziji.³⁵⁵

Faktori koji indukuju stres su: psihološki (podrazumevaju ličnu osetljivost na stres), poslovni (faktori vezani za okruženje na poslu) i organizaciona klima.³⁵⁶ Stres na radnom mestu je emotivni i fizički odgovor, koji se dešava kada zahtevi posla ne odgovaraju sposobnostima, resursima ili potrebama radnika.³⁵⁷ Stres se globalno deli u tri kategorije: iznenadna trauma, hronični stres i dnevna iritacija.³⁵⁸

Odgovor na iznenadnu traumu je direktno proporcionalan intenzitetu samog stresa, dok hronični stres i dnevna iritacija manje zavise od intenziteta, koji je blaži, ali je izloženost stresu glavni faktor koji uslovljava negativnu reakciju osobe. Kada je situacioni pritisak u pitanju, najčešće se govori o iznenadnoj traumi.

Akutni stres menja sposobnost donošenja odluka kod osobe kroz efekat refleksije. Ljudi, što su konzervativniji, generalno su više skloni da donose rizične odluke, u domenu gubitka. Pod akutnim stresom, ove sklonosti se pooštavaju.³⁵⁹

Odluke koje se donose pod stresom su moralno diskutabilne, što se tumači sa evolutivnog stanovišta. Stres je nastao kao sredstvo preživljavanja i kao odgovor na opasnost³⁶⁰. On pomaže pri donošenju intuitivnih odluka u kratkom vremenskom periodu, koje su ključne za preživljavanje jedinke ili grupe, a reakcije na njega su kratkotrajne – nakon što prođe opasnost, hormonalni nivo se postepeno vraća u uobičajeno stanje. Takav stres inhibira racionalno i analitičko donošenje odluka i ometa uobičajeni proces evaluacije kod donošenja odluke, pa zato nije poželjan na radnom mestu, posebno u finansijama, jer može dovesti do iskrivljene percepcije pri detaljnoj analizi faktora neophodnih za poslovni uspeh.

³⁵⁵ Leland, 2009, str. 44.

³⁵⁶ Kendall, Elizabeth et al., *Occupational Stress: Factors that Contribute to its Occurrence and Effective Management*, 2000, str. 2.

³⁵⁷ *Isto*, str. 6.

³⁵⁸ Khan, Kashif Ud Din et al., *Crucial Factors Affecting Stress: A study Undergraduates in Pakistan*, 2002, str. 439.

³⁵⁹ Porcelli, Anthony J., Delgado, Mauricio R., *Acute Stress Modulates Risk Taking in Financial Decision Making*, 2011, str. 281.

³⁶⁰ *Isto*, str. 282.

Stres na radnom mestu može da ima i pozitivnu ulogu.³⁶¹ Vurtman naglašava da stres okoline stvara hipersekreciju adrenalnih hormona, posebno epinefrina i glukokortikoida.³⁶² Oba hormona stimulišu rad kardiovaskularnog i respiratornog sistema, što stimuliše fokusiranje na kritičan segment problema.

4.22 Korelacija visine prihoda i sreće menadžera i zaposlenih

Visok nivo sreće je, kao što je poznato, u direktnoj relaciji sa položajem i statusom na poslu. Faktori sreće se, u tom smislu, mogu deliti na dodirljive (kompenzacija, higijena, uslovi rada generalno, itd.) i nedodirljive (autonomija, prestiž, stres i slično).³⁶³

Doprinos analizi relacije između sreće i visine prihoda daje Isterlinov paradoks („Easterlin paradox“). Isterlin polazi od pretpostavke da postoji pozitivna korelacija između sreće i visine prihoda, što pokazuje njegovo postuliranje odnosa između BDP-a i sreće. Nakon izvesnog povećanja prihoda iznad jedne specifične tačke, sreća ostaje na istom nivou, nezavisno od rasta prihoda.³⁶⁴

Postoje izvesne kritike Isterlinovog paradoksa, a jedna od njih je Stivensova i Vulfersova, koja postulira kratkotrajnu satisfakciju nakon povećanja BDP-a, ali posmatrano na duže staze, taj nivo se vraća u uobičajeno stanje, kao što se desilo u Istočnom bloku, nakon pada komunističke vlasti.³⁶⁵

Svaka promena u zadovoljstvu je postepeno anulirana povratkom na uobičajeno stanje. Glavno pitanje je da li isti paradoks važi i na individualnom i na korporativnom planu. Poznato je da ne postoji nijedna tačka pri individualnom akumuliranju finansijskih sredstava koja bi predstavljala kraj rasta individualne sreće, iako postoje studije koje tvrde suprotno.³⁶⁶ Isterlin i saradnici navode da ne postoji dovoljno veliki skup podataka koji bi potkrepio ovakvu tvrdnju.³⁶⁷

³⁶¹ Generalno, stres koji igra pozitivnu ulogu nosi naziv „eustress“.

³⁶² Vurtman, Richard J.: Stress and the Adrenocortical Control of Epinephrine Synthesis, 2002, str. 11.

³⁶³ Perez, Elena Arjona et al., Why are managers happier than workers?, 2010, str. 5.

³⁶⁴ Easterlin, Richard A. et al., *The Happiness-Income Paradox Revisited*, 2011, str. 3.

³⁶⁵ Isto, str. 9.

³⁶⁶ Kahneman, Daniel; Deaton, Angus: High income improves evaluation of life but not emotional well-being, 2010, str. 16491.

³⁶⁷ Easterlin et al., 2011:16.

Potrebno je uzeti u obzir i fenomen adaptacije – osoba koja dobije značajnu povišicu se vrlo lako navikne na takvu povišicu, posebno kada prođe proces odlučivanja gde će taj dodatni novac biti uložen. Potrebno je razlikovati trenutnu satisfakciju od trajne životne sreće. Povišica, na primer, donosi kratkotrajno zadovoljstvo.

Sreća individue na dugoročnom planu zavisi od faktora koji nemaju veze sa socioekonomskim statusom. Ona se postiže na drugačiji način, kao što je, na primer, provođenje vremena sa drugim ljudima ili briga o bolesnoj osobi.³⁶⁸

Nedostatak novca, sa druge strane, ima dugotrajnije posledice po sreću osobe. Adaptacija na takvo stanje, posle značajne promene (kao što je, na primer, gubitak posla), značajno je otežana, posebno kada su ugroženi uslovi na drugom nivou Maslovljeve piramide potreba (zdravlje, imovina, sigurnost, zdravlje, zaposlenost) ili one bazične, na prvom nivou (čista voda, hrana).³⁶⁹

Dugotrajna sreća kod pojedinca je kompromitovana od strane faktora koji inače doprinose samo kratkotrajnom zadovoljstvu, koje vremenom lagano opada. Psihologija detaljnije razrađuje odnos između emotivnog stanja osobe i njenih primanja.

Razlog zbog koga novac ne doprinosi sreći dugoročno leži u principima trošenja tog istog novca. Dan i saradnici navode: „Mnogi ljudi ne znaju osnovne naučne činjenice o sreći – kako se dobija i održava – i zato ne znaju kako da iskoriste novac da je postignu. (...) Ne bi trebalo da bude iznenađenje što ljudi koji imaju značajno više novca završe ne mnogo srećniji od drugih ljudi...”³⁷⁰

Zarađivanje utiče relativno na sreću zaposlenih, a trošenje utiče apsolutno. Zarađivanje, s druge strane, ima i druge aspekte donošenja zadovoljstva – daje svrhu i cilj, osećaj pripadnosti jednoj grupi (kompaniji, poslovnom okruženju), dok se trošenje novca vrši samo individualno. Sreća vezana za finansije i upravljanje je apsolutna ako se novac troši racionalno, na stvari koje donose trajno zadovoljstvo, a ne privremeno (na primer, knjiga u odnosu na čokoladu). Zarađivanje, s druge strane, donosi privremeno

³⁶⁸ Kahneman, 2010.

³⁶⁹ Howell, Ryan T. et al., Money Buys Financial Security and Psychological Need Satisfaction: Testing Need Theory in Affluence, 2012, str. 34.

³⁷⁰ Elizabeth W. Dunn et al., If money doesn't make you happy, then you probably aren't spending it right, 2011, str. 119.

zadovoljstvo, koje se ponavlja mnogo puta tokom karijere, zato i o njemu, u nekom smislu, može da se govori kao o trajnom zadovoljstvu.

4.23 Menadžerske performanse u bihejviorističkim finansijama

Ocena performansi menadžera je od velikog značaja za bihejviorističku psihologiju, jer omogućava stvaranje velike baze podataka o oblicima ponašanja, a vrši se određenom metodologijom, čiji je naglasak na ciklusima performansi. Vremensko praćenje performansi doprinosi lakšem statističkom uočavanju i evidentiranju promena u formama ponašanja i šemama postupaka.

Pitanja koja se postavljaju tokom evaluacije menadžera moraju biti takva da odgovor na njih daje jasnu indikaciju ponašanja i ključnih kompetencija i trebalo bi da budu postavljena u bihejviorističkim terminima.³⁷¹ Procena pregleda performansi bi trebalo da bude što jasnija i preciznija, iz dva razloga: prvi je olakšano praćenje menadžerskog performansa, a drugi je validnije globalno statističko praćenje oblika ponašanja u odnosu na isti performans.

Menadžerske performanse, kao predmet ogleda unutar područja bihejviorizma, imaju dugu istoriju, i to zbog specifičnog okruženja u kome se menadžeri nalaze, koje se retko viđa van korporativnog sveta. Interes za menadžere ne jenjava u psihološkim akademskim krugovima, iako još dosta aspekata ljudske ličnosti i ponašanja unutar korporativnog sveta ostaje neistraženo.

Bržom strukturizacijom i podelom segmenata rada unutar korporativnog sveta, pojavljuje se i potreba za ispitivanjem novih, adaptivnih oblika ponašanja, što je zadatak bihejviorističke psihologije u svetu finansija. Menadžment je širok pojam, koji pokriva veliki broj sličnih profesija, a može se očekivati i povećanje tog broja u skorijoj budućnosti, što će proširiti polje istraživanja bihejviorističke psihologije na nove aspekte menadžmenta.

³⁷¹ *Performance Management Toolkit*, Center for Organizational and Workplace Effectiveness, University of California, Berkeley, URL = <http://hrweb.berkeley.edu/files/attachments/Performance-Management-Toolkit.pdf>, str. 7.

5 POSLOVNO ODLUČIVANJE

5.1 Odlučivanje

Pojam odlučivanja se nalazi u uskoj vezi sa pojmovima upravljanja, rukovođenja i menadžmenta.³⁷² Sam pojam odlučivanja se veoma široko upotrebljava u različitim kontekstima, tako da se on može koristiti u kontekstu poslovnog života, privatnog života, porodice, države i sl.

Poslovno odlučivanje u svoje okvire obuhvata sve one aktivnosti odlučivanja koji se ne odnose na procese odlučivanja koji se odvijaju u okviru porodice ili ličnog života neke osobe. S obzirom na to da su menadžeri osobe koje skoro po pravilu donose sve odluke na polju poslovnog odlučivanja, kao najznačajniji deo koncepta poslovnog odlučivanja se izdvaja menadžersko odlučivanje.

Odlučivanje je staro isto onoliko koliko je stara i ljudska civilizacija. Svaka aktivnost koju ljudi obavljaju predstavlja posledicu neke odluke, svesne ili nesvesne. Sve aktivnosti koje se obavljaju u ljudskom društvu se mogu podeliti na dve kategorije, na proces odlučivanja i na implementaciju ranije donetih odluka.

Odlučivanje se može definisati kao proces koji ima određeno vremensko trajanje i koji se završava donošenjem odluke. Trajanje procesa odlučivanja direktno zavisi od vrste odluke koja se donosi i može trajati od nekoliko stotih delova sekunde, do nekoliko godina. Sposobnost donošenja odluka predstavlja veštinu koja se može savladati sa protekom vremena i sticanjem iskustava.

Pod odlučivanjem je obuhvaćen veoma širok pojam koji u svoje okvire uključuje najjednostavnije izbore, poput odluke o izboru peciva u pekari, pa sve do značajnih odluka, poput izbora fakulteta.³⁷³ Jedna od najznačajnijih karakteristika procesa odlučivanja ogleda se u posledicama koje svaka doneta odluka sa sobom nosi, a koje ponekad mogu biti i veoma značajne.

³⁷² Sikavica, P., *Organizacija*, Školska knjiga, Zagreb, 2011, str. 602.

³⁷³ Mescon, M., Albert, M., Khedouri, F., *Management*, Harper and Row, New York, 1985, str. 169.

Odluke koje se donose u privatnom životu su po pravilu zasnovane na intuiciji, osim u slučajevima kada se radi o nekim veoma značajnim odlukama, koje sa sobom nose i potencijalno velike pozitivne ili negativne posledice. Bez obzira da li se radi o odlukama koje su jednostavne ili složene, odlučivanje u privatnom životu je skoro po pravilu složeno jer se donosilac odluke susreće sa mnogobrojnim pitanjima na koja treba da obezbedi odgovore.

Za razliku od odluka koje se donose u privatnom životu neke osobe, poslovne odluke se ne smeju bazirati isključivo na intuiciji, pre svega zbog činjenice da se one mogu odnositi na mnogo veći broj ljudi i da mogu sa sobom doneti i mnogo teže negativne posledice. Poslovno odlučivanje zahteva mnogo sistematičniji pristup od odlučivanja koje se odnosi na privatni život. U svim organizacijama i u svim delatnostima postoji potreba za donošenjem poslovnih odluka, a sam opseg i vrste odluka pre svega zavise od konkretnog radnog mesta donosioca odluke i njegovog položaja u okviru organizacione strukture preduzeća.

Odlučivanje se može definisati kao proces izbora pravca, odnosno načina ponašanja između većeg broja opcija koje stoje na raspolaganju donosiocu odluke.³⁷⁴ Proces odlučivanja zahteva pružanje odgovora na četiri veoma značajna pitanja:

1. mesto odlučivanja - na kom se mestu neka aktivnost mora obaviti?
2. vreme odlučivanja – kada se neka aktivnost mora obaviti?
3. način odlučivanja – kako se aktivnost mora obaviti? i
4. subjekt odlučivanja – ko će obaviti aktivnost?

Pod pojmom **poslovnog odlučivanja** se podrazumeva svako odlučivanje koje se ne odnosi na privatni ili porodični život neke osobe. Poslovno odlučivanje se takođe može definisati kao proces izbora između dve ili više opcija, ali je ono ograničeno isključivo na poslovno okruženje.

Načini odlučivanja kod privatnih i poslovnih procesa odlučivanja su u potpunosti identični. Ovi procesi prolaze kroz potpuno iste faze, na njih utiču isti činioci i okolnosti u kojima se odluka donosi. Jedina razlika koja postoji između privatnog i

³⁷⁴ Koontz, H. i Weihrich, H. (1990), *Essentials of Management*, 5th edition, McGraw-Hill, New York, str. 108.

poslovnog odlučivanja se ogleda u subjektu, odnosno u tome da li neka osoba donosi odluku u svoje ime ili ona to čini u svojstvu predstavnika nekog preduzeća, odnosno u svojstvu pravnog lica.

Za razliku od privatnog odlučivanja, odluke koje se donose tokom poslovnog odlučivanja imaju efekat na manji ili veći broj osoba (u zavisnosti od veličine organizacije, položaja donosioca odluke u okviru nje i njegovog hijerarhijskog nivoa). Upravo navedena činjenica predstavlja najznačajniji razlog zbog kog se poslovnom odlučivanju mora posvetiti mnogo više pažnje u odnosu na privatno odlučivanje.

Menadžersko odlučivanje zauzima veoma značajno mesto u okviru poslovnog odlučivanja. Ono predstavlja generički naziv za sve vrste aktivnosti koje preduzima neko preduzeće i to je veoma dinamičan proces. U pitanju je multidisciplinarni pristup odlučivanju, koji u sebi sadrži elemente velikog broja različitih naučnih disciplina, poput psihologije, sociologije, filozofije statistike, organizacije i sl. Upravo iz navedenih razloga menadžerskom odlučivanju se mora pristupiti kroz interdisciplinarni kontekst, koji karakteriše veliki broj kvantitativnih i biheviorističkih obeležja.³⁷⁵

5.2 Teorije odlučivanja

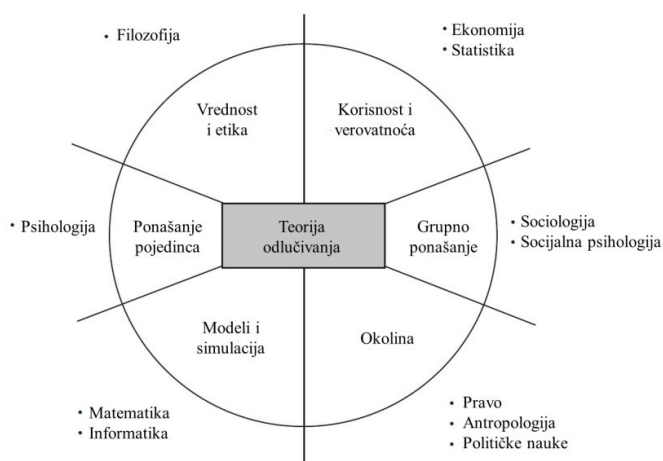
Proces odlučivanja i donošenje odluka u različitim oblastima se često susreće u svakodnevnom životu. Upravo ova multidisciplinarnost i široka primenljivost odlučivanja su doveli do pojave velikog broja teorija odlučivanja, koje se primenjuju u različitim oblastima nauke i svakodnevnog života. Teorije odlučivanja su se razvijale u okviru različitih naučnih područja, poput prirodnih, društvenih ili tehničkih nauka. One su počele da se razvijaju tridesetih godina prošlog veka, paralelno sa razvojem organizacionih nauka i bile su prevashodno usmerene u pravcu pružanja pomoći menadžerima u njihovom svakodnevnom radu i procesu donošenja odluka.³⁷⁶

³⁷⁵ Harrison, E. F., *The Managerial Decision-Making Process*, 5th edition, Houghton Mifflin Company, Boston, 1999, str. 147.

³⁷⁶ Miles, J. A., *Management and Organization Theory: A Jossey-Bass Reader*, Jossey-Bass, San Francisco, 2012, str. 13.

Teorije odlučivanja se najjednostavnije mogu definisati kao teorije o odlukama pomoću kojih se definiše skup opštih pravila za donošenje odluka u svim sferama života.³⁷⁷ Centralno mesto u ovim teorijama zauzimaju vrednosti, rizici, neizvesnost i informacije, pri čemu se u njima pojavljuju i brojna druga pitanja koja mogu biti od značaja za procese odlučivanja.

U stručnoj javnosti nije postignut konsenzus u vezi sa teorijskim konceptima i metodološkim pristupima odlučivanju. Različiti pristupi donošenju odluka i različita shvatanja teorije odlučivanja predstavljaju posledicu činjenice da je proces odlučivanja izuzetno kompleksan i interdisciplinarnan. Fenomen odlučivanja ne predstavlja predmet interesovanja isključivo menadžera; njime se bave i psiholozi, matematičari, statističari, informatičari, ekonomisti i mnogi drugi. Predmet interesovanja psihologa, na primer, ogleda se u razumevanju realnih procesa koji se događaju u ljudskom mozgu prilikom donošenja odluka. Oni sprovode eksperimente putem kojih žele da utvrde stepen u kom je nivo ponašanja donosilaca odluka usklađen sa racionalnim modelima. Na osnovu svega rečenog, nameće se zaključak da je svaka naučna disciplina, koja za predmet proučavanja ima i odlučivanje, stvorila sopstveni pogled na ovaj proces. Šematski prikaz interdisciplinarnosti okvira teorije odlučivanja je prikazan na Slici 8.



Slika 8: Interdisciplinarnost teorije odlučivanja³⁷⁸

³⁷⁷ Hansson, S. O., (2005), *Decision Theory: A Brief Introduction*, Royal Institute of Technology, Stockholm, str. 5.

³⁷⁸ kavica, P., Skoko, H., Tipurić, D. i Dalić, M. (1994), *Poslovno odlučivanje: teorija i praksa donošenja odluka*, Informator, Zagreb, str. 43. NOVA KNJIGA 2013

Uprkos tome što među njima postoje značajne razlike, većina teoretičara koji se bave proučavanjem procesa odlučivanja polazi od određenog broja zajedničkih, osnovnih koncepata. U praksi se često mogu sresti i preklapanja među različitim oblastima primene teorije odlučivanja, pre svega zbog činjenice da su njihovi predmeti izučavanja veoma slični, ili identični, pri čemu se razlikuju samo njihovi pojavni oblici.

Pojam teorije odlučivanja se ne definiše uvek na isti način, tako da je neophodno, prilikom njegovog definisanja, uzeti u razmatranje nekoliko različitih teorijskih postavki. Teorija odlučivanja predstavlja izuzetno atraktivnu i dinamičnu oblast istraživanja, koju karakteriše velika raznolikost i isprepletanost različitih teorija, pravaca i škola, što dovodi do toga da je skoro nemoguće stvaranje jedne konzistentne i opšteprihvaćene podele teorije odlučivanja. Sikavica i saradnici daju podelu koja veoma podseća na podelu teorija organizacije, klasifikujući teorije odlučivanja na:³⁷⁹

1. klasične,
2. neoklasične,
3. situacione.

Pod klasičnim teorijama odlučivanja oni podrazumevaju one teorije kod kojih se objektivni i subjektivni elementi odlučivanja međusobno ne razdvajaju. Kod ovih teorija ne postoji ni razdvajanje činjeničnih od vrednosnih aspekata, pri čemu se one zasnivaju na činjeničnim, odnosno objektivnim elementima.

Neoklasične teorije odlučivanja stavljaju akcenat na subjektivne elemente odluke i one se zasnivaju na spajanju subjektivnih sa objektivnim parametrima.

Situacione ili, kako se još nazivaju, kontingencijske teorije odlučivanja, zasnivaju se na tome da osoba koja donosi odluku mora da sagleda sve njene subjektivne i objektivne aspekte, uzimajući pritom u obzir situaciju u kojoj se odluka donosi, kontekst i okruženje.

Wilson i Aleksis prave razliku između.³⁸⁰

³⁷⁹ Sikavica, P., (1999), *Poslovno odlučivanje*, Informator, Zagreb, str. 56.–91.

³⁸⁰ Wilson, C. Z. i Alexis, M. (1962), Basic Frameworks for Decisions, *Journal of the Academy of Management*, 5(2), str. 151.–154.

-
1. zatvorenog modela odlučivanja, koji predstavljaju klasične teorije, i
 2. otvorenog modela odlučivanja, koji se zasniva na savremenim teorijama.

Pod zatvorenim modelom odlučivanja se podrazumevaju klasične situacije donošenja odluka, odnosno situacije u kojima se pred donosiocem odluke nalazi poznati skup mogućnosti. Zatvoreni modeli odlučivanja podrazumevaju da će donosilac odluke odabrati najbolju mogućnost uz pomoć racionalnog pristupa procesu odlučivanja.

Otvoreni modeli predstavljaju mnogo kompleksniji način posmatranja procesa donošenja odluka. Kod ovih modela, mogućnost izbora koja se nalazi pred donosiocem odluka se zasniva na različitim dimenzijama ponašanja, obuhvatajući pritom sve racionalne i iracionalne elemente izbora.

Podela teorija odlučivanja se može izvršiti i na osnovu njihovog primarnog fokusa, pri čemu se one dele na teorije pojedinačnog ili grupnog odlučivanja. Grupni pristup odlučivanju i teorije koje proučavaju ovu tematiku sve više dobijaju na značaju u poslednje dve decenije, pre svega zbog činjenice da su članovi organizacija (bilo da su u pitanju menadžeri ili zaposleni) sve više primorani da rade u timovima. Na ovaj način, oni se nalaze u situaciji koja zahteva uspostavljanje uske saradnje među njima, a često moraju i da zajednički donose odluke koje su izuzetno značajne za organizaciju.

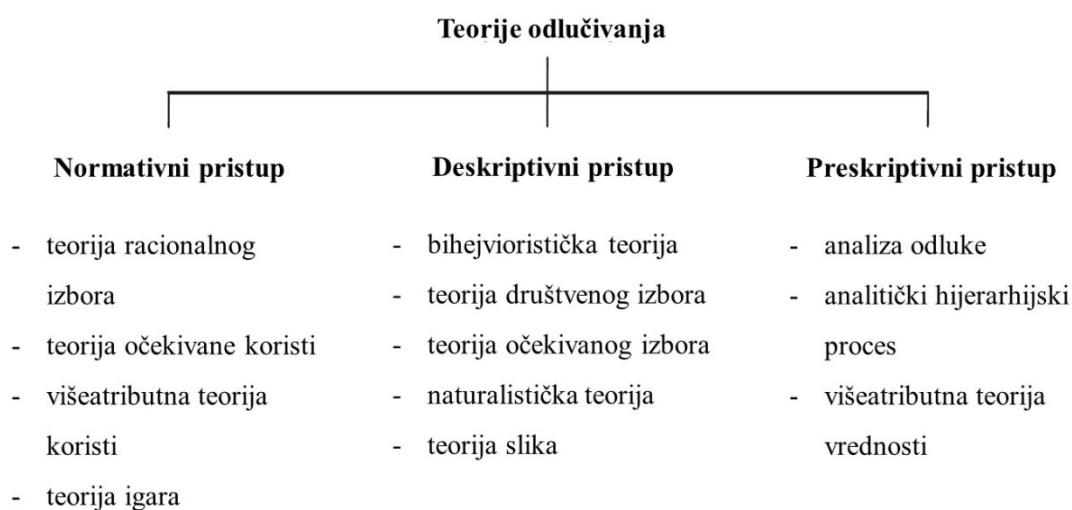
U praksi je najprihvaćenija podela teorija odlučivanja koju su dali Bel i saradnici. Oni teorije odlučivanja dele na:³⁸¹

1. normativne teorije odlučivanja,
2. deskriptivne teorije odlučivanja,
3. preskriptivne teorije odlučivanja.

Navedena podela teorija odlučivanja je posledica rezultata istraživačke prakse u oblasti procesa odlučivanja. U praktičnim istraživanjima procesa donošenja odluka iskristalisala su se dva pristupa. Prvi pristup predstavlja deskriptivna teorija odlučivanja, koja se zasniva na istraživanju uticaja psiholoških osobina određene ličnosti na njen proces odlučivanja. Normativne i preskriptivne teorije odlučivanja se zasnivaju na pokušajima utvrđivanja načina donošenja odluka, odnosno načina za izbor najbolje od

³⁸¹ Bell, D. E., Raiffa, H. i Tverski, A. (1988), *Decision making: Descriptive, normative, and prescriptive interactions*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 21.

raspoloživih mogućnosti. Sva tri navedena pristupa odlučivanju su od velike važnosti za praktičnu primenu odlučivanja, a na Slici 9 su prikazane najznačajnije teorije koje su zasnovane na ovim pristupima.



Slika 9: Pristupi odlučivanju i najznačajnije teorije u okviru njih

5.2.1 Normativne teorije odlučivanja

Predmet proučavanja normativnih teorija odlučivanja predstavljaju priroda racionalnosti i logika koja se koristi prilikom donošenja odluka. Ove teorije pokušavaju da dovedu do prepoznavanja optimalnih odluka iz ugla njihove korisnosti.

Predmet interesovanja normativnih teorija odlučivanja se ogleda u procesima razvijanja matematičkih algoritama uz pomoć kojih se, u nekoj uopštenoj situaciji i idealnim uslovima, mogu doneti najbolje moguće odluke. Upravo zbog ove činjenice se smatra da normativne teorije odlučivanja najviše odgovaraju shvatanju pojma teorije. Osnovna pretpostavka prilikom primene normativnog pristupa odlučivanju se ogleda u potpunom ignorisanju psiholoških i kognitivnih ograničenja osobe koja donosi odluke, njegove pristrasnosti, sumnji, protivrečnosti i sl. Jednostavno rečeno, normativni pristup odlučivanju podrazumeva da je osoba koja donosi odluku potpuno racionalna tokom celokupnog procesa odlučivanja. Upravo iz navedenog razloga se normativne teorije drugačije nazivaju racionalnim teorijama, a zbog činjenice da se u njima u velikoj meri upotrebljavaju i najrazličitiji matematički modeli, one se u određenom delu literature mogu sresti pod nazivom matematičke teorije odlučivanja.

Kao najznačajnije karakteristike normativnih teorija odlučivanja mogu se izdvojiti:

1. isticanje činjenice da bi odluke trebalo da donose isključivo racionalne, superinteligentne osobe idealnih karakteristika, uz stavljanje akcenta na pretpostavku da bi one uvek trebalo da raspolazu svim informacijama koje su značajne za proces odlučivanja, pri čemu ne postoji vremensko ograničenje dostupnosti informacija, ili dodatni troškovi njihovog prikupljanja,
2. pretpostavka da odluke koje su osobe donele na dosledan način iskazuju njihove preferencije, pri čemu su ispravno procenjene posledice izbora alternativa koje sa sobom nose i određenu dozu neizvesnosti,
3. primarno predstavljaju predmet interesovanja matematičkih ekonomista i primenjenih matematičara,
4. ignorisanje postojanja kognitivnih ograničenja svakog pojedinca,
5. zasnivanje na matematičkim aksiomima, i
6. pretpostavke da svaki pojedinac prihvata navedene aksiome i svoje ponašanje prilagođava u skladu sa njima.

Osnovni zadatak normativnog odlučivanja jeste definisanje normi, standarda i pravila kojih donosioci odluka moraju da se pridržavaju tokom procesa odlučivanja, ukoliko žele da donesu racionalne odluke.³⁸² Normativne teorije odlučivanja se u velikom broju slučajeva poistovećuju sa preskriptivnim teorijama odlučivanja, pri čemu se polazi od pretpostavki da su normativne teorije istovremeno i preskriptivne.³⁸³ Ovo poistovećivanje predstavlja pogrešan pristup, pre svega zbog činjenice da je neophodno napraviti razliku između odlučivanja u idealnim uslovima i odlučivanja koje se realizuje u uslovima rizika i neizvesnosti.

Normativne teorije odlučivanja se mogu podeliti na tri osnovna pravca, odnosno na teorije:

1. racionalnog izbora,
2. korisnosti,

³⁸² Hansson, S. O., (2005), *Decision Theory: A Brief Introduction*, Royal Institute of Technology, Stockholm, str. 6.

³⁸³ Sikavica, P., Skoko, H., Tipurić, D. i Dalić, M. (1994), *Poslovno odlučivanje: teorija i praksa donošenja odluka*, Informator, Zagreb, str. 44.

3. igara.

Teorije racionalnog izbora zagovaraju stanovište da su racionalnost i racionalno razmišljanje ključne tačke od kojih polaze procesi odlučivanja. Pod racionalnim razmišljanjem se podrazumeva bilo koji oblik razmišljanja koji pojedincima i grupama pomaže da dostignu svoje ciljeve.³⁸⁴ Pojam racionalnosti se može definisati kao relativan koncept, uz pomoć kog se može opisati svojstvo nečega što je racionalno.³⁸⁵ Zajednička karakteristika svih racionalnih teorija odlučivanja se ogleda u činjenici da se sve one zasnivaju na optimizaciji, odnosno na izračunavanju maksimalnih ili minimalnih vrednosti niza elemenata ili vrednosti pod jasno definisanim ograničenjima.³⁸⁶

Maks Veber, čuveni nemački filozof, sociolog i ekonomista, bio je jedan od najizrazitijih i najuticajnijih zagovornika značaja racionalnosti u procesima odlučivanja. Veber je u svom radu identifikovao i definisao četiri, međusobno različita, oblika racionalnosti. To su:³⁸⁷

1. formalna,
2. teorijska,
3. praktična,
4. osnovna.

Doprinos Maksa Webera teoriji odlučivanja ogleda se, pre svega, u činjenici da je on bio među prvim naučnicima koji su istakli značaj racionalnosti u procesima odlučivanja. Ipak, za teoriju poslovnog odlučivanja je mnogo značajniji rad Herberta Sajmona, američkog nobelovca, koji je prvi implementirao koncept racionalnog odlučivanja u procese odlučivanja koji se odvijaju u poslovnim okruženjima.

³⁸⁴ Baron, J., (2007), *Normative Models of Judgment and Decision Making*, Blackwell Handbook of Judgment & Decision Making, Blackwell Publishing, Oxford, str. 61.

³⁸⁵ Vujaklija, M. (2012), *Leksikon stranih reči i izraza*, Makarije, Beograd, str. 571.

³⁸⁶ Pfeffer, J., (1987), *Understanding the Role of Power in Decision Making*, The Dorsey Press, Chicago, str. 323.

³⁸⁷ Kalberg, S., (1980), Max Weber's Types of Rationality: Cornerstones for the Analysis of Rationalization Processes in History, *The American Journal of Sociology*, 85(5), str. 1148.

Racionalni modeli odlučivanja zasnivaju se na određenom broju bazičnih pretpostavki, od kojih se kao najznačajnije ističu:³⁸⁸

1. racionalno odlučivanje podrazumeva postojanje samo jednog donosioca odluke,
2. pred osobom koja donosi odluku uvek se nalazi samo jedan, fiksni cilj, koji je moguće kvantitativno izraziti,
3. postoji ograničen skup posledica odluke, koji se može predvideti, pri čemu se sve posledice mogu rangirati sa aspekta cilja koji je definisan na jasan i nedvosmislen način,
4. osoba koja donosi odluku ima pristup svim informacijama koje su od značaja za sam proces izbora, odnosno ona raspolaže savršenim znanjem, i
5. sve neizvesnosti su raščlanjene i definisane u potencijalnim „stanjima prirode”, pri čemu ne postoji mogućnost pojave nepredviđenih iznenađenja.

Među donosiocima odluka je široko rasprostranjeno verovanje da je svaka racionalno donesena odluka ujedno i dobra i, upravo iz navedenog razloga, često se smatra da prilikom donošenja poslovnih odluka mora da se koristi neki od racionalnih modela. Ipak, postoje brojna empirijska istraživanja koja ukazuju na činjenicu da su se donosioci odluka tokom procesa odlučivanja ponašali na iracionalan način.³⁸⁹

Prilikom donošenja poslovnih odluka, osobe se mogu ponašati na racionalan i iracionalan način. Pod racionalnim odlukama se podrazumevaju sve one koje donose maksimalni, ili zadovoljavajući nivo korisnosti, dok iracionalne odluke predstavljaju sve one koje ne donose bilo kakvu korist. Na osnovu navedenog, razlikuju se dva stepena racionalnosti:³⁹⁰

1. potpunu racionalnost,
2. ograničenu racionalnost.

Koncept potpune racionalnosti se u literaturi može sresti i pod nazivom *objektivna racionalnost*, ili klasična normativna teorija odlučivanja. Ovaj koncept pokušava da utvrdi načine razmišljanja i delovanja donosioca odluke koji se ponaša na

³⁸⁸ Sikavica, P., Skoko, H., Tipurić, D. i Dalić, M. (1994), *Poslovno odlučivanje: teorija i praksa donošenja odluka*, Informator, Zagreb, str. 48.

³⁸⁹ Peterson, M., (2009), *An Introduction to Decision Theory*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 3.

³⁹⁰ Brajdić, I., (1998), *Modeli odlučivanja*, Sveučilište u Rijeci, Opatija, str. 49.

superracionalan način, odnosno on pokušava da definiše algoritam pomoću koga bi odluke trebalo da se donose. Ovaj koncept se zasniva na pretpostavci da svaka osoba vrši racionalan izbor odluka koje joj stoje na raspolaganju, u cilju maksimizacije pozitivnih efekata koji će biti ostvareni. Racionalan donosilac odluka raspolaže informacijama o svim značajnim elementima iz okoline, pri čemu se zadovoljava isključivo najboljom mogućom odlukom.³⁹¹ Donosilac odluke koji se ponaša na ovaj način je uvek sposoban da donese onu odluku koja je u skladu sa njegovim preferencijama ili će da maksimizuje svoj lični interes. On će:³⁹²

1. definisati ili identifikovati sve moguće opcije određene odluke,
2. definisati sve moguće potencijalne efekte koji se mogu dogoditi u slučaju izbora svake od potencijalnih opcija,
3. uporediti svaku od raspoloživih opcija na osnovu kriterijuma ostvarivanja maksimalne sopstvene koristi.

Koncept ograničene racionalnosti je razvio jedan od najvećih kritičara koncepta potpune racionalnosti, Herbert Sajmon. Koncept ograničene (subjektivne) racionalnosti u svoje okvire uključuje uticaj okoline na donosioca odluke, uzimajući istovremeno u obzir i kognitivna ograničenja svake osobe. Princip ograničene racionalnosti ne polazi od pretpostavke da donosilac odluke treba da donese optimalnu (najbolju moguću) odluku, već se njegov zadatak ogleda u donošenju zadovoljavajuće odluke. Koncept ograničene racionalnosti u obzir uzima i sva moguća ograničenja sa kojima se donosilac odluke sreće. Pri tome se, kao najznačajniji element, ističe nivo aspiracija svakog pojedinca, odnosno uzima se u obzir činjenica da nešto što je jednoj osobi potpuno prihvatljivo, drugoj može biti neprihvatljivo. Većina osoba ne pokušava da donese optimalnu odluku, pre svega zbog činjenice da one zahtevaju potpune informacije i ulaganje ogromnog napora, već se zadovoljava odlukama koje su prihvatljive iz njihovog ugla posmatranja. Ne može se reći da se donosilac odluke koji se pridržava koncepta ograničene racionalnosti ne ponaša racionalno, on samo pokušava da svede svoju racionalnost na optimalan nivo, ne pokušavajući pritom da zadovolji uslove potpune racionalnosti.³⁹³

³⁹¹ Pugh, D. S. i Hickson, D. J. (1996), *Writers on Organizations*, Penguin Books, London, str. 134.

³⁹² Sikavica, P. (1999), *Poslovno odlučivanje*, Informator, Zagreb, str. 81.

³⁹³ Clegg, S. R., Hardy, C., Lawrence, T. B. i Nord, W. R. (2006), *The SAGE Handbook of Organization Studies*, Sage Publications, London, str. 469.

Bez obzira koji od navedenih modela odlučivanja se odabere, studije procesa strateškog odlučivanja u organizacijama su pokazale da one organizacije koje primenjuju koncept racionalnog izbora ostvaruju bolje poslovne rezultate u uslovima nesigurne okoline od onih koje ga ne primenjuju.³⁹⁴

Teorije korisnosti predstavljaju još jedan od značajnih pravaca u okviru normative teorije odlučivanja. Ove teorije se zasnivaju na konceptu korisnosti, odnosno na pokazatelju poželjnosti, ili stepenu zadovoljstva mogućim posledicama ishoda određene odluke. Pri svemu tome, koncept korisnosti se posmatra iz šireg ugla. Pored zadovoljstva, sreće, profita, ili drugih posledica, koje su korisne iz ugla donosilaca odluka, u obzir se uzima i korist u ekonomskom smislu, odnosno subjektivna vrednost koja nastaje na osnovu preferenci same osobe koja donosi odluku. Postoje dva načina koji se koriste za utvrđivanje korisnosti - rangiranje preferenci pojedinih ishoda, ili korišćenje mernih jedinica. Bez obzira na to koji je od navedenih načina utvrđivanja, odnosno merenja korisnosti, izabran, ishod i odluke će za njenog donosioca biti poželjniji sa povećanjem njene korisnosti. U okviru teorije korisnosti su se definisala dva pravca:

1. teorija očekivane korisnosti,
2. višeatributna teorija korisnosti.

Predmet interesovanja teorije očekivane korisnosti su procesi odlučivanja koji se odvijaju u uslovima neizvesnosti i rizika, pri čemu se smatra da ukupna korist neke od opcija za koju se donosilac odluke može odlučiti predstavlja ujedno i njenu očekivanu korisnost.³⁹⁵ Ova teorija je zasnovana na skupu pretpostavki, putem kojih se kvantitativno mogu pratiti problemi i analizirati potencijalna rešenja. Konačna odluka se donosi nakon utvrđivanja korisnosti svake od ponuđenih opcija, pri čemu se bira ona opcija koja ima najveću očekivanu korisnost.³⁹⁶

³⁹⁴ Papadakis, V. M., Lioukas, S. i Chambers, D. (1998), Strategic Decision-Making Processes: The Role of Management and Context, *Strategic Management Journal*, 19, str. 129.

³⁹⁵ Baron, J. (2007), Normative Models of Judgment and Decision Making, Blackwell Handbook of Judgment & Decision Making, Blackwell Publishing, Oxford, str. 24.

³⁹⁶ Plous, S., (1993), *The Psychology of Judgment and Decision Making*, McGraw-Hill, New York, str. 94.-95.

Višeatributna, odnosno višekriterijumska teorija korisnosti, predstavlja složeniji oblik teorije korisnosti. Višeatributna teorija korisnosti predstavlja strukturiranu metodologiju, uz pomoć koje se pronalazi kompromisno rešenje među različitim ciljevima.³⁹⁷ Ova teorija je zasnovana na različitim grupama aksioma koji se mogu primenjivati tokom procesa odlučivanja u uslovima rizika.

Osnovni problem u primeni teorija korisnosti se ogleda u činjenici da, uprkos njihovoj velikoj rasprostranjenosti u praksi, donosioci odluka često nisu sposobni da na pravi način shvate koja od raspoloživih strategija u najvećoj meri maksimizira korisnost koju će oni ostvariti.

Oblast proučavanja teorija igara su one odluke čiji rezultati, u manjoj ili većoj meri, zavise i od aktivnosti koje preduzimaju druge osobe. U pitanju su strateške igre koje igraju dve ili više osoba (poput rizika ili šaha), koje svoje odluke donose na osnovu odluka koje su doneli drugi igrači.³⁹⁸ Tokom igranja ovih igara, svaki učesnik pokušava da donese racionalne odluke, koje su u skladu sa njegovim željama, pri čemu pokušava da proceni i odluke koje će doneti ostali učesnici u igri. Ovaj oblik donošenja odluka karakteriše činjenica da tokom procesa odlučivanja postoji i određeni nivo neizvesnosti, koji je posledica činjenice da donosilac odluke ne zna kakve će odluke doneti njegovi konkurenti. Kod teorije igara je od ključnog značaja da donosilac odluke na najbolji mogući način proceni potencijalne odluke koje će doneti ostali učesnici u igri.

Najzaslužniji za razvoj teorije igara su svakako Džon fon Nojman i Oskar Morgenstern, čija je knjiga „Teorija igara i ekonomsko ponašanje” iz 1944. godine predstavljala osnov razvoja ove teorije. Njihova analiza problema istovremenog višeagentskog odlučivanja se smatra početkom razvoja savremenih teorija igara. U savremenoj praksi teorije odlučivanja postoji veliki broj različitih statičkih i dinamičkih igara, čija se podela može izvršiti na osnovu sledećih kriterijuma:³⁹⁹

1. igre sa dva ili većim brojem igrača,

³⁹⁷ Baron, J., (2007), *Normative Models of Judgment and Decision Making*, Blackwell Handbook of Judgment & Decision Making, Blackwell Publishing, Oxford, str. 235.

³⁹⁸ Miles, J. A., (2012), *Management and Organization Theory: A Jossey-Bass Reader*, Jossey-Bass, San Francisco, str. 121.

³⁹⁹ Peterson, M., (2009), *An Introduction to Decision Theory*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 220.-221.

-
2. igre sa dobitkom ili gubitkom,
 3. simetrične ili nesimetrične igre,
 4. igre sa potpunim ili delimičnim informacijama,
 5. ponavljajuće (višepotezne) ili neponavljajuće (jednopotezne) igre,
 6. kooperativne ili nekooperativne igre,
 7. strateške (simultane) ili sekvencijalne igre.

Bez obzira na to o kojoj se, od velikog broja, vrsti igara radi, teorije igara predstavljaju izuzetno koristan alat za potrebe donošenja odluka u društvenom okruženju. Uprkos činjenici da se sve teorije igara u svojoj osnovi zasnivaju na matematičkim modelima, uz pomoć kojih se opisuju strateški potezi igrača, one su ostavile značajan trag u oblastima menadžmenta i ekonomije, ali i u brojnim drugim oblastima poput prava, marketinga, fizike, biologije i sl.

Uprkos činjenici da je teorija igara doživela izuzetno veliki razvoj i praktičnu primenu, postoje i određeni autori koji smatraju da se njome ne može adekvatno predstaviti idealizacija realnih problema, baš kao ni idealizacije putem kojih se na neodgovarajući način prezentuje stvarni svet. Džefri Majls smatra da teorija igara ne predstavlja alatku kojom se mogu stvarati konkretni i jasni saveti za ponašanje donosilaca odluka u određenim situacijama, odnosno da ona ne predstavlja ništa više od kvalitetnog alata za opisivanje događaja koji su se odigrali u nekoj konkretnoj situaciji.⁴⁰⁰

5.2.2 Deskriptivne teorije odlučivanja

U realnim situacijama donošenja odluka, veliki broj osoba se ne pridržava u potpunosti preporučenih teoriskih modela, već su odluke koje donose u značajnoj meri i pod uticajem njihovog ponašanja. Bihejvioristička ekonomija predstavlja naučnu disciplinu koja se bavi ponašanjem ljudi u poslovnom okruženju. Ponašanje ljudi tokom donošenja odluka predstavlja predmet interesovanja deskriptivne teorije odlučivanja, koja ima zadatak da objasni i otkrije načine na koje pojedinci donose odluke. Deskriptivne teorije odlučivanja se bave opisivanjem načina razmišljanja donosilaca odluka, rešavanja

⁴⁰⁰ Miles, J. A., (2012), *Management and Organization Theory: A Jossey-Bass Reader*, Jossey-Bass, San Francisco, str. 123.

problema sa kojima se suočavaju i razloga zbog kojih se odlučuju za određena rešenja, odnosno zbog čega donose baš izabrane odluke.

Deskriptivne teorije odlučivanja su empirijska disciplina, koja u najvećoj meri svoje poreklo vuče iz oblasti eksperimentalne psihologije.⁴⁰¹ Osnovni zadatak deskriptivnih teorija odlučivanja se ogleda u razvoju najrazličitijih deskriptivnih modela, koji imaju zadatak da omoguće lakše razumevanje određenih ekonomskih pojava. Svi deskriptivni modeli koji se koriste u okvirima teorije odlučivanja mogu se podeliti u dve osnovne kategorije:⁴⁰²

1. modeli koji se iskazuju kroz skupove heuristika i uvreženih pravila, kojima se osobe koriste u određenim situacijama odlučivanja i donošenja procena,
2. matematički modeli koji se bave opisivanjem odnosa između ulaza (npr. verovatnoće) u proces odlučivanja i izlaza (izbori ili procene, na primer) koji se dobijaju.

Osnovni zadatak deskriptivnih teorija odlučivanja se ogleda u opisivanju događanja u realnoj situaciji odlučivanja, uz izbegavanje davanja bilo kakvih vrednosnih procena o kvalitetu odluke koja je doneta. Deskriptivne teorije odlučivanja imaju zadatak da pruže odgovore na brojna pitanja u vezi sa procesom donošenja odluka, od kojih su najznačajnija:⁴⁰³

1. Na koji način se pojedinci ponašaju prilikom donošenja odluka i o čemu razmišljaju?
2. Kako pojedinci stiču nova znanja i prilagođavaju svoje ponašanje novonastalim situacijama?
3. Da li su osobe u mogućnosti da objasne razloge svog ponašanja?
4. Da li osoba zaista radi ono o čemu govori?
5. Na koje načine se osobe bore sa neizvesnošću, da li je prihvataju, da li prikupljaju dokaze, stiču nova znanja i obnavljaju svoj percepciju?

⁴⁰¹ Gilboa, I., (2010), Questions in Decision Theory, *The Annual Review of Economics*, 2, str. 2.

⁴⁰² Baron, J., (2007), Normative Models of Judgment and Decision Making, *Blackwell Handbook of Judgment & Decision Making*, Blackwell Publishing, Oxford, str. 32.

⁴⁰³ Šikavica, P., Skoko, H., Tipurić, D. i Dalić, M. (1994), *Poslovno odlučivanje: teorija i praksa donošenja odluka*, Informator, Zagreb, str. 45.

-
6. Da li osobe raščlanjavaju složene probleme, da li posebno analiziraju njihove delove, da li rezultate analiza delova sklapaju u nove celine, ili je njihovo razmišljanje po svom karakteru u većoj meri intuitivno i usmereno ka celini?
 7. Koji su faktori koji utiču na stvaranje unutrašnjih otpora kod donosilaca odluka i unutrašnjih sukoba?
 8. Da li i na koji način osobe rešavaju svoje unutrašnje sukobe, ili pokušavaju da ih ignorišu?
 9. Na koji način osobe raspravljaju o sopstvenim percepcijama problema i izborima koje su načinili?
 10. Koje su najznačajnije razlike u načinima ponašanja donosilaca odluke sa aspekta njihovog pola, iskustava ili kulture iz koje potiču?
 11. U kojoj meri, i na koji način, na proces odlučivanja određene osobe utiče tradicija, imitacija ili njeno praznoverje?

U praksi se ne može identifikovati jedinstvena deskriptivna teorija odlučivanja, već se ovim nazivom označavaju svi mnogobrojni doprinosi proučavanju procesa odlučivanja koje su dale razne naučne discipline, koje za predmet proučavanja imaju ljudsko ponašanje. Postoji veliki broj deskriptivnih teorija odlučivanja, od kojih se kao najznačajnije mogu izdvojiti:⁴⁰⁴

1. bihejvioristička teorija odlučivanja,
2. teorija društvenog izbora,
3. teorija očekivanog izbora,
4. naturalistička teorija odlučivanja,
5. teorija slika.

U praksi se često mogu sresti situacije u kojima se bihejvioristička teorija odlučivanja izjednačava sa deskriptivnim teorijama odlučivanja, iako ona u stvari predstavlja samo jednu od velikog broja deskriptivnih teorija. Ovo poistovećivanje predstavlja posledicu činjenice da su se deskriptivni pristup i bihejvioristička teorija razvijali uporedo. Bihejvioristička teorija je nastala kao odgovor na formalni pristup odlučivanju i klasične teorije organizacije, koje zaposlene nisu posmatrale kao značajne činioce poslovanja.

⁴⁰⁴ Bell, D. E., Raiffa, H. i Tverski, A. (1988), *Decision making: Descriptive, normative, and prescriptive interactions*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 24.

Izuzetno je značajan doprinos koji su razvoju bihejviorističke teorije odlučivanja dali Kajert i Marč, odnosno njihova bihejvioristička teorija preduzeća.⁴⁰⁵ Najvažniji doprinos ove teorije se ogleda u činjenici da je u njoj, po prvi put, istaknut značaj realnog procesa poslovnog odlučivanja i obavljena analiza načina obavljanja procesa odlučivanja u poslovnim organizacijama. Oni su uspjeli da, kombinujući bihejviorističke discipline i kvantitativnu analizu, kreiraju sveobuhvatnu i realnu teoriju koja se bavi proučavanjem problema poslovnog odlučivanja.

Značajan doprinos razvoju bihejviorističke teorije odlučivanja dao je i Herbert Sajmon, ukazavši na činjenicu da kombinovanje znanja iz ekonomije i psihologije u značajnoj meri može doprineti boljem razumevanju procesa odlučivanja, posebno u situacijama kada se radi o poslovnom okruženju. Razvojem koncepta ograničene racionalnosti, on stavlja akcenat na subjektivne karakteristike procesa odlučivanja, ukazujući istovremeno na veliki broj bihejviorističkih ograničenja koja utiču na način razmišljanja osobe koja donosi odluku.

S obzirom na to da su donosioci odluka u svakom trenutku svesni postojanja mentalnih, emotivnih, kognitivnih i brojnih drugih ograničenja, zbog kojih nisu u mogućnosti da donesu optimalne odluke, dolazi se do zaključka da osnovu bihejviorističke teorije predstavlja otvoreni model odlučivanja. Bihejvioristička teorija predstavlja individualnu teoriju odlučivanja, čiji primarni predmet interesovanja čine mehanizmi i načini donošenja odluka od strane pojedinaca, ali ona u svoje okvire uključuje i politički kontekst donošenja odluka u okviru organizacija.⁴⁰⁶ Ova teorija pruža mogućnosti za veoma kvalitetno i sveobuhvatno identifikovanje nesigurnosti i složenosti koje potiču iz okruženja, uz pretpostavku da organizacije navedene probleme rešavaju izbegavanjem nesigurnosti.

Najvažniji cilj bihejviorističkih teorija odlučivanja ogleda se u opisivanju i razumevanju načina na koji pojedine osobe donose odluke u stvarnom životu.⁴⁰⁷ Sve studije procesa odlučivanja u realnom svetu su pokazale da su u veoma malom broju slučajeva

⁴⁰⁵ Cyert., R. M. i March, J. G. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall, Upper Saddle River

⁴⁰⁶ Kayaalp, O. (1987), Towards a General Theory of Managerial Decisions: A Critical Appraisal, *SAM Advanced Management Journal*, 52(2), str. 38.

⁴⁰⁷ Simon, H. A. (1979), Information processing models of cognition, *Annual Review of Psychology*, 30, str. 363-396.

donosiocu odluka poznate sve opcije i da on može razmotriti sve potencijalne ishode odluke.

Bihejviorističke teorije odlučivanja se zasnivaju na pogledu da ljudi imaju ograničene sposobnosti obrade informacija i da oni nemaju sposobnosti i motivaciju da obave skup važnih proračuna na kojima su zasnovani modeli racionalnog izbora.⁴⁰⁸ Simon je, u cilju boljeg karakterisanja ljudske spoznaje, uveo pojam "ograničene racionalnosti".⁴⁰⁹

Predmet interesovanja teorije društvenog izbora se ogleda u analizi i proučavanju procesa grupnog odlučivanja. Preciznije rečeno, osnovni fokus ove teorije leži na načinima donošenja grupnih odluka na osnovu preferenci pojedinaca. Teorija društvenog izbora pokušava da na što jasniji način prikaže ponašanje grupa tokom procesa odlučivanja, pokušavajući pritom i da definiše principe koji bi trebalo da obezbede preduslove za demokratsko donošenje odluka.⁴¹⁰

Teorija društvenog izbora svoje poreklo vuče iz opšte teoreme mogućnosti, koju je 1951. godine razvio američki ekonomista i dobitnik Nobelove nagrade za ekonomiju Kenet Erou. Erou, uz pomoć opšte teoreme mogućnosti, definiše uslove koji moraju da se ispune kako bi funkcija društvenog blagostanja mogla biti bazirana na pojedinačnim vrednostima.⁴¹¹ Osnovni motivi koji su doveli do pojave teorije društvenog izbora ogledaju se u želji da se reše dva značajna problema:⁴¹²

1. izbor najprikladnijeg sistema glasanja,
2. definisanje načina merenja agregatnog nivoa blagostanja društvene zajednice.

Teorija društvenog izbora pokušava da utvrdi da li je moguće definisati pravila i sisteme odlučivanja uz pomoć kojih je moguće navesti ljude da otkriju sopstvene preference, nakon čega bi se ove informacije iskoristile u cilju donošenja razumnih odluka.

⁴⁰⁸ Gilovich, T. D. i Griffin, D. W. (2010), Judgment and decision making. In Fiske, S. T., Gilbert, D. T. i Lindzey, G. (Eds.), *Handbook of Social Psychology, Vol 2 (5th Ed.)*, John Wiley and Sons, Hoboken, str. 542-588.

⁴⁰⁹ Simon, H. A. (1957), *Models of Man: Social and Rational*, Wiley, New York

⁴¹⁰ Peterson, M., (2009.), op. cit., str. 8.

⁴¹¹ Arrow, K. J. (1951.), *Social choice and individual values*, Wiley, New York.

⁴¹² Elster, J., Hylland, A. (1986.), *Foundations of social choice theory*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 2.

Teorija očekivanog izbora, poznata i pod imenom teorija perspektive, predstavlja jedan od najznačajnijih deskriptivnih pristupa odlučivanju. Ona se zasniva na uslovima rizika i neizvesnosti, a razvijena je od strane Kanemana i Tverskog. Pre pojave ove teorije, važno je mišljenje da se odluke pojedinaca zasnivaju na racionalnom elementu, odnosno na procenjenoj očekivanoj koristi neke odluke, do koje se dolazi analizom troškova i koristi, prisutnih rizika i potencijalnih efekata. Kaneman i Tverski su, na osnovu istraživanja koja su sprovedi, došli do zaključka da se donosioci odluka često ne pridržavaju racionalnih, odnosno objektivnih efekata neke odluke, već se odlučuju na izbor one opcije koja, po njihovom mišljenju, ima najveći nivo očekivane korisnosti.⁴¹³

Ova teorija polazi od pretpostavke da svaki donosilac odluke definiše sopstveni okvir odlučivanja, odnosno definiše subjektivne preference u vezi sa posledicama odluke, na osnovu kojih vrši procenu pojedinih ishoda odluke i posmatra ih kao dobit ili gubitak. Teorija očekivanog izbora se zasniva i na činjenici da se konačni odabir željene opcije neke odluke može razlikovati i zbog načina na koji su potencijalne opcije predstavljene osobi koja donosu odluku. Ovo dovodi do zaključka da je i izbor referentne tačke od ključnog značaja za procenu efekata svake od raspoloživih opcija. Teorija očekivanog izbora je doživela široku praktičnu primenu u različitim oblastima odlučivanja, pre svega u radu menadžera na svim nivoima i u marketingu.

Teorija očekivanog izbora ističe činjenicu da svi donosioci odluka imaju određeni stepen averzije prema gubitku, odnosno da svi više vole da pobeđuju nego da gube.⁴¹⁴ Donosioci odluka će, po pravilu, pokušati da izbegnu rizik ukoliko se nađu u prilici da biraju između sigurne manje dobiti i potencijalne veće dobiti, koja sa sobom nosi i određeni nivo rizika. S druge strane, iste osobe će se, u situacijama kada su primorane da biraju između sigurnog manjeg gubitka i većeg gubitka, koji sa sobom nosi i određenu dozu rizika, odlučiti da prihvate rizik.

413 Kahneman, D., Tversky, A. (1979.), Prospect theory: An analysis of decisions under risk, *Econometrica*, 47, str. 313. – 327.

414 Livingston, J. A., Quinn, M. A. (2009.), The Psychology of Decision-Making in Economics: A Review. U: Murphy, D., Longo, D. (ur.), *Encyclopedia of Psychology of Decision Making*, Nova Science Publishers, New York, str. 712.

Predmet interesovanja naturalističke teorije odlučivanja predstavljaju načini kako pojedinci donose odluke u realnim poslovnim okruženjima, a ne u kontrolisanim laboratorijskim uslovima. Ova teorija, koja predstavlja proširenje bihejviorističke teorije odlučivanja, jeste izuzetno mlada i još uvek nije u dovoljnoj meri istražena. Naturalistička teorija stavlja akcenat na procese donošenja poznatih i važnih odluka, analizirajući istovremeno i kognitivne funkcije osobe koja donosi odluku.⁴¹⁵

Naturalistička teorija odlučivanja je omeđena dvema kognitivnim perspektivama:

1. makrokognitivnom perspektivom,
2. mikrokognitivnom perspektivom.

Makrokognitivnom perspektivom se analiziraju procesi odlučivanja, planiranja, prepoznavanja problema, koordinacije aktivnosti, prilagođavanja i osećanja donosioca odluke. Predmet interesovanja mikrokognitivne perspektive se odnosi na prethodna iskustva donosioca odluke i načine rešavanja nastalih problema.

Bez obzira na perspektivu iz koje se posmatra, ova metoda zahteva analizu ponašanja donosilaca odluka u njihovom uobičajenom radnom okruženju i u uslovima pod kojima i inače rade. Suština ove metode se ogleda u tome da se, na osnovu subjektivnih grešaka koje donosioci odluka prave, definišu saveti za poboljšavanje prakse odlučivanja u svim domenima, a ne samo u poslovnom okruženju.

Teorija slika posmatra proces odlučivanja i ishode odluka kroz stavove, vrednosti i uverenja donosioca odluke, nezavisno od toga da li se radi o jednoj osobi ili grupi ljudi. Ova teorija smatra da se izbor odluke obavlja u skladu sa etikom, moralom, stavovima, uverenjima i vrednostima osobe koja donosi odluku. Donosilac odluke će izabrati određenu odluku isključivo ukoliko je ona u skladu sa njegovim ličnim vrednostima, strategijom i ciljevima.

Za razliku od ostalih predstavljenih teorija, teorija slika se ne zasniva na objašnjavanju načina na koji bi odluke trebalo da budu donete, već se bavi opisivanjem događaja koji su prethodili donošenju određene odluke. Teorija slika polazi od pretpostavke da se

⁴¹⁵ Rockar, H. M., Kohun, F. G. (2011.), Highs and Lows of Organizational Decision Making and the Relationship to Collaboration and Technology Tools, *Issues in Informing Science and Information Technology*, 8, str. 181.

najveći broj odluka donosi na osnovu poklapanja ličnih načela donosioca odluke sa ciljevima i planovima koji predstavljaju širi, odnosno kontekstualan okvir. Sve ove odluke se moraju donositi na brz i jednostavan način.⁴¹⁶

U cilju pružanja objašnjenja u vezi sa događajima koji su se odigrali, donosioci odluka, kada se nađu u složenijim situacijama, često se odlučuju za košćenje strukturiranih šema znanja, uz pomoć kojih organizuju svoj proces odlučivanja. Ove strukturirane šeme znanja (slike znanja) spadaju u jednu od tri kategorije:⁴¹⁷

1. vrednosna slika,
2. procesna slika,
3. strateška slika.

Zadatak svih nabrojanih slika je da donosiocima odluka pruže pomoć pri donošenju poslovnih odluka i da im pritom posluže kao smernice.

Pored nabrojanih deskriptivnih teorija odlučivanja, postoji i čitav skup drugih teorija, čiji predmet proučavanja predstavlja ponašanje donosilaca odluka u različitim situacijama sa kojima se oni susreću. Deskriptivni modeli predstavljaju osnov za izgradnju preskriptivnih teorijskih pristupa procesima odlučivanja. Preskriptivni modeli odlučivanja predstavljaju pokušaj postizanja najboljeg odnosa između normativnog (optimalnog) i deskriptivnog (stvarnog) pristupa odlučivanju.

5.2.3 Preskriptivne teorije odlučivanja

Predmet interesovanja preskriptivnih teorija odlučivanja je praktično korišćenje normativnih i deskriptivnih teorija odlučivanja u okvirima realnih poslovnih okruženja. Preskriptivne teorije odlučivanja se u stručnoj literaturi i praktičnoj primeni veoma često mogu sresti i pod imenima nauka o upravljanju i kvantitativne teorije odlučivanja.

Jedna od osnovnih oblasti proučavanja deskriptivnih teorija odlučivanja je povećanje nivoa korišćenja ljudske inteligencije i poboljšanje praktične primene poslovnog odlučivanja. Preskriptivne teorije odlučivanja se nalaze u određenom obliku raskoraka između normativnih i deskriptivnih pristupa odlučivanju. One pokušavaju da približe

⁴¹⁶ Beach, L. R., (1998.), *Image Theory: Theoretical and Empirical Foundations*, Routledge, London.

⁴¹⁷ Ibid

donosioca odluke pravilima normativnog odlučivanja, uzimajući istovremeno u obzir i realna ograničenja u skladu sa kojima se obavlja izbor najbolje opcije.⁴¹⁸

Preskriptivni pristup odlučivanju se bavi proučavanjem metoda i tehnika uz pomoć kojih osoba koja donosi odluku, u određenoj situaciji može da izabere najbolje moguće rešenje problema. Pri tome se u obzir uzimaju i karakteristike konkretne situacije, poput informacija koje donosiocu odluke stoje na raspolaganju, njegovih preferenci, nivoa sigurnosti i njegovih psiholoških osobina, uz posebno stavljanje akcenta na odnos donosioca odluke prema riziku.

Zadatak preskriptivnih teorija odlučivanja je da pruže odgovore na sledeća pitanja:

1. Na koje načine je moguće donositi kvalitetnije odluke?
2. Koji su to pristupi, analitički alati i vrste pomoći koji mogu imati praktičnu vrednost prilikom odlučivanja?

Osnovni zadatak preskriptivnog pristupa odlučivanju se ogleda u pronalazanju alata i softvera, otkrivanju metoda i strategija, kao i razvoju metodologija odlučivanja koje će donosiocima odluka omogućiti da budu efikasniji u svom radu i da donose bolje odluke. Za razliku od imaginarnih, idealnih situacija, na kojima se zasniva normativni pristup odlučivanju, preskriptivni pristup je potpuno svestan okoline u okviru koje se odluka donosi. Ove teorije odlučivanja veliku pažnju posvećuju individualnim osobinama svake osobe koja donosi odluku, pri čemu im se često i prilagođavaju, dok se opcije koje donosiocu odluka stoje na raspolaganju procenjuju na osnovu njihove praktičnosti i pragmatične vrednosti.

Preskriptivni modeli odlučivanja su sačinjeni od velikog broja heuristika (ustaljenih pravila), koje su se u praksi pokazale kao veoma korisne, pre svega zbog činjenice da znatno olakšavaju donošenje odluka i skraćuju trajanje celokupnog procesa. Problem sa primenom heuristika se ogleda u činjenici da njihovo korišćenje često dovodi i do pristrasnosti osobe koja donosi odluku, pa se iz tog razloga nameću pitanja da li se mogu pronaći bolje heuristike i da li je moguće izbeći probleme koji su sa njima

⁴¹⁸ Keast, S., i Towler, M., (2009), *Rational Decision-making for Managers: An Introduction*, John Wiley & Sons, Chichester, str. 13.

povezani. Saveti za eliminisanje pristrasnosti dovode do bržeg donošenja odluka i njihove veće korisnosti.⁴¹⁹

Analiza odluke predstavlja dodatni način za isticanje značaja i praktične primene preskriptivnog pristupa odlučivanju. Pod pojmom analize odluke podrazumevaju se metodi, znanja i praktična iskustva uz pomoć kojih se želi omogućiti pojedincima i organizacijama da donose kvalitetnije odluke u uslovima neizvesnosti.

Analiza odluke se može posmatrati kao deo procesa odlučivanja, u kome se, formalizacijom zdravog razuma, ohrabruje kreativnost osobe koja donosi odluke, u cilju razvoja mogućih opcija odluke. Ova analiza se naziva aproksimativni standard za racionalno odlučivanje, zato što se zasniva na konceptu ograničene racionalnosti, pri čemu se donosilac odluke pridržava nekoliko normativnih aksioma, koje upotpunjuje svojim subjektivnim stavovima. Pri analizi odluke se veći akcenat stavlja na značaj promišljanja i saznanja, dok su procedure, brojevi i proračuni stavljeni u drugi plan.⁴²⁰

Proces analize odluke se lakše može razumeti grafičkim prikazom, uz pomoć tronošca prikazanog na Slici 10. Osnovni, odnosno formalni elementi analize odluke su odgovori na sledeći skup pitanja:

1. Koje sve opcije stoje na raspolaganju donosiocu odluke, odnosno šta sve on može da uradi?
2. Kojim sve informacijama donosilac odluke raspolaže o predmetu odlučivanja?
3. Šta on želi da postigne odlukom, odnosno koje su njegove preference u procesu odlučivanja?

Ova tri pitanja predstavljaju osnovu svake odluke i ona su grafički prikazana kao nogari na koje se tronožac oslanja. Da bi se donela kvalitetna i ispravna odluka, njen donosilac mora da raspolaže odgovorima na sva tri navedena pitanja. Ukoliko nema odgovor na prvo pitanje, odnosno ukoliko postoji samo jedna opcija koja se može odabrati, onda se i ne radi o odlučivanju, zato što donosilac odluke nema mogućnost izbora između više ponuđenih opcija. Ukoliko donosilac odluke nema informaciju o posledicama koje će

⁴¹⁹ Baron, J., (2007), Normative Models of Judgment and Decision Making, Blackwell Handbook of Judgment & Decision Making, Blackwell Publishing, Oxford, str. 19.

⁴²⁰ Howard, R. A., (2004), Speaking of Decisions: Precise Decision Language, *Decision Analysis*, 1(2), str. 71. – 78.

pojedine opcije doneti u budućnosti, on neće imati mogućnost izbora, zato što će sve one, iz njegovog ugla, biti potpuno identične. Na kraju, ukoliko donosilac odluke nema definisane želje koje želi da ostvari donošenjem odluke, njemu će biti apsolutno nebitno koju od ponuđenih opcija je odabrao.



Slika 10: Osnovni elementi analize odluke⁴²¹

Proces odlučivanja, pored nogara tronošca, ima i logiku, putem koje donosilac odluke bira najbolju od raspoloživih opcija. Ova logika predstavlja deo tronošca na kome se sedi. Metaforički tronožac odlučivanja se može postaviti na bilo koje mesto, pri čemu njegovo pozicioniranje predstavlja izuzetno značajnu aktivnost definisanja okvira procesa odlučivanja, na osnovu kog se menjaju preference osobe koja donosi odluku, raspoložive i potrebne informacije i sl.

Metod analitičkog hijerarhijskog procesa, koji se često može sresti i pod skraćenicom svog imena na engleskom jeziku, AHP (Analytic Hierarchy Process), predstavlja preskriptivnu metodu odlučivanja koja je doživela veoma široku primenu u poslednjih 25 godina. Ovaj metod se pokazao kao veoma koristan u situacijama kada se obavlja višekriterijumsko odlučivanje, odnosno kada prilikom donošenja neke odluke mora da se uzme u obzir veći broj kriterijuma čija se važnost razlikuje. Metod analitičkog

⁴²¹ Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević Redžep, N. i Hernaus T. (2014), *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, str. 98.

hijerarhijskog procesa zasnovan je na tri osnovna načela sprovođenja procesa odlučivanja:

1. dekompozicija predstavlja zahtev da se definiše hijerarhijska struktura svih bazičnih elemenata od kojih je problem sačinjen,
2. komparativna procena se sprovodi uparivanjem opcija odluke, pri čemu se koristi skala odnosa u cilju definisanja relativnih prioriteta između svih hijerarhijskih nivoa problema,
3. načelo sinteze prioriteta dovodi do skupljanja lokalnih prioriteta opcija u jedan ukupan, globalni prioritet.

Metoda analitičkog hijerarhijskog procesa je pogodna za primenu prilikom svih procesa donošenja odluka, koje karakteriše određena struktura, sinteza i merenje. Ona se najčešće primenjuje prilikom kreiranja prognoza, alokacije ograničenih resursa, reinženjeringa procesa i sl. Analitički hijerarhijski proces predstavlja jedan od najznačajnijih metoda odlučivanja, kako sa aspekta njegovog naučnog proučavanja, tako i iz ugla praktične primene u svim delatnostima.

Teorija vrednosti i njena podvrsta, višeatributna teorija vrednosti, predstavljaju preskriptivne teorije odlučivanja kod kojih se akcenat stavlja na vrednosti donosioca odluke, kao ključnom činiocu procesa odlučivanja. Ova teorija se zasniva na pretpostavci da donosioci odluka smatraju da su im baš vrednosti najznačajnije i čvrsto ih se pridržavaju. Akcenat na vrednosti se stavlja zbog potencijalnih rizika koji su povezani sa sidrenjem, odnosno sa definisanjem okvira odlučivanja.⁴²² Teorije vrednosti smatraju da donosioci odluka ne bi trebalo da se fokusiraju (usidre) na usko definisan problem, jer to sprečava njihovu kreativnost. Umesto toga, akcenat mora da se stavi na vrednosti i okvire odlučivanja, uz pomoć kojih će se pred donosiocima odluka pojavljivati različite mogućnosti.

Kao što se vidi, osnovna pretpostavka od koje se polazi u teorijama vrednosti je da se sve preference donosilaca odluka mogu iskazati korišćenjem funkcija vrednosti. Ukoliko se radi o višeatributnim teorijama vrednosti, svakom od aspekata problema se

⁴²² Kahneman, D. i Tversky, A. (2000), *Choices, Values, and Frames*, Cambridge University Press, New York, str. 117.

prvo dodeljuje posebna funkcija vrednosti, koje se zatim spajaju u jednu, višeatributnu teoriju vrednosti. Korišćenjem ovakvih funkcija se može ostvariti i definisanje suboptimalnih odluka, koje mogu biti pravednije i poželjnije sa nekih drugih aspekata, bilo da se radi o ekologiji, društveno odgovornom ponašanju, moralu ili nečem sličnom.

5.3 Odluka – pojam i vrste

Odluka predstavlja rezultat procesa odlučivanja, odnosno njegov konačni ishod. Proces odlučivanja, koji se odvija kroz veći broj faza, kao svoj konačni rezultat ima odluku, a njeno donošenje ujedno označava i kraj procesa odlučivanja u užem smislu.

Odluka se može definisati kao procena i ona predstavlja izbor između većeg broja raspoloživih opcija.⁴²³ Najznačajniju karakteristiku odluke čini činjenica da ona predstavlja izbor između većeg broja mogućnosti koje stoje na raspolaganju. Donošenjem odluke obavlja se izbor konkretnog načina na koji će određeni problem, koji je predstavljao inicijativu za pokretanje postupka odlučivanja, biti rešen.

Najvažniji preduslovi koji svaka odluka mora ispuniti su:⁴²⁴

1. blagovremenost,
2. preciznost,
3. nedvosmislenost,
4. jasnoća,
5. realnost.

Uprkos postojanju velikog broja naučnih metoda, uvek treba imati na umu činjenicu da su odluke često i rezultat trenutne emotivne reakcije osobe koja ju je donela. Uprkos tome što bi osoba koja donosi odluku trebalo da se ogradi od svih uticaja koji nastaju kao posledica njenih stavova i ličnosti (raspoloženje, emotivno stanje, sklonost, nesklonost i sl.), u praksi je veoma teško potpuno isključiti njihov uticaj, čak i kod najobjektivnijih osoba.

⁴²³ Daft, R. L. (1997), *Management*, The Dryden Press, Orlando, str. 278.

⁴²⁴ Bazerman, M. i Moore, D. (2012), *Judgment in Managerial Decision Making*, Willey, New York, str. 14.

Na proces donošenja odluka, pa samim tim i na samu odluku koja predstavlja njegov rezultat, u većoj ili manjoj meri, utiču i ljudske emocije. Pre svega zbog činjenice da je svaka osoba sklona različitim raspoloženjima, velika je verovatnoća da će ista osoba donositi različite odluke u vezi sa istim problemom, u zavisnosti od njenog raspoloženja i emotivnog stanja u datom trenutku. Uticaj raspoloženja pojedinca na donošenje odluka se može tolerisati samo do onog nivoa u kom on ne ugrožava kvalitet donete odluke. U situacijama kada raspoloženje ili emotivno stanje neke osobe počinju u značajnoj meri da utiču na proces odlučivanja, pred donosiocem odluke se postavljaju dve mogućnosti. On može, ukoliko ima dovoljno vremena, odložiti donošenje odluke, ili to može prepustiti nekoj drugoj osobi, koja celokupnom procesu može pristupiti racionalno i objektivno. Veoma je važno da donete odluke ne budu pod značajnim uticajem raspoloženja osobe koja ih je donela ili njenog emotivnog stanja u datom trenutku.

Svaka odluka bi trebalo da sadrži sledeće elemente:⁴²⁵

1. subjekat, objekat, sistem ili strukturu na koji se ona odnosi i čiji je zadatak da je praktično implementiraju,
2. skup aktivnosti koje je neophodno realizovati u cilju praktične implementacije odluke,
3. sistem ograničenja koji će uticati na donošenje odluke,
4. ciljeve koji se moraju ostvariti tokom realizacije odluke,
5. termine, odnosno vremenske rokove u kojima odluka mora biti realizovana,
6. vremenske i sve druge resurse koji su potrebni za njenu realizaciju, i
7. sistem materijalno-tehničkog i finansijskog obezbeđivanja realizacije odluke.

Svi ljudi svakodnevno donose veliki broj različitih odluka, tako da se sa pravom može reći da potreba za donošenjem odluka postoji u svim sferama života. Uprkos tome što se u preduzećima donose odluke na svim nivoima, najznačajnije su svakako one koje donose menadžeri na najvišim nivoima, pre svega zbog činjenice da one mogu uticati na poslovanje preduzeća, društvenu zajednicu, ali i na veliki broj pojedinaca poput akcionara, zaposlenih, kupaca, dobavljača i sl.

⁴²⁵ Borović. S. (1991), *Organizacijska teorija*, Informator, Zagreb, str. 303.

5.3.1 Vrste odluka

U literaturi postoji veliki broj različitih klasifikacija vrsta odluka. Simon, na primer, sve odluke deli na programirane i neprogramirane.⁴²⁶ **Programirane odluke** se u literaturi mogu sresti i pod brojnim drugim imenima, koja ujedno opisuju i njihove karakteristike, poput rutinskih, generičkih, sporazumnih ili kompromisnih. Neprogramirane odluke su, sa druge strane, jedinstvene, zasnovane na proceni, kreativne, inovativne, inspirativne i mogu se priklagođavati konkretnim situacijama.

Programirane odluke predstavljaju sve one odluke koje se koriste za rešavanje rutinskih problema, u situacijama odlučivanja koje se ponavljaju.⁴²⁷ One su zasnovane na kriterijumima odlučivanja koji se ne menjaju i kod njih je poznat algoritam po kom se proces odlučivanja obavlja. Velika prednost programiranih odluka ogleda se u činjenici da za njih postoje bogata iskustva, nastala na osnovu donošenja istih ili sličnih odluka u prethodnom periodu.

Neprogramirane odluke su karakteristične za situacije koje se ne ponavljaju. U pitanju su nove situacije, odnosno odluke koje se donose po prvi put i za koje ne postoje ranija iskustva. Pri donošenju neprogramiranih odluka ne postoje poznati postupci i modeli za njihovo donošenje, već se svaka situacija rešava individualno.

U praksi se često primenjuje i podela na **rutinske i nerutinske odluke**.⁴²⁸ Za donošenje rutinskih poslovnih odluka su skoro po pravilu zaduženi niži nivoi menadžmenta, dok su nerutinske odluke, po pravilu, u domenu zaduženja menadžera na najvišim nivoima. Opis poslova donosilaca odluka na srednjim nivoima hijerarhije se najčešće sastoji od kombinacije donošenja rutinskih i nerutinskih odluka.

Gor je dodatno modifikovao ovu podelu tako da on odluke klasifikuje kao **rutinske, adaptivne i inovativne**. Rutinske predstavljaju isto što i programirane odluke u Simonovoj podeli. To su odluke koje se donose na osnovu jasno definisanih procedura i ustaljenih kriterijuma odlučivanja. Predmet interesovanja adaptivnih odluka je u mnogo

⁴²⁶ Simon, H. A. (1990), prema: Koontz, H. i Wehrich, H. (1990), *Essentials of Management*, 5th edition, McGraw-Hill, New York, str. 115.

⁴²⁷ Mescon, M., Albert, M., Khedouri, F. (1985), *Management*, Harper and Row, New York, str. 172.

⁴²⁸ Gordon J. R., Mondy, R. W., Sharplin, A. i Premeaux, S R. (1990), *Management and Organizational Behavior*, Allyn and Bacon, Boston, str. 179.

većoj meri problem, nego zadatak, dok inovativne odluke predstavljaju sve one koje sa sobom nose i značajne promene u aktivnostima, pri čemu su one u najvećoj meri usmerene u pravcu promena ciljeva preduzeća i njegove poslovne politike.

Odluke se, na osnovu prirode problema na koji se odnose, mogu podeliti na *strukturirane i nestrukturirane*.⁴²⁹

Pod strukturiranim odlukama se podrazumevaju sve one odluke koje se donose u okvirima određenih struktura i koje su uslovljene tim strukturama. Ove odluke podsećaju na programirane odluke, zato što se u najvećem broju slučajeva donose na nižim hijerarhijskim nivoima i po unapred definisanim procedurama.

Nestrukturirane odluke predstavljaju sve one tokom čijeg procesa donošenja ne postoje stalne uloge ili linije komunikacije. Ove odluke se u najvećem broju slučajeva donose na najvišim nivoima hijerarhije i po svojoj prirodi su identične sa neprogramiranim odlukama.

Na osnovu svoje važnosti i uticaja koji mogu imati na funkcionisanje organizacije u okviru koje se donose, odluke je moguće podeliti na **strateške, taktičke i operativne**.

Strateške odluke su po svojoj prirodi dugoročne, sa sobom nose visoke stope rizika, imaju slabo definisanu strukturu i kontrola njihovog donošenja i realizacije je po pravilu zasnovana na iskustvu. Baš kao što i njihovo ime ukazuje, u pitanju su odluke koje su od najveće važnosti za funkcionisanje organizacije. Kao najznačajnije karakteristike strateških odluka mogu se istaći njihova važnost, odnosno njihov uticaj na funkcionisanje organizacije u dužem vremenskom periodu.

Najznačajnije karakteristike ovih odluka se ogledaju u tome što se uz pomoć njih određuje strategija organizacije i njeni ciljevi u budućem periodu. Donošenje strateških odluka spada u domen nadležnosti menadžera na najvišim nivoima organizacije. Ove odluke sa sobom nose visoke stope rizika i one mogu dovesti do pozitivnih, ali i veoma negativnih posledica po poslovanje preduzeća, ukoliko je načinjen pogrešan izbor.

⁴²⁹ Mescon, M., Albert, M., Khedouri, F. (1985), *Management*, Harper and Row, New York, str. 174.

Strateškim odlukama se definišu granice u okviru kojih je moguće kreirati odluke na taktičkom nivou. Pogrešno donete strateške odluke mogu dovesti do izuzetno velikih negativnih posledica po preduzeće, što sa sobom povlači i izuzetno visok nivo odgovornosti za osobe koje ih donose. Prilikom donošenja strateških odluka, mora se imati na umu njihova složenost i nesigurnost, tako da se mora izbeći korišćenje jednostavnih analogija kad god je to moguće.

Taktičke odluke karakteriše srednjoročna vremenska dimenzija, sa sobom nose srednje, odnosno umerene nivoe rizika, njihova struktura se razlikuje, a kontrola njihovog izvršavanja i realizacije je kvalitativna. Ove odluke su po hijerarhiji ispod strateških i njihov najvažniji zadatak je da pomognu u realizaciji odluka koje su donete na strateškom nivou. Taktičke odluke su po svom karakteru uvek jednodimenzionalne, zato što se donose u okvirima jasno definisane situacije i na osnovu precizno definisanih ciljeva.

Operativne odluke su orijentisane na kraće vremenske rokove, sa sobom nose nizak rizik, imaju dobro definisanu strukturu i kontrolišu se uz pomoć kvantitativnih metoda. Ovo su odluke najnižeg nivoa, uz pomoć kojih se obavlja praktično sprovođenje taktičkih odluka. Najveći deo ovih odluka se donosi na najnižim hijerarhijskim nivoima, mada ih u, dosta manjoj meri, donose i viši nivoi menadžmenta. One su po svom karakteru programirane, koriste se za rešavanje problema koji su rutinski po svojoj prirodi i u najvećem broju slučajeva se ponavljaju.

5.4 Faktori odlučivanja

Prilikom donošenja odluka, donosilac odluke se sreće sa velikim brojem različitih faktora koji mogu uticati na konačan ishod procesa koje on sprovodi. Uprkos tome što se u stručnoj literaturi može naći veliki broj različitih podela faktora odlučivanja, kao dominantna se ističe njihova podela na objektivne i subjektivne faktore.

U najznačajnije objektivne faktore odlučivanja se ubrajaju dostupnost potrebnih informacija, vremenski rok u kom odluka mora biti doneta, raspoloživa sredstva,

odabrani metodi odlučivanja, okolina u kojoj se odlučivanje obavlja, tehnologija, povezanost odluka, lične osobine i sposobnosti donosioca odluke i sl.⁴³⁰

Kao najvažniji subjektivni faktori odlučivanja se ističu informacije koje stoje na raspolaganju donosiocu odluke, njegovo obrazovanje, raspodela moći u okviru organizacije, motivisanost i odgovornost onoga ko odlučuje.⁴³¹

Pošto postoji veliki broj podela faktora odlučivanja, u nastavku su izneti kraći pregledi nekih od najznačajnijih klasifikacija.

Meskon, Alber i Keduri su kao najznačajnije faktore odlučivanja istakli.⁴³²

1. orijentaciju osobe koja donosi odluku,
2. prirodu okruženja u kom se odluka donosi,
3. vremenski period koji donosilac ima na raspolaganju za donošenje odluke,
4. ograničenja u procesu odlučivanja,
5. negativne posledice donetih odluka,
6. međusobne odnose pojedinih odluka.

Doneli, Gibson i Ivančević faktore odlučivanja obrađuju kroz pristupe odlučivanju, ističući da postoji veliki broj pristupa ovoj tematici, pri čemu izbor najboljeg pristupa zavisi od sledećih faktora.⁴³³

1. konkretan problem odlučivanja,
2. vreme koje donosilac odluke ima na raspolaganju,
3. troškovi realizacije pojedinih strategija,
4. intelektualni kapaciteti donosioca odluke.

5.4.1 Objektivni faktori odlučivanja

Faktori odlučivanja se u literaturi mogu sresti i pod drugim nazivima, tako da neki autori za njih koriste i termine *ograničenja* ili *prepreke*. Na ovaj način se ističe činjenica

⁴³⁰ Kockenderfer, M. et al. (2015), *Decision Making Under Uncertainty: Theory and Application*, MIT Lincoln Laboratory Series, Cambridge, Massachusetts, str. 217

⁴³¹ Ibid

⁴³² Mescon, M., Albert, M., Khedouri, F. (1985), *Management*, Harper and Row, New York, str. 184.

⁴³³ Donnelly J. H. jr, Gibson, J. L. i Ivancevich J. M. (1995), *Fundamentals of Management*, 9th edition, Irwin, Chicago, str. 128.

da se donosioci odluka tokom svog rada sreću sa ograničenjima ili preprekama, koje po svojoj prirodi mogu biti objektivne i subjektivne. Neophodno je da donosilac odluke otkrije sva ograničenja i prepreke sa kojima se suočava, kako bi mogao da definiše one aktivnosti koje mu realno stoje na raspolaganju. U zavisnosti od snage ograničenja i prepreka, mogu se definisati dva ekstrema slobode izbora odluke, koji se kreću u rasponu od potpune slobode do potpune neslobode.

Kao najznačajniji objektivni faktori odlučivanja ističu se:⁴³⁴

1. raspoloživa sredstva,
2. dostupne informacije,
3. raspoloživo vreme,
4. okruženje u kom se odluka donosi,
5. procedure odlučivanja,
6. odnos između normativno definisanog i stvarnog procesa odlučivanja,
7. metodi odlučivanja,
8. međusobna povezanost odluka,
9. lična sposobnost donosioca odluke.

Svaki od navedenih faktora odlučivanja ostvaruje uticaj na kvalitet procesa odlučivanja i donetih odluka. Na kvalitet donetih odluka, u većoj ili manjoj meri, utiče svaki od objektivnih faktora, pri čemu sa povećanjem broja faktora koji deluju raste i složenost procesa odlučivanja i težina donošenja najboljih odluka.

Uprkos tome što nije potrebno, a ni praktično izvodljivo, praviti rang listu najznačajnijih faktora odlučivanja, *raspoloživa sredstva* se u velikom broju procesa donošenja odluka izdvajaju kao najznačajniji faktor. Ukoliko donosilac odluke ima dovoljnu količinu raspoloživih novčanih sredstava, on može da kupi dodatne informacije, može da angažuje saradnike, čime sebi obezbeđuje dodatno vreme, i sl.

Raspoloživa sredstva u značajnoj meri mogu ograničiti i broj opcija koje stoje na raspolaganju donosiocu odluke, pre svega zbog činjenice da se on može odlučiti samo za one opcije za koje ima dovoljno sredstava na raspolaganju. Pre otpočinjanja bilo

⁴³⁴ Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević Redžep, N. i Hernaus T. (2014), *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, str. 113.

kakvih aktivnosti odlučivanja, donosilac odluke mora da ima informacije o tome koliko mu sredstava stoji na raspolaganju, kako bi znao koje od raspoloživih opcija može da realizuje u praksi.

Informacije predstavljaju veoma značajan objektivni faktor odlučivanja, pre svega zbog činjenice da je svaki proces odlučivanja uslovljen vrstama i količinom **dostupnih informacija**. Značaj i vrednost informacija posebno raste u uslovima savremenog poslovanja, koje karakterišu globalizacija i veoma visok stepen razvoja telekomunikacija i informatičkih tehnologija. Svako preduzeće tokom svog poslovanja stupa u interakcije sa svojim okruženjem, tokom kojih se, pored proizvoda i usluga, razmenjuju i značajne količine informacija.

Informacije koje se koriste u procesu odlučivanja se mogu podeliti na interne (one unutar preduzeća) i eksterne (one koje potiču van njega). Uprkos tome što su obe navedene kategorije informacija značajne za preduzeće, eksterne su ipak dosta značajnije, zato što uspeh savremenih preduzeća zavisi od kvaliteta, pravovremenosti i raspoloživosti informacija iz okruženja.

Posebno je značajno istaći važnost informacija za procese odlučivanja, pri čemu njihov kvalitet zavisi od sposobnosti donosioca odluke da proceni njihovu vrednost, vremena koje donosilac ima da donese odluku i troškova koji su povezani sa informacijama.⁴³⁵ Racionalno odlučivanje nije moguće obaviti bez raspolaganja pravovremenim i odgovarajućim informacijama. Pri svemu tome, treba imati na umu činjenicu da informacije, baš kao i svi drugi resursi, imaju svoju cenu, tako da donosilac odluke mora da procenjuje odnos njihove vrednosti i cene. Vrednost informacija može da se proceni na osnovu sedam njihovih karakteristika:⁴³⁶

1. pogodnost, odnosno nivo na kom su raspoložive informacije pogodne za proces odlučivanja,
2. kvalitet, pri čemu treba proceniti da li se radi o kvalitetnim ili nekvalitetnim informacijama,

⁴³⁵ Stanford, N. (2007), *Guide to Organization Design*, The Economist Newspaper, London, str. 129.

⁴³⁶ Hodge, B. J. Anthony, W. P. i Glaes, L.M. (2003), *Organization Theory*, 6th edition, Prentice Hall, New Jersey, str. 277.

-
3. raspoloživost, odnosno da li donosilac odluke može doći do informacija koje su mu potrebne,
 4. količina informacija koje stoje na raspolaganju,
 5. pravovremenost, odnosno raspoloživost informacija u trenutku kada se za njima ukaže potreba,
 6. dostupnost, koja se ogleda u tome da li su informacije na raspolaganju u svakom trenutku kada se za njima ukaže potreba,
 7. simbolizam, odnosno njihova simbolička vrednost.

Odnosi između vrednosti informacija i njihove cene mogu biti:⁴³⁷

1. linearni,
2. degresivni,
3. progresivni.

Linearni odnos između vrednosti informacija i njihove cene podrazumeva proporcionalni rast vrednosti informacija i cene koja za njihovo pribavljanje mora da se plati. U slučaju degresije dolazi do bržeg rasta cene informacija u odnosu na cenu koja za njih treba da se plati. Porgresivan rast podrazumeva brži rast cene informacija od povećanja njihove vrednosti, odnosno korisnosti.

Raspoloživo vreme predstavlja specifičan resurs, koji ima poseban značaj za procese odlučivanja. Ono predstavlja jedini resurs koji se troši nezavisno od volje donosioca odluke i koji se ne može nadoknaditi. Vremenski pritisak i krizne situacije mogu značajno da utiču na donosioca odluke i oni dovode do velike verovatnoće donošenja pogrešnih odluka. Ukoliko je donosilac odluke u situaciji da mora u veoma kratkom vremenskom roku da donese odluku, on neće biti u mogućnosti da detaljno sagleda sve opcije koje mu stoje na raspolaganju.

Postoje određene odluke koje su vremenski ograničene i koje moraju da se donesu u određenom roku, pri čemu svaka zakasnela odluka može da se posmatra kao situacija da ona uopšte nije ni doneta.

⁴³⁷ Mescon, M., Albert, M., Khedouri, F. (1985), *Management*, Harper and Row, New York, str. 189.

Značajna pažnja vremenu donošenja odluke mora da se posveti i u situacijama kada odluka kasni. Kašnjenje odluke dovodi do toga da podaci na osnovu kojih se ona donosi protokom vremena gube na vrednosti, odnosno zastarevaju.

Na vreme kao faktor odlučivanja u značajnoj meri utiče i iskustvo kojim raspolaže osoba koja donosi odluku. U zavisnosti od iskustva kojim raspolaže osoba koja donosi odluku i vremena koje joj stoji na raspolaganju za njeno donošenje, razlikuju se četiri situacije odlučivanja, koje su prikazane na Slici 11.



Slika 11: Uticaj iskustva u odlučivanju i raspoloživog vremena na proces odlučivanja⁴³⁸

Kao što se vidi na slici, različite kombinacije vremena koje stoji na rasplaganju donosiocu odluke i nivoa njegovog iskustva dovode i do različitih načina odlučivanja. Racionalno odlučivanje se događa u situacijama kada donosilac odluke na raspolaganju ima dosta vremena i malo iskustva. U situacijama kada donosilac odluke raspolaže sa dosta iskustva, ali pritom ima malo vremena za odlučivanje, on će se odlučiti za donošenje odluke na osnovu svojih iskustava. Ukoliko donosilac odluke raspolaže sa dosta vremena i dosta iskustava, on će se odlučiti na primenu programiranog odlučivanja, dok će u situacijama kada nema ni dovoljno vremena ni iskustava odluku doneti na intuitivan način.

⁴³⁸ Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević Redžep, N. i Hernaus T. (2014), *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, str. 123.

Na proces odlučivanja u značajnoj meri mogu uticati i objektivni faktori, koji su povezani sa **okruženjem u kojem se odluka donosi**. Pod ovim okruženjem se podrazumeva sve ono što se nalazi izvan okvira preduzeća, a s čim ono stupa u kontakt.⁴³⁹ Činioci okruženja koji utiču na odlučivanje su brojni, tako da je potrebno identifikovati samo one koji ostvaruju direktan uticaj na proces donošenja odluke i koji su nezaobilazni.

Veoma značajan element koji utiče na odlučivanje je stabilnost okoline u kojoj se odluka donosi. Način odlučivanja u stabilnim i nestabilnim uslovima okoline se razlikuje u značajnoj meri, a ove razlike su pre svega vidljive u načinima donošenja odluka, postavljenim prioritetima, brzini donetih odluka, verovatnoći ostvarivanja očekivanog događaja i nivou rizika i neizvesnosti odlučivanja.

Bez obzira na vrstu odluke koja se donosi, stabilnost okruženja u značajnoj meri utiče i na prioritete u odlučivanju. U nestabilnim okruženjima je mnogo važnije dobro prepoznavanje prioriteta odlučivanja. Pored toga, stabilna okruženja najčešće dovode do primene racionalnih modela odlučivanja, dok se u nestabilnim okruženjima često primenjuje intuitivno odlučivanje. Nestabilno okruženje po pravilu smanjuje i vreme koje je raspoloživo za donošenje odluka, odnosno zahteva veću brzinu odlučivanja, pri čemu ono sa sobom nosi i znatno više stepene neizvesnosti i rizika u odlučivanju.

Jednostavnost i složenost okoline predstavljaju dve dodatne dimenzije okruženja u okviru kog se donosi odluka. Pod jednostavnim okruženjem se smatra ono okruženje u okviru kog na proces odlučivanja utiče mali broj činilaca, dok se pod složenim okruženjima podrazumevaju ona okruženja u kojima se proces odlučivanja odvija pod uticajem velikog broja činilaca. Odlučivanje je mnogo brže i lakše u jednostavnim okruženjima.

Značajan uticaj na procese odlučivanja, a posebno na kvalitet poslovnog odlučivanja, imaju i **procedure koje se primenjuju prilikom donošenja odluka**. Poželjno je da procedure odlučivanja budu što kraće i jednostavnije, kako bi se omogućilo brzo

⁴³⁹ Litterer, J., (1973), *The Analysis of Organizations*, John Wiley and Sons, New York, str. 422

donošenje odluka i izbegavanje nepotrebnog trošenja resursa na komplikovane procedure. Na izgled i sadržaj procedura odlučivanja u najvećoj meri utiču:⁴⁴⁰

1. vrste odluka koje se donose,
2. donosioci odluka,
3. nivoi na kojima se odluke donose,
4. znanja i sposobnosti donosilaca odluke, i
5. raspoloživo vreme za donošenje odluke.

Procedure odlučivanja zavise i od vrsta odluka koje se donose (operativne, strateške ili taktičke), kao i broja osoba koje su uključene u proces njihovog donošenja (pojedinaac, grupa osoba ili cela organizacija). Složenost procedura odlučivanja zavisi i od toga da li donosilac odluke raspolaže svim potrebnim znanjima, ili mu je neophodna pomoć kako bi doneo odluku.

Postojanje i stepen razlike između normativno definisanog i stvarnog procesa odlučivanja takođe u značajnoj meri utiče na procese odlučivanja. Ova razlika se pre svega ogleda u tome ko bi, u skladu sa organizacijom preduzeća, trebalo da donosi određenu odluku i ko to zaista u praksi i radi.

U situacijama kada postoje značajne razlike između normativnog i stvarnog procesa odlučivanja, često dolazi i do toga da viši nivoi menadžmenta na sebe preuzimaju donošenje odluka koje su namenjene nižim nivoima.

Jedan od veoma značajnih faktora koji utiču na procese odlučivanja je i **međusobna povezanost odluka** koje se donose u okviru preduzeća. Posvećivanje pažnje međusobnoj povezanosti odluka je posebno značajno prilikom odlučivanja na nižim hijerarhijskim nivoima, jer ove odluke moraju da budu u skladu sa odlukama viših nivoa, kojima se kreira okvir za odlučivanje u okviru celog preduzeća.

Sve odluke koje se donose u okviru preduzeća su međusobno povezane u manjoj ili većoj meri, tako da one mogu da se posmatraju kao karike u lancu, koji se proteže od top menadžmenta do najnižih nivoa hijerarhije. Odluke koje se donose na višim

⁴⁴⁰ Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević Redžep, N. i Hernaus T. (2014), *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, str. 127.

hijerarhijskim nivoima preduzeća predstavljaju okvire u kojima mogu da se kreiraju odluke na nižim nivoima odlučivanja.

Povezanost odluka u okviru nekog preduzeća može da se posmatra kao horizontalna i vertikalna povezanost. Horizontalna povezanost odluka podrazumeva one odluke koje se donose na istom hijerarhijskom nivou u okviru organizacije, pri čemu ove odluke moraju međusobno da uslovljavaju jedna drugu. Vertikalna povezanost odluka uključuje one odluke koje se donose na različitim hijerarhijskim nivoima u okviru preduzeća.

Veoma je značajno da se prilikom donošenja odluka u okviru preduzeća obrati pažnja na to da nova odluka ne utiče negativno na prethodno donete odluke. Prilikom donošenja odluka, treba imati na umu da nisu sve odluke koje se donose u okviru jednog hijerarhijskog nivoa od istog značaja za preduzeće. Ipak, ukoliko se radi o preduzeću u kome se poštuje hijerarhijska struktura, na višim nivoima se donosi više strateških, važnijih odluka, dok se na nižim nivoima hijerarhije većinom donose rutinske odluke. Na osnovu svega iznetog, zaključak je da odlučivanje ima hijerarhijski karakter i da na kvalitet donetih odluka u značajnoj meri utiče i hijerarhija u odlučivanju, čija uloga i značaj moraju da se poštuju.

Lična sposobnost donosioca odluke, po mišljenju mnogih eksperata, predstavlja najznačajniji faktor koji utiče na proces odlučivanja. Bez obzira na želju da donesu najbolju odluku i napore koje ulože u ostvarenje ovog cilja, donosioci odluke koji nisu dovoljno sposobni da obave ovaj zadatak neće biti u stanju da donesu najbolju moguću odluku.

Sposobnost neke osobe da donosi prave odluke zavisi od velikog broja faktora, od kojih su najznačajniji:⁴⁴¹

1. znanja kojima ona raspolaže,
2. iskustvo u donošenju odluka,
3. sposobnost analize i sinteze,
4. sposobnost razumevanja problema,
5. karakteristike ličnosti donosioca odluke.

⁴⁴¹ Gordon J. R., Mondy, R. W., Sharplin, A. i Premeaux, S. R. (1990), *Management and Organizational Behavior*, Allyn and Bacon, Boston, str. 178.

Iskustvo osobe nije jednako značajan faktor u svakoj situaciji odlučivanja, pošto ono drastično gubi na značaju u situacijama kada se radi o odlukama koje se donose u nepoznatim ili novim situacijama. Donošenje odluka isključivo na osnovu iskustva ima značajan broj mana, od kojih se kao najznačajnije mogu izdvojiti:

1. iskustveno učenje je u najvećem broju slučajeva prepušteno slučaju,
2. činjenica da donosilac odluke raspolaže određenim iskustvom ne mora po automatizmu da znači i da je on stekao određena znanja na osnovu iskustva,
3. iskustvom se mogu naučiti i pogrešne stvari, koje negativno utiču na donošenje odluka,
4. sadržaj onoga što se može naučiti na osnovu iskustava je ograničen njima samima,
5. svet se menja, tako da ono što se nekada pokazalo kao dobro, ne mora da ima isti efekat i u uslovima koji su se u međuvremenu promenili.

5.4.2 Subjektivni faktori odlučivanja

Na kvalitet donetih odluka, osim objektivnih faktora koji su prethodno navedeni, u značajnoj meri utiču i subjektivni faktori, od kojih se kao najznačajniji mogu istaći:

1. raspolaganje kvalitetnim i objektivnim informacijama od strane donosioca odluke,
2. nivo opšteg obrazovanja donosioca odluke,
3. odgovornost za odluke o kojima se odlučuje,
4. nivo motivisanosti donosioca odluke, i
5. raspodela moći i uticaja u okviru organizacije.

Uticaj subjektivnih faktora na proces poslovnog odlučivanja i kvalitet donetih odluka se ne može utvrditi na egzaktan i jasno merljiv način, ali je svakako jasno da on nije mali, niti može biti zanemaren. Subjektivni faktori mogu dvojako uticati na proces poslovnog odlučivanja i kvalitet donetih odluka. Ovaj uticaj može biti pozitivan i negativan. Da bi se obezbedilo kvalitetno i neometano donošenje odluka, veoma je važno da obrazovanje, motivisanost i informisanost donosioca odluke budu na zadovoljavajućem nivou.

Kao što se može videti, za kvalitetno odvijanje procesa poslovnog odlučivanja nije dovoljno da neki od navedenih faktora postoji, već je veoma važan i nivo i kvalitet uticaja koji oni ostvaruju. Prilikom procesa odlučivanja, donosioci odluka se mogu susresti sa određenim preprekama, koje u značajnoj meri mogu negativno uticati na efekte izabranih opcija. Kao najvažnije prepreke efikasnom odvijanju procesa odlučivanja mogu se istaći:⁴⁴²

1. vizija tunela, koja predstavlja oblik mentalnog slepila koje je posledica predrasuda koje donosilac odluka ima,
2. prebrzo donošenje odluka, koje u određenim situacijama dovodi do pogrešne odluke koju donosilac ponovo analizira i na taj način gubi objektivnost svog delovanja,
3. odabir favorizovane opcije, nakon čega donosilac sve ostale opcije posmatra u cilju pokušaja pronalaženja razloga za izbor svoje omiljenije opcije, i
4. nedostatak kreativnosti predstavlja najvažniju i najozbiljniju prepreku sa kojom se osoba koja donosi neku odluku može susresti.
5. obrazovanje donosioca odluke,
6. informisanost donosioca odluke,
7. motivisanost donosioca odluke,
8. odgovornost za donete odluke, i
9. raspodela moći i uticaja.

Nivo opšteg **obrazovanja donosioca odluke**, a posebnog onog koje je neophodno za poslovno odlučivanje, predstavlja jedan od najznačajnijih subjektivnih faktora odlučivanja. Potrebna znanja za donošenje odluka se u značajnoj meri razlikuju u zavisnosti od položaja donosioca odluke u okviru hijerarhije, kao i od važnosti same odluke. Znanje, odnosno obrazovanje kojim donosilac odluke raspolaže, predstavlja ključni faktor za donošenje kvalitetnih poslovnih odluka. Uprkos tome što nije moguće definisati jasnu hijerarhiju značaja subjektivnih faktora odlučivanja, sasvim je jasno da se znanja, koja se stiču putem obrazovanja, ističu kao jedan od najznačajnijih faktora.

⁴⁴² Gordon J. R., Mondy, R. W., Sharplin, A. i Premeaux, S R. (1990), *Management and Organizational Behavior*, Allyn and Bacon, Boston, str. 193.

Osoba koja ne raspolaže odgovarajućim znanjima nije sposobna da kvalitetno shvati informacije na osnovu kojih bi trebalo da donese odluku, pa samim tim nije sposobna ni da se bavi poslovima odlučivanja.

Značaj znanja i obrazovanja najbolje ilustruju rezultati istraživanja koje je obavljeno u Hrvatskoj, na uzorku od 386 lokalnih menadžera.⁴⁴³ Skoro četvrtina menadžera (24%) je istakla da je za kvalitetno odlučivanje najznačajnija „dobra i stručna priprema odluka“, a subjektivni faktori odlučivanja su zatim razvrstani, po svojoj važnosti, na sledeći način:

1. dobra i objektivna informisanost (22%),
2. odgovornost za odlučivanje (18%),
3. opšte obrazovanje i obrazovanje za poslove odlučivanja (13%),
4. motivisanost za odlučivanje (12%), i
5. pravilna raspodela moći i uticaja u okviru organizacije (11%).

Kao što se može videti iz rezultata istraživanja, subjektivnim faktorima odlučivanja dodeljeno je čak 76% važnosti, od čega 13% nose opšte obrazovanje i obrazovanje za poslove odlučivanja, čime je ono pozicionirano među srednje značajne subjektivne faktore odlučivanja.

Nivo informisanosti donosioca odluke ima značajno mesto među subjektivnim faktorima odlučivanja, pre svega zbog činjenice da informisanost nije cilj sama po sebi, ona samo treba da služi kao pomoć prilikom donošenja odluka. Izostanak informacija predstavlja jedan od najznačajnijih faktora procesa odlučivanja.

Kvalitet sistema informisanja u okviru organizacija na direktan način utiče i na kvalitet donetih odluka. Kvalitet donetih odluka je u direktnoj vezi sa činjenicom da li su informacije na osnovu kojih su one donete dovoljne, delimično dovoljne ili nedovoljne za potrebe procesa odlučivanja. Donosilac odluke mora raspolagati informacijama koje oslikavaju suštinu problema za koji se traži rešenje.

⁴⁴³ Sikavica, P., Bahtijarević-Šiber, F. (2004), Menadžment – Teorija menadžmenta i veliko empirijsko istraživanje u Hrvatskoj, Masmedia, Zagreb, str. 336.

Da bi neka informacija zaista predstavljala koristan element procesa odlučivanja neophodno je da ona ispuni sledeće preduslove:⁴⁴⁴

1. aktuelnost,
2. istinitost,
3. razumljivost,
4. jasnost.

Ukoliko bilo koji od navedenih preduslova nije ispunjen, informacija se onda ne može smatrati informacijom. Kvalitetan sistem informisanja podrazumeva da donosioci odluka moraju biti kvalitetno informisani tokom svih faza procesa odlučivanja, a ne samo u trenutku donošenja odluke.

Učesnici već pomenutog istraživanja su dali sledeće odgovore na pitanja o tome da li su im informacije koje im stoje na raspolaganju dovoljne za odlučivanje.⁴⁴⁵ Više od polovine menadžera, odnosno njih 59%, izjavilo je da raspolaže sa dovoljno informacija koje su im potrebne za odlučivanje. Skoro trećina menadžera (31%) smatra da informacije koje dobijaju nisu potpune, dok njih 10% ima stav da su informacije kojima raspolažu nedovoljne za odlučivanje.

Motivisanost donosilaca odluke predstavlja veoma značajan subjektivni faktor procesa odlučivanja. U situacijama kada donosioci odluka raspolažu obrazovanjem i znanjem potrebnim za odlučivanje i kada su im na raspolaganje sve potrebne informacije, na snagu stupa još jedan veoma značajan subjektivni faktor odlučivanja, njihova motivisanost. Uprkos tome što se na prvi pogled može učiniti da su svi menadžeri motivisani da odlučuju, pre svega zbog toga što je jedan od njihovih najznačajnijih poslova, stepen njihove motivisanosti nije isti i pre svega zavisi od centralizacije odlučivanja, poštovanja hijerarhijske strukture organizacije i raspodele moći u okviru nje.

Motivisanost za odlučivanje se nalazi na pretposlednjem, četvrtom mestu po značaju subjektivnih faktora u ranije spomenutom istraživanju, sa ukupno 12%. Činjenica da su

⁴⁴⁴ Novak, M. (1976), *Organizacija rada u socijalizmu*, Informator, Zagreb, str. 118.

⁴⁴⁵ Sikavica, P., Bahtijarević-Šiber, F. (2004), *Menadžment – Teorija menadžmenta i veliko empirijsko istraživanje u Hrvatskoj*, Masmedia, Zagreb, str. 342.

svi subjektivni faktori odlučivanja međusobno povezani, u svakom slučaju daje veću specifičnu težinu ovom faktoru nego što bi se to moglo naslutiti po odgovorima ispitanika.

Budućnost preduzeća u značajnoj meri zavisi i od kvaliteta donetih odluka i upravo iz tog razloga proizilazi zapaženo mesto **odgovornosti za donete odluke** među činiocima odlučivanja. Od svih menadžera, a posebno onih na višim niovima hierarhije, očekuje se da se izuzetno odgovorno ponašaju prilikom donošenja odluka.

Odgovornost se može definisati kao obaveza obavljanja zadataka uz zadovoljavajuća rešenja.⁴⁴⁶ Odgovornost u okviru svake organizacije mora biti izuzetno jasno definisana, pri čemu svaki od njenih članova mora imati svest o sopstvenoj odgovornosti. Pošto je donošenje odluka najznačajniji zadatak koji menadžeri obavljaju, to je i odgovornost za odluke njihova najznačajnija odgovornost.

Svako radno mesto u okviru preduzeća sa sobom nosi i određeni nivo odgovornosti za donošenje odluka, pri čemu je ona veća ukoliko se radi o rukovodećim radnim mestima. Raspon odgovornosti predstavlja broj osoba koje su, na posredan ili neposredan način, podređene nekom rukovodiocu. Odgovornost za odluke mora biti jasno definisana u svim fazama procesa odlučivanja, pri čemu treba imati na umu da će njen nedostatak u bilo kojoj od faza ovog procesa dovesti do negativnih posledica po celokupan proces odlučivanja. Odgovornost za odluke se, sa 18% odgovora, nalazi na drugom mestu istraživanja, odmah iza dobrog i objektivnog informisanja.

Moć i uticaj, kao subjektivni faktori odlučivanja, direktno su povezani sa ovlašćenjima, uprkos činjenici da postoje i slučajevi u kojima neka osoba ima mnogo veću moć od one koja joj formalno pripada. Ovlašćenje predstavlja ograničeno pravo korišćenja sredstava kojima organizacija raspolaže i usmeravanja njenih članova u željenom pravcu.⁴⁴⁷ Raskorak između moći i uticaja se pojavljuje kao posledica činjenice da se ovlašćenje odnosi na poziciju u okviru organizacije, a ne na osobu koja zauzima određeno mesto.

Moć i uticaj na odlučivanje koje neka osoba ima na osnovu svog položaja, ne moraju da iskazuju i njenu realnu moć ili uticaj. Veoma je važno napraviti razliku između pojmova

⁴⁴⁶ Mescon, M., Albert, M., Khedouri, F. (1985), *Management*, Harper and Row, New York, str. 283.

⁴⁴⁷ Mescon, M., Albert, M., Khedouri, F. (1985), *Management*, Harper and Row, New York, str. 184.

moći i uticaja, koji se često nepravedno izjednačavaju. Moć predstavlja potencijalni uticaj, dok se uticaj može posmatrati kao konkretizovana moć. Poređenjem značenja pojmova ovlašćenja, moći i uticaja dolazi se do zaključka da ovlašćenje predstavlja potencijalnu moć koja proističe iz položaja neke osobe, moć označava njen potencijalni uticaj, dok se pod uticajem podrazumeva konkretno realizovana moć.

5.5 Vrste odlučivanja

Odlučivanje predstavlja proces koji svaka osoba neprestano obavlja tokom celog svog životnog veka. Svaka osoba se svakog dana susreće sa velikim brojem situacija u kojima mora da donese neku odluku. Razvoj modernih računarskih i telekomunikacionih tehnologija savremenom čoveku nameće mnogo veći broj situacija u kojima se mora doneti neka odluka, nego što je to bio slučaj u prošlosti.

Praktična primena procesa donošenja odluka je dovela do njihove podele na tri vrste, koje se u značajnoj meri razlikuju po svojoj složenosti, primeni i karakteristikama. Odlučivanje se može podeliti na:

1. privatno odlučivanje,
2. poslovno odlučivanje, i
3. menadžersko odlučivanje.

5.5.1 Privatno odlučivanje

Privatno odlučivanje obuhvata sve one odluke koje neka osoba donosi u vezi sa svojim ličnim životom, porodicom i prijateljima. Najveći deo privatnih odluka je veoma lak za donošenje, zato što se radi o rutinskim odlukama koje se svakodnevno donose u okviru okruženja koja ne karakterišu prevelike promene.

Postoje i određene kategorije privatnih odluka koje su mnogo teže za donošenje, pre svega zbog činjenice da se ne donose često, ali i zbog značajnih posledica koje one sa sobom mogu nositi. U ove kategorije spadaju odluke poput izbora bračnog partnera, napuštanja radnog mesta, preseljenja u drugu državu, otpočinjanja sopstvenog preduzetničkog poduhvata i sl.

Rutinske, svakodnevne privatne odluke sa sobom nose posledice koje su u velikoj većini slučajeva potpuno beznačajne. Za razliku od njih, posledice značajnih privatnih odluka mogu biti veoma velike i one, po pravilu, ostavljaju dugotrajne, a ponekad čak i trajne posledice na osobe na koje utiču. Veliki problem kod donošenja značajnih privatnih odluka ogleda se u činjenici da su one u velikom broju slučajeva povezane i sa određenim ograničenjima sa kojima se donosilac odluka susreće. Većina roditelja bi, na primer, najviše volela da svoje dete upiše na neki od vodećih svetskih fakulteta i da mu na taj način obezbedi dobru startnu poziciju na početku poslovne karijere. Ovo bi bila odluka većine donosilaca odluka u situaciji kada bi raspolagali dovoljnom količinom novca da to i urade. Nažalost, pošto ogromna većina roditelja to ne može finansijski da podnese, oni će prilikom donošenja odluke o izboru fakulteta za svoje dete morati da uzmu u obzir i finansijsko ograničenje, odnosno svoje realne finansijske mogućnosti. Privatno odlučivanje se u praksi veoma često može okarakterisati kao aktivnost koja pokušava da uskladi velike želje i male mogućnosti osobe koja donosi odluku.

Privatne odluke se u najvećem broju slučajeva, posebno kada se radi o onim svakodnevnim, zasnivaju na intuiciji osobe koja ih donosi. Intuicija se u praksi pokazala kao izuzetno dobar i efikasan način za donošenje rutinskih privatnih odluka, koje ne ostavljaju veće posledice po donosioca. Privatne odluke koje su od velikog značaja za osobu koja ih donosi i ljude oko njega se ne smeju donositi isključivo uz pomoć intuicije, zato što su one mnogo kompleksnije i sa sobom nose mnogo veće posledice, kako za donosioca odluke, tako i za njegovu užu i širu porodicu i prijatelje.

Nezavisno od toga da li se radi o jednostavnim ili složenim odlukama, privatno odlučivanje uvek predstavlja proces koji nije jednostavan za sprovođenje. Donosilac odluke se suočava sa velikim brojem pitanja na koja mora pronaći odgovore. Među najznačajnije odgovore na krucijalna pitanja prilikom donošenja privatnih odluka se ubrajaju.⁴⁴⁸

1. doneti odluku,
2. ne doneti odluku,
3. možda doneti odluku, i

⁴⁴⁸ Hoch J. S., Kunreuther, C.H. i Gunther, E. R. (2001), *Wharton and Making Decisions*, John Wiley and Sons, New York, str. 15.

-
4. možda doneti, a možda i ne doneti odluku.

Izbor neke od navedenih opcija će u najvećem broju slučajeva predstavljati rezultat procesa intuitivnog privatnog odlučivanja.

5.5.2 Poslovno odlučivanje

Poslovne odluke se od privatnih odluka razlikuju na osnovu dva veoma značajna kriterijuma:

1. za razliku od privatnih odluka koje se najčešće donose na bazi intuicije, poslovne odluke zahtevaju primenu naučnih metoda i pažljivu analizu svih potencijalnih posledica koje one sa sobom mogu doneti, i
2. privatne odluke utiču na donosioca odluke i na manji broj osoba iz njegovog okruženja, dok poslovne odluke utiču na manji ili većih broj osoba koje su zaposlene u nekom preduzeću, pri čemu se njihov uticaj u nekim situacijama može proširiti i na nacionalni, pa čak i globalni nivo.

Donošenje poslovnih odluka, odnosno odlučivanje o pitanjima koja se odnose na posao, zahteva mnogo veći nivo sistematičnosti, zbog njihovog uticaja na veći broj osoba nego što je slučaj sa privatnim odlukama.⁴⁴⁹ Važnost odlučivanja se povećava sa rastom hijerarhijskog nivoa donosioca odluke u okviru preduzeća, pri čemu raste i raspon odgovornosti (broj osoba na koje određena osoba utiče), što za posledicu može imati mnogo veće posledice loše donetih odluka.

Ukoliko, na primer, top menadžment odabere pogrešnu strategiju razvoja preduzeća, ova odluka može dovesti do izuzetno velikih i dugotrajnih negativnih posledica, ne samo za osobe koje su donele pogrešnu odluku, već i za preduzeće kao celinu. Pogrešna odluka koju je doneo izvršilac na proizvodnoj liniji, na primer, odnosiće se samo na njega i na osobe iz njegovog najbližeg okruženja, pri čemu je verovatnoća da će celo preduzeće snositi posledice njegove greške izuzetno mala.

⁴⁴⁹ Mescon, M., Albert, M., Khedouri, F. (1985), *Management*, Harper and Row, New York, str. 169.

Odlučivanje se obavlja u svim vrstama poslova i u svim organizacijama.⁴⁵⁰ Ne postoji osoba u okviru bilo kog preduzeća koja na svom radnom mestu ne donosi odluke. Razlika između pojedinih donosilaca poslovnih odluka se ogleda u broju odluka koje donose, u značaju donetih odluka i u potencijalnim posledicama koje odluke sa sobom mogu nositi. Sa aspekta značaja i broja donetih poslovnih odluka moguće je razlikovati:

1. menadžerska i izvršilačka radna mesta, i
2. radna mesta višeg i nižeg nivoa menadžmenta.

Donosioci odluka na menadžerskim radnim mestima veći deo svog radnog vremena provode na poslovima odlučivanja, dok donosioci odluka na izvršilačkim radnim mestima veći deo svog radnog dana provode u obavljanju izvršnih poslova, pri čemu su kod njih aktivnosti donošenja odluka zastupljene na marginalnom nivou.

Menadžeri koji se nalaze na najvišim nivoima hijerarhije donose odluke o strateškim pitanjima koja su od najvećeg značaja za preduzeće, dok će donosioci odluka na nižim nivoima menadžmenta odlučivati o operativnim odlukama koje imaju rutinski karakter i često se ponavljaju.

5.5.3 Menadžersko odlučivanje

Menadžersko odlučivanje predstavlja segment poslovnog odlučivanja i ono obuhvata samo one poslovne odluke koje se donose od strane menadžera. Menadžersko odlučivanje predstavlja dinamičan proces, pod kojim su obuhvaćeni svi oblici organizacionih aktivnosti. U poslovnom odlučivanju učešće uzimaju različiti donosioci odluka, počev od menadžera najvišeg nivoa, preko srednjih i nižih nivoa menadžmenta, pa sve do radnika koji obavljaju operativne poslove u preduzeću.

Menadžerske odluke su manje brojne od poslovnih odluka, pre svega zbog činjenice da se najveći broj poslovnih odluka u preduzećima odnosi na operativna i rutinska pitanja. Uprkos tome, one su mnogo značajnije od odluka koje se donose na nižim nivoima hijerarhije, pre svega zbog činjenice da one imaju ubedljivo najveći značaj za preduzeće.

⁴⁵⁰ Gordon J. R., Mondy, R. W., Sharplin, A. i Premeaux, S R. (1990), *Management and Organizational Behavior*, Allyn and Bacon, Boston, str. 173.

Odlučivanje predstavlja aktivnost kroz koju menadžment ostvaruje svoju funkciju u preduzeću. Menadžersko odlučivanje se bavi i pitanjima odluka koje se odnose na poslovne funkcije preduzeća poput prodaje, marketinga, nabavke, proizvodnje i sl. Menadžeri su zaduženi za koordinaciju poslovanja svake od ovih funkcija i u njihov domen posla spada i donošenje velikog broja odluka.

Menadžersko odlučivanje predstavljaju najvažniju veštinu kojom menadžeri moraju raspolagati, zato što od kvaliteta njihovih odluka zavisi poslovni uspeh preduzeća i njegova budućnost. Odlučivanje predstavlja jedinu aktivnost koja je karakteristična za menadžere i koja menadžment razlikuje od svih drugih aktivnosti u preduzeću. Odlučivanje predstavlja najznačajniji deo posla menadžera, a bez dobrog odlučivanja ne može postojati ni efikasan menadžment.

U zavisnosti od toga da li imaju ili nemaju sklonost ka odlučivanju, moguće je razlikovati tri osnovne vrste menadžera.⁴⁵¹

1. menadžeri koji teže da izbegavaju probleme su osobe koje pokušavaju da ignorišu informaciju o nastanku problema i koje ne žele da se nose sa njom,
2. menadžeri koji rešavaju probleme u istom trenutku kada postanu upoznati sa njihovim postojanjem,
3. menadžeri koji traže probleme predstavljaju najpoželjniju vrstu menadžera u organizacijama, jer oni aktivno rade na identifikovanju problema i pronalaze načine za njihovo rešavanje, oni su proaktivni u svom delovanju, pokušavajući da reše problem pre nego što se on uopšte i pojavi.

Da bi se osigurao kvalitet menadžerskih odluka, neophodno je da menadžeri koji ih donose obezbede odgovore na sledećih pet pitanja:⁴⁵²

1. da li sam jasno definisao ciljeve koje želim da ostvarim?
2. da li posedujem dovoljno informacija da bih doneo kvalitetnu odluku?
3. koje mi sve opcije stoje na raspolaganju da rešim problem?

⁴⁵¹ Harrison, E. F. (1999), *The Managerial Decision-Making Process*, 5th edition, Houghton Mifflin Company, Boston, str. 462.

⁴⁵² Adair, J. (1985), *Effective Decision-making*, Pan Books, London, str. 153.

-
4. da li sam na kvalitetan način procenio sve mogućnosti koje mi stoje na raspolaganju?
 5. da li se odluka koju sam doneo i dalje čini kao dobra, nakon što sam otpočeo sa njenom implementacijom?

Ukoliko se na svih pet pitanja dobija potvrđan odgovor, odluka koju je menadžer doneo je kvalitetna. U situacijama kada se na neko od navedenih pitanja ne može dobiti potvrđan odgovor, kvalitetna odluka može biti isključivo posledica slučajnosti, što se u praksi i ne događa baš često.

5.6 Individualno i grupno odlučivanje

Sve odluke, bilo da su one poslovne ili privatne po svom karakteru donose pojedinci ili grupe ljudi. Na osnovu toga ko donosi odluke proces odlučivanja se može podeliti na individualno (pojedinačno) i grupno odlučivanje.⁴⁵³

U poslovnom odlučivanju, konkretan način odlučivanja koji će biti primenjen u značajnoj meri zavisi i od vrste odluka koje se donose. Odluke koje su po svojoj prirodi operativne ili rutinske se najčešće donose primenom individualnog odlučivanja, dok se taktičke i strateške odluke, zbog svog značaja koje imaju po poslovanje kompanije, najčešće donose grupno.

Izbor između individualnog i grupnog odlučivanja u značajnoj meri zavisi i od nivoa složenosti problema o kom se odlučuje. Jednostavne odluke se najčešće donose uz pomoć individualnog odlučivanja, dok se prilikom donošenja složenih odluka po pravilu primenjuje grupno odlučivanje. Ova podela predstavlja samo opšte pravilo od kog se često odustaje u realnom poslovnom odlučivanju, posebno u situacijama kada se neka odluka, ma koliko ona složena bila, mora doneti u veoma kratkom roku.

Izbor između individualnog i grupnog odlučivanja se obavlja na osnovu velikog broja kriterijuma, od kojih su najznačajniji.⁴⁵⁴

- vrsta odluke koju treba doneti,

⁴⁵³ Hwang, C.L. i Zoon, K. (1981), *Multiple Attribute Decision Making-Methods and Applications*, Springer-Verlag, Berlin

⁴⁵⁴ Hwang, C.L. i Zoon, K. (1981), *Multiple Attribute Decision Making-Methods and Applications*, Springer-Verlag, Berlin

-
- nivo znanja i veštine osoba koje su uključene u proces odlučivanja,
 - raspoloživo vreme za donošenje odluke, i
 - vrsta procesa odlučivanja.

5.6.1 Individualno odlučivanje

Individualno odlučivanje se obavlja u svim onim situacijama kada odluku donosi pojedinac. Najvažnija razlika između individualnog i grupnog odlučivanja se ogleda u broju osoba koje učestvuju u procesu donošenja odluke, a ova razlika dovodi i do razlika u načinu odlučivanja i vremenskoj dužini trajanja procesa donošenja odluke.

Uprkos činjenici da bi individualno odlučivanje trebalo biti brže od grupnog, postoje i pojedinci koji veoma sporo donose odluke, pa samim tim i proces individualnog odlučivanja biva mnogo sporiji i od grupnog. Brzina donošenja odluke u najvećoj meri zavisi od znanja kojim donosilac odluke raspolaže i njegovih sposobnosti, ali i o njegovom karakteru.

Individualno poslovno odlučivanje se najčešće primenjuje prilikom rešavanja jednostavnih situacija za koje je dovoljno manje znanja. Pored toga ono je veoma korisno i u situacijama kada se odluka mora doneti u kratkom roku ili u situacijama kada odluka nije od većeg značaja.

Praksa je pokazala da individualno odlučivanje predstavlja bolji izbor u situacijama kada:⁴⁵⁵

- odluka mora biti doneta u kratkom roku, pri čemu je individualno odlučivanje mnogo efikasnije od grupnog,
- je za donošenje odluka potrebno specijalizovano znanje kojim raspolaže jedna osoba, pri čemu bi grupno odlučivanje samo bespotrebno iskomplikovalo proces,
- se donose odluke koje spadaju u domen poslovne tajne, i
- je za realizaciju odluke odgovorna samo jedna osoba, zbog čega je logično da je ona sama i donese.

⁴⁵⁵ Goodwin, P. i Wright, G. (2004), *Decision Analysis for Management Judgement*, John Wiley & Sons, New York, str. 21.

Posmatrano iz ugla pristupa procesu odlučivanja, postoje četiri vrste donosilaca odluka.⁴⁵⁶

- iracionalne osobe koje donose odluke na osnovu nesvesnih motiva koji su zasnovani na njihovoj nesigurnosti, strahovima i nelagodnostima,
- kreativne osobe koje prilikom odlučivanja koriste svoj ego, pri čemu su odluke koje donose zasnovane na želji za ličnim razvojem i afirmacijom, čak i u situacijama kada je to na štetu drugih osoba,
- racionalne (ekonomske) osobe koje svoje odluke zasnivaju na potpunim informacijama i ekonomskim motivima, pri čemu oni pokušavaju da donesu najracionalniju odluku, poznajući istovremeno sve opcije i njihove posledice, i
- administrativne osobe koje odlučuju u uslovima ograničene racionalnosti, tražeći pritom najprihvatljiviju opciju, odnosno zadovoljavajuće rešenje nekog problema.

5.6.2 Grupno odlučivanje

Grupno odlučivanje predstavlja oblik poslovnog odlučivanja u kom odluke donose grupe osoba koje su formirane na osnovu različitih kriterijuma. Osnova za kreiranje grupa donosilaca odluka može biti vlasništvo nad kompanijom, funkcije koje osobe zauzimaju u organizacionoj strukturi, rad na zajedničkim poslovima i sl.⁴⁵⁷

U procese grupnog odlučivanja je uključen veći broj aktera, ono u najvećem broju slučajeva traje duže od individualnog odlučivanja. Veći broj osoba koje donose odluke sa jedne strane povećava demokratičnost samog procesa, dok sa druge strane čini sam proces odlučivanja sporijim i povećava njegove troškove.

Kao najvažnija karakteristika grupnog odlučivanja ističe se činjenica da odluke donosi dve ili više osoba, odnosno da je u pitanju proces koji se odvija u okviru manje ili veće grupe ljudi. Na efikasnost procesa grupnog odlučivanja u najvećoj meri utiču sledeći faktori:

⁴⁵⁶ Ibid, str. 23.

⁴⁵⁷ Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević Redžep, N. i Hernaus T. (2014), *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, str. 443.

-
- veličina grupe osoba koja donosi odluku, a koja bi trebala da bude optimalna,
 - status grupe u okviru organizacije, pri čemu viši status sa sobom nosi i veću kohezivnost grupe koja donosi odluku,
 - uspešnost članova koji sačinjavaju grupu,
 - ciljevi grupe koji moraju omogućiti i njenim članovima da ostvare svoje lične ciljeve,
 - stabilni odnosi koji dovode do povećanja nivoa kohezije u okviru grupe,
 - okolina koja mora pozitivno delovati na efikasnost rada grupe,
 - homogenost grupe koja se povećava u situacijama kada su njeni članovi slični po svojim karakteristikama,
 - konkurencija među grupama pozitivno utiče na njihovu homogenost, posebno ukoliko se veći broj grupa u okviru organizacije takmiči za iste resurse,
 - interna konkurencija među članovima grupe može dovesti do smanjenja njene homogenosti, i
 - komunikacija koja je u pozitivnoj korelaciji sa homogenošću grupe.

5.6.2.1 Tehnike grupnog odlučivanja

Obzirom da kod individualnog odlučivanja samo jedna osoba donosi odluku kao logičan se nameće zaključak da kod njega nema potrebe za razvojem posebnih tehnika donošenja odluka. Grupno odlučivanje je mnogo složeniji proces, u koji je uključen manji ili veći broj osoba čiji se rad mora organizovati, usmeravati i voditi. Postoji veliki broj tehnika grupnog odlučivanja, od kojih se kao najznačajnije moguće istaći:⁴⁵⁸

- oluja mozgova,
- tehnika nominalne grupe, i
- Delfi tehnika.

Oluja mozgova

Oluja mozgova (enlg. Brainstorming) predstavlja tehniku grupnog odlučivanja koja se zasniva na intenzivnim razgovorima među članovima grupe koji donose odluku. Tokom

⁴⁵⁸ Yoon, K. (1987), A reconciliation among discrete compromise solutions, *Journal of the Operational Research Society*, 38(3), str. 277. – 288.

ovih razgovora razvijaju se ideje uz pomoć kojih članovi grupe iznose načine za rešavanje problema, bez obzira na njihovu praktičnu izvodljivost. Veoma je značajno da se obezbedi klima u kojoj je svaka ideja dobrodošla jer je to jedini način da se u potpunosti iskoristi kreativnost članova grupe. Osobe koje donose odluke moraju biti oslobođene od straha od negativnih reakcija ostalih članova grupe, autocenzure, nelagodnosti u vezi sa načinom na koji će drugi članovi grupe reagovati na njihov predlog i sl.⁴⁵⁹

Oluja mozгова se može primeniti u svim fazama procesa odlučivanja, pri čemu je njena praktična primena pokazala da je ona najkorisnija ukoliko se primeni na samom početku procesa odlučivanja. Posebno je značajna u situacijama kada se donose strateške odluke, kao i u situacijama kada se traži veliki broj potencijalnih opcija za rešavanje nekog problema.

Kao najznačajnije prednosti oluje mozгова mogu se istaći smanjivanje zavisnosti od jednog autoriteta, ohrabrivanje članova grupe da javno iznose svoje ideje, obezbeđivanje maksimalnih efekata u kratkom vremenskom periodu, neiznošenje mišljenja o datim idejama i sl. Kao najznačajniji nedostatak ove tehnike se smatra činjenica da ona ne predstavlja ni efikasan ni efektivan način razvoja novih ideja.⁴⁶⁰

Tehnika nominalne grupe

Prilikom primene tehnike nominalne grupe članovi razvijaju ideje, pri čemu se akcenat stavlja na ohrabrivanju njihove kreativnosti. Grupa ima zadatak da pomogne u prezentovanju novih ideja, da ih oceni i na kraju odabere najbolju od njih koja će ujedno predstavljati i rešenje problema.⁴⁶¹ Za razliku od oluje mozгова, ova tehnika se pokazala kao jednako efikasna u svim fazama procesa odlučivanja. Kao i oluja mozгова, i ova tehnika pospešuje kreativnost svakog člana grupe, pri čemu svako od njih radi nezavisno, a grupu formiraju samo nominalno, zbog čega i potiče njen naziv.

⁴⁵⁹ Goodwin, P. i Wright, G. (2004), *Decision Analysis for Management Judgement*, John Wiley & Sons, New York

⁴⁶⁰ Yoon, K. (1987), A reconciliation among discrete compromise solutions, *Journal of the Operational Research Society*, 38(3), str. 277. – 288.

⁴⁶¹ Vaidya, O.S. i Kumar, S. (2006), Analytic hierarchy process: An overview of applications, *European Journal of Operational Research*, 169, str. 1.-29.

Proces odlučivanja uz pomoć tehnike nominalne grupe otpočinje sastankom njenih članova na kom vođa grupe opisuje problem koji grupa ima zadatak da reši. Svaki član nakon izvesnog vremena iznosi svoje ideje ostatku grupe, pri čemu se sve one zapisuju. Članovi raspravljaju o iznetim idejama, glasaju o njima i rangiraju ih po njihovom značaju. Na kraju procesa se dolazi do odluke koja ima najveći broj glasova članova grupe i ona postaje rezultat procesa odlučivanja.⁴⁶²

Sam proces odlučivanja prolazi kroz više iteracija, pri čemu se u svakoj od njih odbacuje određeni broj ideja sa najmanjim brojem glasova, sve dok se ne dođe do jedne ideje.

Delfi tehnika

Delfi tehnika se zasniva na dostizanju konsenzusa među članovima grupe uz pomoć korišćenja serije upitnika.⁴⁶³ Ovaj postupak veoma podseća na tehniku nominalne grupe, pri čemu se kod korišćenja Delfi tehnike članovi grupe međusobno ne susreću, a poželjno bi bilo da se čak međusobno ni ne poznaju.

Zbog svojih specifičnosti Delfi tehnika se najčešće koristi u nekoj od sledećih situacija:⁴⁶⁴

- u slučaju da se za donošenje odluke ne koriste specijalne analitičke tehnike,
- nemogućnost članova grupe da budu u direktnoj komunikaciji,
- učešće velikog broja članova grupe koji ne mogu efikasno komunicirati na sastanku,
- visoki troškovi i vremenski zahtevi u slučaju održavanja sastanaka,
- donošenje odluke o najznačajnijim pitanjima, i
- izbegavanje prevelikog uticaja jedne osobe na proces odlučivanja.

Najznačajniji nedostaci Delfi tehnike se ogledaju u činjenici da je ona izuzetno skupa i da zahteva puno vremena, što je čini pogodnom samo u slučajevima kada se donose neke izuzetno značajne odluke.

⁴⁶² Ibid

⁴⁶³ Peterson, M., (2009), *An Introduction to Decision Theory*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 74.

⁴⁶⁴ Ibid, str. 75

5.7 Metode odlučivanja

Prilikom izbora metoda odlučivanja u obzir se mora uzeti veći broj parametara od kojih su najznačajniji problem koji se rešava odlučivanjem i odnos između procesa rešavanja problema i donošenja odluke. Kao najznačajnije kategorije metoda odlučivanja možemo izdvojiti:⁴⁶⁵

- heurističke metode donošenja odluka,
- složene metode višekriterijumskog odlučivanja,
- metode višekriterijumskog odlučivanja, i
- metode donošenja odluka u uslovima neizvesnosti i rizika.

5.7.1 Heurističke metode donošenja odluka

Donosioci odluka u svom svakodnevnom radu koriste različita pravila uz pomoć kojih vrše poređenje opcija koje im stoje na raspolaganju. Ove heuristike nastaju na osnovu iskutava donosilaca odluka, pri čemu se one formiraju kroz njihovu čestu izloženost situacijama u kojima su bili u prilici da donose slične odluke. Praksa je pokazala da postoji veliki broj heuristika koje imaju izuzetno veliku praktičnu vrednost koja se ogleda u činjenici da one omogućavaju brzo i efikasno donošenje odluka, bez potrebe za obavljanjem detaljnih i složenih analiza problema. Veliki problem u primeni heuristika ogleda se u činjenici da se donosioci odluka u velikom broju slučajeva oslanjaju isključivo na njih, što u značajnoj meri povećava rizik procesa odlučivanja i mogućnost nastanka neželjenih situacija.

Kao najbolje i najkorisnije u praktičnoj primeni su se pokazale sledeće heuristike:⁴⁶⁶

- minimalistička strategija,
- leksikografska strategija,
- pseudo leksikografska strategija,
- eliminisanje po aspektu,
- zadovoljavajuća odluka, i

⁴⁶⁵ Peterson, M., (2009), *An Introduction to Decision Theory*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 81

⁴⁶⁶ Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević Redžep, N. i Hernaus T. (2014), *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, str. 352.

-
- izbor zasnovan na razlozima.

5.7.2 Složene metode višekriterijumskog odlučivanja

Većina situacija odlučivanja u svoje okvire uključuje konačni, ograničeni broj poznatih opcija, pri čemu se odluka donosi na osnovu poređenja različitih atributa uz pomoć kojih se mogu opisati ove opcije. Svaki od ovih atributa predstavlja neku osobinu opcije koja, u većoj ili manjoj meri, može biti značajna za dostizanje ciljeva koji se žele ostvariti rešavanjem problema. Osnovni preduslov da atributi budu primenjivi kao kriterijim u procesu odlučivanja ogleda se u njihovoj merljivosti. U poslovnoj primeni metoda odlučivanja kao kriterijumi se najčešće mogu koristiti pokazatelji efekata neke opcije koji se iskazuju kroz novčane iznose ili kroz racio brojeve nekih drugih pokazatelja.⁴⁶⁷

Složenost primene višekriterijumskog odlučivanja dodatno povećava činjenica da ne moraju svi kriterijumi na osnovu kojih se neka odluka donosi biti od jednake važnosti. Problem velikog broja kriterijuma se najčešće rešava tako što se određeni broj kriterijuma, za koje se smatra da su manje značajni, isključuje iz razmatranja, pri čemu se povećava rizik donošenja manje kvalitetne odluke.

Među najčešće korišćene složene metode višekriterijumskog odlučivanja svrstavaju se:⁴⁶⁸

- tabele odlučivanja,
- lestvice vrednosti kriterijuma,
- normalizacija,
- definisanje značaja kriterijuma na osnovu procena odnosa njihovog značaja, i
- određivanje značaja kriterijuma uz pomoć SWING metoda.

5.7.3 Metode višekriterijumskog odlučivanja

Metode višekriterijumskog odlučivanja se koriste u situacijama kada je neophodno obezbediti rangiranje opcija.⁴⁶⁹ Primenom ovih metoda svakoj opcije se, umesto velikog

⁴⁶⁷ Peterson, M., (2009), *An Introduction to Decision Theory*, Cambridge University Press, Cambridge

⁴⁶⁸ Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević Redžep, N. i Hernaus T. (2014), *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, str. 354.

broja atributa koji je opisuju, dodeljuje samo jedna numerička vrednost. Među najznačajnije metode višekriterijumskog odlučivanja se ubrajaju:

- sabiranje ponderisanih vrednosti,
- metodi za višekriterijumsku analizu odluka koji su zasnovani na idealnom rešenju,
- ELECTRE metod, i
- analitički hijerarhijski proces.

5.7.4 Metode donošenja odluka u uslovima neizvesnosti i rizika

Odlučivanje u uslovima neizvesnosti odvija se u situacijama kada postoji veći broj različitih posledica koje odluke mogu prouzrokovati, pri čemu osoba koja ih donosi ne raspolaže dovoljnom količinom informacija na osnovu koje bi mogao dodeliti verovatnoće svakoj pojedinačnoj posledici. Donosilac odluke u ovakvim situacijama raspolaže informacijama o aktivnostima koje može preduzeti i o posledicama koje sa sobom nosi svaka od situacija u kojima će odluke biti realizovane.

Informacije uz pomoć kojih se definiše problem odlučivanja u uslovima neizvesnosti se opisuju uz pomoć matrice plaćanja. Prilikom donošenja odluka u uslovima neizvesnosti i rizika koristi se veliki broj kriterijuma od kojih se kao najznačajniji mogu istaći:

- maksimin kriterijum,
- maksimaks kriterijum,
- Harvicov kriterijum,
- kriterijum minimalnog žaljenja,
- praktičan pristup, i
- Laplasov kriterijum.

5.8 Modeli odlučivanja

Prilikom donošenja odluka, donosioci odluke se, skoro uvek, ponašaju na osnovu jednog od sledećih modela:

⁴⁶⁹ Peterson, M., (2009), *An Introduction to Decision Theory*, Cambridge University Press, Cambridge

-
- model ekonomskog čoveka, i
 - model administrativnog čoveka.

5.8.1 Odlučivanje na osnovu modela ekonomskog čoveka

Model ekonomskog čoveka je zasnovan na većem broju pretpostavki, od kojih je svakako najznačajnija ona koja kaže da se donosioci odluka tokom procesa odlučivanja uvek ponašaju na racionalan način.⁴⁷⁰ Po shvatanju pristalica ovog modela donosioci odluka tokom procesa odlučivanja pokušavaju da odaberu onu opciju koja im, po njihovom mišljenju, omogućava postizanje najboljih rezultata u okviru postojećih uslova. Ekonomski čovek, kao donosilac odluka će, ukoliko mu se za to ukaže prilika, uvek prihvatiti mogućnost da zaradi veći iznos novca.

Prilikom donošenja odluka ekonomski čovek pokušava da donese optimalne odluke i da pritom maksimizira koristi koje će od njih imati zato što on.⁴⁷¹

- raspoložuje znanjima o svim relevantnim aspektima okoline,
- raspoložuje stabilnim skupom mogućnosti poređenja opcija koje mu stoje na raspolaganju prilikom procesa odlučivanja, i
- uvek ume da odabere onu opciju odluke koja će mu omogućiti da ostvari najveće korisnosti za sebe i koja maksimizira njegove lične preference.

Racionalno odlučivanje predstavlja pristup koji je veoma teško primeniti u praksi, pre svega zbog činjenice da se on zasniva na donošenju odluka u potpuno idealnim uslovima koji se skoro nikada ne mogu postići.

Pod pojmom racionalnog menadžera se podrazumevaju donosioci odluka koji raspoložuje svim informacijama koji su im potrebne za donošenje odluke i precizno definisanim ciljem koji žele ostvariti procesom odlučivanja.

Prilikom donošenja odluka ekonomski čovek može koristiti dve vrste racionalnosti, objektivnu i subjektivnu.

⁴⁷⁰ Blenko, M.W., Mankins, M.C. i Rogers, P. (2010), *Decide & Deliver, 5 Steps to Break-through Performance in your Organization*, Harvard Business Review Press, Boston, str. 9.

⁴⁷¹ Ibid, str. 11.

Objektivna racionalnost je zasnovana na pretpostavci da donosilac odluke raspolaže svim informacijama koje su mu neophodne za proces odlučivanja. Racionalna teorija odlučivanja se u literaturi može susresti i pod imenima matematička ili normativna teorija odlučivanja, a jedan od njenih najvećih zagovornika bio je Maks Veber. Racionalna teorija odlučivanja se pojavila tokom Drugog svetskog rata i ona je predstavljala alat koji je olakšavao donošenje odluka u vezi sa ratnim operacijama.

Subjektivna racionalnost se zasniva na tome da osoba koja donosi odluku ne insistira, pa čak ni ne pokušava da pronađe najbolje rešenje, svesna činjenice da ne raspolaže svim mogućim informacijama za njegovo donošenje. Upravo iz navedenog razloga se osoba koja donosi odluku zadovoljava odabirom zadovoljavajućeg rešenja.

5.8.2 Odlučivanje na osnovu modela administrativnog čoveka

Herbert Sajmon je u teoriju odlučivanja uveo model administrativnog čoveka koji predstavlja alternativni model ponašanja donosilaca odluka. Sajmon tvrdi da se proces donošenja odluka u realnom životu zasniva na konceptu subjektivne racionalnosti. U skladu sa modelom administrativnog čoveka osobe donose odluke na osnovu sopstvenih subjektivnih stavova koji su zasnovani na modelu realne situacije koji su oni kreirali.

Ekonomski čovek predstavlja objektivnu racionalnost u okviru jednog idealnog modela. Ovaj model je u praksi ograničen velikim brojem faktora poput navika, nesvesnog ponašanja, refleksa, vrednosti donosioca odluke, nivoa znanja i obima informacija koje stoje na raspolaganju donosiocu odluke i sl.⁴⁷² Realno ponašanje se, u praktičnoj primeni odlučivanja, od racionalnosti razlikuje na najmanje tri načina:⁴⁷³

1. Racionalnost zahteva raspolaganje celokupnim znanjem i predviđanje posledica koje će sa sobom nositi izbor svake od raspoloživih opcija. U realnosti, donosioci odluka uvek raspolažu samo jednim delom znanja o mogućim posledicama.
2. Obzirom da se radi o odlučivanju u vezi sa događajima u budućnosti, neophodno je da se svakoj raspoloživoj opciji dodeli i određena vrednost. Praktična primena odlučivanja se zasniva na vrednostima koje ne mogu biti u potpunosti predviđene.

⁴⁷² Simon, H. A. (1957), *Models of Man: Social and Rational*, Wiley, New York, str. 241

⁴⁷³ Ibid, str. 81

-
3. Racionalnost zahteva izbor između svih mogućih alternativnih ponašanja. U realnom odlučivanju, u razmatranje se uzima samo nekolicina od ukupnog broja opcija koje stoje na raspolaganju.

Simon je prilikom izrade modela administrativnog čoveka uzeo u razmatranje sva navedena ograničenja. Administrativni čovek predstavlja model koji se od ekonomskog čoveka razlikuje u dve veoma značajne kategorije:⁴⁷⁴

1. Za razliku od ekonomskog čoveka koji pokušava da maksimizira izbor, odnosno da odabere najbolju alternativu među svim raspoloživim, administrativni čovek traži zadovoljavajuće rešenje, odnosno ono rešenje koje je po njegovom mišljenju dovoljno zadovoljavajuće.
2. Ekonomski čovek se bavi potpuno kompleksnim modelima "realnog sveta", dok se administrativni čovek zadovoljava posmatranjem svog okruženja kroz model koji je drastično uprošćen. On svoje odluke donosi na osnovu uprošćene slike situacije koja obuhvata samo nekoliko najvažnijih ili ključnih faktora.

5.9 Novi trendovi u odlučivanju

Savremene informacione tehnologije pružaju značajnu pomoć procesima odlučivanja. Nove trendove u poslovnom odlučivanju karakteriše sposobnost sagledavanja velikog broja elemenata u okviru turbulentnih okruženja i značajno skraćivanje vremena koje je potrebno za donošenje odluka. Nove informacione tehnologije su u značajnoj meri promenile i ubrzale načine donošenja odluka.

Neuronske mreže predstavljaju veoma značajnu pomoć u procesima poslovnog odlučivanja. One predstavljaju jedan od načina praktične implementacije sistema veštačke inteligencije i sastavljene su od većeg broja procesora, odnosno čvorova koji su u međusobnim vezama. Ovi procesori se još nazivaju i neuroni, a telo neurona nosi naziv jedinica ili čvor.

Najvažnija prednost neuronskih mreža ogleda se u činjenici da one mogu paralelno obrađivati podatke koji su sastavljeni od komponenata koje su međusobno nezavisne. Neuronske mreže su se pokazale kao veoma efikasne u situacijama odlučivanja u

⁴⁷⁴ Simon, H. A. (1957), *Models of Man: Social and Rational*, Wiley, New York, str. 83

kojima nije moguće dovesti u međusobnu vezu ulazne i izlazne podatke nekog procesa odlučivanja. Ove mreže se ne programiraju, one se treniraju, a za njihovo formiranje je potrebno dosta vremena kako bi se obezbedila njihova optimalna pomoć u procesima donošenja odluka.

Drugi značajan koncept u savremenom poslovnom odlučivanju je poslovna ineligenција. Pod pojmom poslovne inteligencije se podrazumeva skup metodologija i softverskih alata uz pomoć kojih se obavlja identifikacija, ekstrakcija i analiza poslovnih podataka.⁴⁷⁵ Ove metodologije i alati pružaju mogućnosti za efikasnu upotrebu raspoloživih podataka i njihovu transformaciju u informacije koje su neophodne za efikasno donošenje poslovnih odluka.

Najvažniji zadatak poslovne inteligencije se ogleda u tome da omogući efikasno korišćenje velikog obima internih i eksternih podataka kojima organizacija raspolaže, kao i definisanje veza i zakonitosti koje postoje među ovim podacima na osnovu kojih se kreiraju upravljačke informacije koje se koriste u procesima donošenja odluka.

Poslovna inteligencija predstavlja tehniku poslovnog izveštavanja čiji je najvažniji zadatak da omogući identifikovanje informacija koje su neophodne za lakše i kvalitetnije donošenje poslovnih odluka. Ona predstavlja evoluciju sistema za podršku odlučivanju koji su se razvili tokom šezdesetih godina prošlog veka u Sjedinjenim Američkim Državama. U najznačajnije metode poslovne inteligencije se svrstavaju:⁴⁷⁶

- pretraga podataka (Data Mining),
- skladištenje podataka (Data Warehousing), i
- OLAP mrežna analitička obrada podataka.

5.10 Finansijski izveštaji kao osnova za poslovno odlučivanje

Jedan od najvažnijih zadataka finansijskih izveštaja je da pruže osnove za procenu uspešnosti poslovanja svakog preduzeća. Tržišni mehanizmi su veoma surovi i ne praštaju pogrešne poslovne odluke, a svaka pogrešna poslovna odluka sa sobom nosi i

⁴⁷⁵ Suknović, M. i Delibašić, B. (2010), Poslovna inteligencija i sistemi za podršku odlučivanju, FON, Beograd

⁴⁷⁶ Ibid

posledice koje u nekim slučajevima mogu biti veoma velike po preduzeće. Upravo iz navedenih razloga finansijski izveštaji predstavljaju jedan od najznačajnijih izvora informacija koji se koriste u procesima odlučivanja.

Finansijski izveštaji moraju pružati jasne, proverene i relevante informacije, koje se mogu porediti sa informacijama iz preduzeća i njegove okoline. Finansijski izveštaji su potrebni sve većem broju donosilaca odluka, koji zahtevaju sve detaljnije informacija, što je dovelo do potrebe njihovog neprekidnog prilagođavanja i redefinisavanja procedura njihovog prikazivanja.

Aktivnosti na polju upravljanja preduzećem dovode do potrebe donošenja čitavog spektra poslovnih odluka na polju investiranja, obavljanja tekućih poslovnih aktivnosti i pribavljanja potrebnih finansijskih sredstava. Uprkos činjenici da investiranje predstavlja kontinuirani proces koji se neprekidno odvija, važnost pojedinih odluka se može razlikovati u značajnoj meri. Sa aspekta poslovnog odlučivanja možemo razlikovati operativne (tekuće) odluke koje su zasnovane na principu obezbeđivanja koristi koje svojom vrednošću premašuju izdatke koji nastaju prilikom njihovog stvaranja. Operativne odluke se donose na dnevnom nivou, česte su i po pravilu imaju skoro rutinski karakter, odnosno načini njihovog donošenja se ne menjaju u značajnoj meri. Dugoročne odluke zasnovane na finansijskim podacima se po pravilu odnose na strateške nivoe i dosta retko se donose. Upravo iz navedenih razloga one zahtevaju izuzetno pažljivu procenu efekata koje svaka od opcija sa sobom nosi.

Finansijski informacioni sistem mora biti kreiran na način koji upravljačkom računovodstvu obezbeđuje ključnu ulogu tokom procesa pružanja finansijskih informacija za potrebe odlučivanja tokom sve tri njegove najvažnije etape:⁴⁷⁷

- ispitivanja odluke,
- donošenja odluke, i
- sprovođenja odluke.

Kvalitet i ostvareni efekti odluka koje donose menadžeri na svim hijerarhijskim nivoima preduzeća se procenjuju i kroz njihove finansijske efekte, koji se analiziraju uz pomoć

⁴⁷⁷ Milićević, V. (2011), *Strategijsko upravljačko računovodstvo*, Centar za izdavačku delatnost ekonomskog fakulteta, Beograd

finansijskih izveštaja koji se kreiraju u okviru računovodstva preduzeća. Prilikom donošenja poslovnih odluka finansijski izveštaji donosiocima odluka pružaju informacije o:⁴⁷⁸

1. stanju i razvoju finansijskog položaja i rezultata koje je preduzeće ostvarilo, koji se prikazuju u bilansima stanja i uspeha, i
2. tokovima finansijskih sredstava do kojih dolazi prilikom obavljanja poslovnih aktivnosti preduzeća.

Kao najznačajniji kriterijumi za procenu uspešnosti rada menadžera nameću se njihova efikasnost i efektivnost. Pored toga, treba imati na umu i činjenicu da odluke koje finansijski menadžeri donose u značajnoj meri utiču i na zaposlene, tako da je neophodno razmotriti i etičku dimenziju donetih odluka. Etička dimenzija donetih odluka može u značajnoj meri uticati na motivisanost zaposlenih u preduzeću.⁴⁷⁹

Aktivnosti na polju upravljanja preduzećem su u najvećoj meri usmerene u pravcu predviđanja budućih događaja koji će se dogoditi, na osnovu odluka koje su donete u sadašnjosti. Za razliku od upravljačkih aktivnosti u preduzeću, računovodstvo se bavi finansijskom evidencijom događaja koji su se odigrali u prošlosti i ono može donosiocima odluka da obezbedi isključivo istorijske podatke. Uprkos tome, postoji veliki broj veza između računovodstva preduzeća i donosilaca odluka. Jedan od najznačajnijih preduslova uspešnog poslovnog odlučivanja u svim segmentima poslovanja preduzeća se ogleda u razvoju informacionog sistema, koji može na efikasan način da obezbedi sve informacije koje su potrebne donosiocima odluka.

Računovodstvene informacije predstavljaju najznačajniji segment informacionog sistema svakog preduzeća. Ove informacije se sastoje od podataka kojima se neprekidno i hronološki registruju sve značajne poslovne informacije o preduzeću. Da bi na najbolji mogući način pomogli donosiocima odluka, finansijski podaci moraju biti vođeni i organizovani na način koji obezbeđuje njihov jednostavan i sveobuhvatan prikaz i lako korišćenje za potrebe aktivnosti u oblasti finansijskog odlučivanja.

⁴⁷⁸ Knežević, S., Barjaktarović-Rakočević, S. i Đurić, D. (2014), *Finansijsko odlučivanje u bankama*, FON, Beograd

⁴⁷⁹ Bhimani, A. i Langfield-Smith, K. (2007), Structure, Formality and the importance of financial and non-financial information in strategy development and implementation, *Management Accounting Research*, 18, str. 3.-31.

Zadatak računovodstvenog informacionog sistema je da uvek vodi ažurne evidencije o svim relevantnim informacijama koje se tiču finansijskog položaja preduzeća i efekata koji su ostvareni njegovim poslovnim aktivnostima i da ih, između ostalih korisnika, prezentuje i donosiocima odluka putem odgovarajućih finansijskih izveštaja. Finansijski izveštaji predstavljaju ključnu sponu i kanal za prenošenje informacija u komunikaciji između računovodstvenog informacionog sistema i donosilaca odluka.⁴⁸⁰ Najznačajnije informacije od značaja za donošenje odluka, koje se prezentuju u finansijskim izveštajima preduzeća, odnose se na njegov sadašnji i budući finansijski položaj i na prinose koje je ono ostvarivalo ili se očekuje da će ostvariti u svom poslovanju. Sve ove informacije imaju zadatak da donosiocima odluka pruže kvalitetnu osnovu za donošenje odluka.

Efikasno upravljanje finansijama predstavlja jedan od najvažnijih preduslova poslovnog uspeha svakog preduzeća. Kontrola troškova, kvalitetne odluke u vezi investiranja, pametni finansijski izbori, baš kao i sve druge odluke u oblasti upravljanja finansijama predstavljaju najvažnije preduslove za uspeh svakog preduzeća. Pogrešne finansijske odluke imaju mnogo veće posledice po poslovanje preduzeća nego što je slučaj sa odlukama koje se donose u drugim delovima.⁴⁸¹ Razvoj finansija u sve većoj meri se kreće iz pravca spoljašnje analize poslovanja preduzeća u funkciju čiji je osnovni zadatak donošenje kvalitetnih odluka.

5.11 Psihološki aspekti odlučivanja

Psihologija, kao nauka, ima za predmet izučavanje misaonih procesa koji se odvijaju u ljudskim umovima, pri čemu se kao jedan od značajnih predmeta njenog interesovanja ističe i ljudsko ponašanje prilikom donošenja odluka. Psihološki aspekti odlučivanja se u najvećoj meri zasnivaju na proučavanju ličnosti donosilaca odluke i njihovih reakcija u različitim situacijama odlučivanja.

5.11.1 Ličnost, pojam i osobine

U psihologiji se može pronaći veliki broj različitih definicija pojma ličnosti, tako da neki autori akcenat stavljaju na posmatranje ličnosti kroz sposobnosti određene osobe,

⁴⁸⁰ Žarkić-Joksimović, N. (2006), Upravljanje finansijama – osnove i principi, FON, Beograd

⁴⁸¹ Ibid

drugi naglašavaju samo unutrašnje uzroke ponašanja, treći posmatraju samo biološke osobine ličnosti, dok neki stavljaju akcenat na uticaj faktora okruženja na razvoj čoveka i formiranje njegove ličnosti. Uprkos tome što se definicije pojma ličnosti u značajnoj meri razlikuju, sve one stavljaju akcenat na tri karakteristike ličnosti, koje se mogu posmatrati kao najznačajnije:⁴⁸²

1. jedinstvo ličnosti (celovitost, integritet),
2. jedinstvenost ličnosti (karakterističnost),
3. doslednost u ponašanju.

Pod jedinstvenom ličnosti se podrazumeva činjenica da se psihički procesi kod svake osobe ne javljaju nezavisno jedan od drugog. Psihički procesi se prilikom svake aktivnosti koju neka osoba preuzima obavljaju istovremeno i nalaze se u međusobnoj vezi. Oni se nalaze u međusobnoj zavisnosti i vrše međusobne uticaje, tako da, na primer, ono što neka osoba opaža je zasnovano na njenom učenju, iskustvima i motivaciji. Svaka individua poseduje veći broj osobina koje kombinuje i iskazuje u svom ponašanju.

Jedinstvenost nečije ličnosti, odnosno njena osobenost, predstavlja veoma značajnu karakteristiku ponašanja svake osobe. Svaka osoba iskazuje način ponašanja koji je svojstven samo za nju, odnosno koji karakteriše isključivo njenu ličnost. Ne postoje dve osobe sa identičnim stilom ponašanja, koji se iskazuje kroz gestikulaciju, držanje, rukopis, odevanje, govor, hod, i sl. Doslednost ponašanja neke osobe se iskazuje kroz njeno slično ponašanje u sličnim situacijama. Donosioci odluka nisu apsolutno dosledni u svim situacijama, ali se njihovo ponašanje ipak može predvideti sa određenom dozom verovatnoće, na osnovu njihovog ranijeg ponašanja u sličnim situacijama i osobina njihove ličnosti.

Najšire prihvaćenu i najviše korišćenu definiciju ličnosti je dao Nikola Rot i ona glasi: „Ličnost je jedinstvena organizacija osobina koja se formira uzajamnim delovanjem pojedinca i sredine i određuje opšti karakterističan način ponašanja za pojedinca“.⁴⁸³

⁴⁸² Rot, N. (1994), *Psihologija ličnosti*, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, str. 71.

⁴⁸³ Rot, N. (1994), *Psihologija ličnosti*, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, str. 73.

Osnovu ličnosti svake osobe predstavljaju njene osobine, odnosno crte ličnosti koje opisuju načine reagovanja u sličnim situacijama, koji su relativno trajni i karakteristični za svaku osobu. Osobine ličnosti se mogu podeliti u tri osnovne vrste:

1. osobine ličnosti koje oslikavaju karakteristike temperamenta, a koje prikazuju načine kako određena osoba obavlja neki posao,
2. osobine ličnosti koje označavaju karakteristike karaktera, koje iskazuju razloge zbog čega osoba nešto radi, i
3. osobine ličnosti kojima se iskazuje sposobnost, koje iskazuju kvalitet i uspešnost nečijeg delovanja.

Temperament ukazuje na to sa kojom lakoćom, u kom intenzitetu i sa kojim trajanjem se kod neke osobe javljaju osećanja. On predstavlja pretpostavku načina emocionalnog reagovanja neke osobe, ali i brzinu, intenzitet i trajanje svih aktivnosti koje ona preduzima.

Termin karakter se koristi u većem broju različitih značenja, tako da evropski sociolozi, na primer, ovaj pojam često koriste umesto pojma ličnost. U velikom broju slučajeva se pod pojmom karaktera podrazumeva moralna strana nečije ličnosti. Nikola Rot karakter definiše kao „Integrisan sistem osobina koje omogućavaju pojedincu da, uprkos preprekama, na relativno dosledan način postupa i to upravo u odnosu na moralne principe i moralna shvatanja nekog društva“.⁴⁸⁴ Karakteri se najčešće dele na dobre i loše, kao i na slabe i jake. Za neku osobu se kaže da ima dobar karakter ukoliko je odlikuju moralne osobine, dok ih osoba sa lošim karakterom nema. Čvrst karakter ima osoba koju, pored moralnih osobina, karakterišu i upornost i energičnost ponašanja. Pod osobama sa slabim karakterom se podrazumevaju svi oni ljudi koji imaju moralne kvalitete, ali ne poseduju i dovoljno snage da ih primene.

Treća značajna osobina ličnosti se ogleda u njenim sposobnostima, koje su veoma značajne svakoj osobi. O njihovom značaju najbolje govori činjenica da veliki broj osoba neće uvek govoriti o pojedinim karakteristikama svoje ličnosti, ali da je veoma teško naći osobu koja će govoriti negativno o svojim sposobnostima. Sposobnosti predstavljaju sve one karakteristike ličnosti koje su neophodne za uspešno obavljanje

⁴⁸⁴ Rot, N. (1994), *Psihologija ličnosti*, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd, str. 74.

određenih poslova. Ljudi se međusobno razlikuju upravo po tome u kojoj meri su sposobni da obavljaju određene aktivnosti.

5.11.2 Inteligencija i vidovi inteligencije

Inteligencija predstavlja sposobnost osobe da se snađe u novonastaloj situaciji. Merenje inteligencije neke osobe u stvarnosti, uprkos velikom broju testova za određivanje koeficijenta inteligencije, predstavlja izuzetno težak zadatak. U inteligenciju se svrstavaju sledeće osnovne sposobnosti:⁴⁸⁵

1. brzina prilagođavanja na postojeće i novonastale uslove okruženja,
2. brzina i lakoća učenja,
3. moć apstraktnog razmišljanja,
4. brzina reakcije na zadati problem,
5. razumevanje matematičkih problema,
6. razumevanje ideja i sposobnost upotrebe reči prilikom pisanja i govora, i
7. opšta sposobnost pojedinca da praktično primeni sve navedene sposobnosti.

Najčešće se kao odraz nečije inteligencije navodi IQ broj, uz pomoć kog se određena osoba može definisati kao manje ili više snalažljiva u određenoj situaciji. Praksa je pokazala da sam IQ broj ne predstavlja i preduslov za uspeh neke osobe u životu, pošto na razvoj ličnosti i stepen korišćenja njenih potencijala utiče veliki broj drugih faktora.

Upravo iz navedenih razloga je Hauard Gardner, američki psiholog, definisao devet vrsta inteligencije, od kojih IQ pokrivaju samo dve: lingvističku i logičko-matematičku. On smatra da se IQ testovi i rezultati koji su dobijeni uz njihovu pomoć ne mogu posmatrati kao krajnji pokazatelji celokupne inteligencije neke osobe.

Gardner je prepoznao devet različitih vrsta inteligencije, koje je razvrstao u sledeće kategorije:⁴⁸⁶

1. lingvistička (verbalna, jezička) inteligencija,
2. muzička inteligencija,
3. logičko-matematička inteligencija,

⁴⁸⁵ Gardner, H. (1983), *Frames of Mind*, Basic Books, New York, str.146.

⁴⁸⁶ Gardner, H. (1983), *Frames of Mind*, Basic Books, New York, str.147.

-
4. prostorna inteligencija,
 5. telesno-kinestetička inteligencija,
 6. interpersonalna inteligencija,
 7. intrapersonalna inteligencija,
 8. naturalistička (prirodnjačka) inteligencija, i
 9. duhovna inteligencija.

Pod lingvističkom inteligencijom se podrazumeva istaknuto interesovanje prema rečima i njihovoj upotrebi u pisanoj i verbalnoj komunikaciji. Ova inteligencija se odnosi i na sklonost osobe ka učenju stranih jezika, pričanju, pisanju ili čitanju. Osobe kod kojih je ova inteligencija razvijena vole da čitaju i pišu i najčešće nemaju problem sa stupanjem u komunikaciju i javnim nastupima.

Logičko-matematička inteligencija podrazumeva lako korišćenje brojeva i matematičkih pojmova, identifikovanje pravila i lako sagledavanje odnosa i uzročno-posledičnih veza. Ona je od posebne koristi prilikom rešavanja logičkih problema i zagonetki, u rešavanju matematičkih zadataka, radu sa računarima, učenju programiranja, predstavljanju činjenica grafičkim putem, pronalaganju logičnih rešenja problema i sl. Osobe koje raspolažu ovom inteligencijom imaju visoko razvijene logičke sposobnosti, koje koriste kao sredstvo za rešavanje problema sa kojima se sreću.

Osobe sa razvijenom muzičkom inteligencijom uživaju u muzici, bolje shvataju ritmove, melodije i lakše ih pamte, sposobne su da razlikuje zvukove pojedinih instrumenata koji se istovremeno reprodukuju i sl. Ove osobe su sklone aktivnostima poput pevanja, sviranja i slušanja muzike.

Osobe sa razvijenom prostornom inteligencijom su sklone učenju i razmišljanju u slikama. Ove osobe bolje pamte lica od imena, iskazuju svoje ideje crtanjem, vole da sastavljaju i rastavljaju predmete, obraćaju pažnju na detalje i sl. Ova vrsta inteligencije se najčešće iskazuje kroz aktivnosti poput slikarstva, fotografije, filma, dizajna, arhitekture, pronalazaštva, građevinarstva i sl.

Telesno-kinestetička inteligencija je izražena kod onih ljudi koji se izražavaju uz pomoć svog tela, onih koje misle i uče uz pomoć njega. Ove osobe su stalno u pokretu, vole

različite fizičke aktivnosti, vešti su u sportu, primenjenoj umetnosti, ručnom radu, plesu, obavljanju kućnih popravki i sl.

Interpersonalna inteligencija iskazuje sposobnost osobe da lako stupa u kontakt sa drugima i da uspostavlja prijateljstva. Osobe koje krasi ova inteligencija vole da učestvuju u grupnim aktivnostima, dobri su organizatori, umeju da zainteresuju druge za zajednički posao, brinu o osećanjima drugih ljudi, traže načine kako da im pomognu i sl.

Intrapersonalna inteligencija je karakteristika osoba koje su okrenute same sebi, koje dobro poznaju svoju ličnosti i imaju realnu sliku o svojim sposobnostima. Ove osobe su svesnije svojih osećanja i bolje razumeju sebe nego što to drugi mogu da urade. Umeju da definišu lične ciljeve, analiziraju svoja iskustva i izvlače pouke iz njih, razmišljaju o onome što je njima važno i o sopstvenoj budućnosti. Ove osobe vole da rade same.

Naturalistička (prirodnjačka) inteligencija je izražena kod osoba koje vole prirodu i okruženje u kom žive, vole biljke i životinje, pamte detalje o mestima koja su posećivali i imaju izraženu sposobnost snalaženja u različitim situacijama ili na različitim mestima.

Duhovna inteligencija predstavlja odraz osetljivosti i sposobnosti neke osobe da analizira duboka pitanja koja se odnose na ljudsku egzistenciju, poput značenja života, nastanka, svrhe postojanja, smrti i sl.

5.11.3 Poslovna inteligencija

Poslovna inteligencija predstavlja skup osobina ličnosti neke osobe koje su primenjive u poslovnom okruženju. Da bi određeni menadžer mogao na pravi način da donosi poslovne odluke, on mora raspolagati sposobnostima da na najbolji mogući način sagleda suštinu problema, da prikupi sve potrebne informacije i da izabere onu opciju koja će dovesti do najvećih pozitivnih i najmanjih negativnih efekata.

O značaju poslovne inteligencije najbolje govori činjenica da su najuspešniji poslovni ljudi tokom cele istorije čovečanstva bile osobe sa nedovoljnim nivoom formalnog školskog obrazovanja, koje je krasila izuzetno visoka poslovna inteligencija. Ljudima je svojstveno da veoma teško podnose neuspehe i gubitke, a jedna od stvari koje osobe sa

izraženom poslovnom inteligencijom razlikuje od ostatka populacije je upravo činjenica da su oni savladali strah od neuspeha i gubitaka.

Osobe sa izraženom poslovnom inteligencijom polaze od toga da je uvek potrebno nešto žrtvovati, kako bi se na drugoj strani ostvario neki pozitivan efekat. Jedna od najznačajnijih karakteristika poslovne inteligencije se odlikuje u sposobnosti osobe da razlikuje bitno od nebitnog i efikasno od neefikasnog.

Posedovanje poslovne inteligencije predstavlja veliku prednost za donosiocima odluka, pre svega zbog činjenice da ona omogućava lakše identifikovanje bitnih informacija, efikasan rad i izbor one opcije koja će omogućiti ostvarivanje maksimalnih pozitivnih efekata uz minimalne rizike i negativne efekte.

5.11.4 Uloga emocija u odlučivanju

Emocije predstavljaju sastavni deo života svake osobe, tako da one utiču i na proces donošenja odluka. Odluke se često donose na osnovu nekog emocionalnog iskustva koje je formirano u prošlosti, ali se u praksi donošenja odluka često mogu sresti i situacije u kojima emocije nesvesno utiču na ponašanje donosilaca odluka. Donosilac odluke koji je svestan postojanja emocija, može njima upravljati i može ih iskoristiti kao dodatni podsticaj za donošenje što bolje odluke. Emocije koje se u proces odlučivanja uključuju na ovaj način nisu opasne po kvalitet donete odluke, za razliku od emocija kojih donosilac odluke nije ni svestan.

Uticaj emocija na odluke u značajnoj meri zavisi i od njihove vrste i posledica koje sa sobom nose. Odluke koje se često ponavljaju i koje sa sobom ne nose neke negativne posledice će u znatno manjoj meri uključivati emocije od odluka koje su kompleksne, imaju strateški karakter i potencijalno mogu doneti veoma velike pozitivne ili negativne posledice po donosioca odluka i njegovo okruženje.

Značaj emocija za proces odlučivanja u značajnoj meri zavisi i od vrste odluke koja se donosi. Na primer, privatno odlučivanje u vezi sa bračnim drugom ili decom će sa sobom nositi mnogo više emocija od odluke o izboru restorana u koji će donosilac odluke otići na ručak. Isti je slučaj i sa poslovnim okruženjem, tako da se velika pažnja mora posvetiti nivou emocionalne posvećenosti donosioca odluke prema odluci.

5.11.5 Emocionalna inteligencija u menadžmentu

Pojam emocionalne inteligencije se po prvi put pojavljuje početkom devedesetih godina prošlog veka. Ona se može definisati kao „sposobnost praćenja i razlikovanja sopstvenih i tuđih osećaja i emocija i korišćenja prikupljenih informacija kao smernica za razmišljanje i ponašanje“.⁴⁸⁷ Emocionalna inteligencija se može posmatrati kao sposobnost opažanja, prihvatanja, shvatanja i upravljanja emocijama.

Nije moguće odvojiti neku od funkcija menadžmenta u kojima nisu u sličnoj meri zastupljeni emotivni, socijalni i kognitivni potencijali osoba koje su uključene u rad preduzeća. Kvalitet rada menadžera je u značajnoj meri uslovljen faktorima poput njihove emocionalne svesti i sposobnosti emocionalnog upravljanja.

U okviru menadžmenta, emocionalna inteligencija se u najvećoj meri iskazuje kroz aktivnosti koje menadžeri obavljaju u cilju upravljanja ponašanjem drugih ljudi. Emocionalna inteligencija menadžera u svoje okvire uključuje čitav spektar znanja i veština, uz pomoć kojih menadžeri mogu da na precizan način procene sopstvene emocije i emocije drugih osoba, kao i primenu ovih znanja i veština u poslovima planiranja, organizovanja, vođenja i kontrole. Menadžer koga karakteriše emocionalna inteligencija je sposoban da prenese realne informacije zaposlenima čijim radom upravlja, zna da kreira poslovnu viziju i da je prenese podređenima, ume da motiviše zaposlene da usvoje pravila, vrednosti i norme preduzeća, kao i da ih navede da obave sve zadatke koji su pred njih postavljeni.

Ponašanje i emocije koje iskazuje menadžer oslikavaju se i na ponašanje članova tima kojim upravlja. Svaka komunikacija menadžera sa zaposlenima sadrži i određeni stepen emocionalne komponente, koja u zaposlenima podstiče osećanja, što u značajnoj meri može uticati i na njihove rezultate. Menadžeri mogu koristiti emocije i u cilju usmeravanja ponašanja zaposlenih. Iskazivanje umerene zabrinutosti, na primer, može motivisati zaposlene da posvete veću pažnju određenim delovima radnog procesa koji obavljaju.

⁴⁸⁷ Salovey, P. i Mayer, J. (1990), *Emotional intelligence*, Sage Publication, London, str. 198.

5.11.6 Intuicija u poslovnom odlučivanju

Menadžeri u velikom broju situacija donošenje odluka zasnivaju na svojoj intuiciji, osećanjima i ranije stečenim iskustvima. Intuitivno odlučivanje predstavlja suprotnost naučnom, odnosno racionalnom odlučivanju. Uprkos tome što je određena doza intuicije poželjna prilikom realizacije procesa donošenja odluka, ona ne sme predstavljati osnovu na kojoj se bazira doneta odluka. Dobra odluka koja je doneta na osnovu intuicije donosioca odluka ne predstavlja ništa više od čiste sreće, pošto je za njeno donošenje korišćen pogrešan pristup odlučivanju.

Intuicija, osećanja i ranije stečena iskustva se mogu koristiti prilikom donošenja operativnih odluka koje se ponavljaju u kratkim vremenskim intervalima, čiji se bitni parametri okruženja ne menaju i koje ne nose sa sobom značajne negativne posledice ili rizike. Intuitivno odlučivanje predstavlja proces donošenja odluka na osnovu intuicije, odnosno osećaja donosioca odluke.

Osoba koja donosi odluke na intuitivan način ne ume da objasni razloge koji su ga naveli da donese određenu odluku, on jednostavno obavlja izbor između raspoloživih opcija na osnovu svoje intuicije. Verovatnoća izbora prave opcije raste sa smanjenjem njihovog broja, tako da na kvalitet intuitivnog odlučivanja utiče broj opcija između kojih se obavlja izbor i verovatnoća nastupanja svake od njih.

Intuicija se može definisati kao saznanje, odnosno osećaj koji nije moguće objasniti na racionalan način.⁴⁸⁸ Intuicija se zasniva na prethodnim iskustvima donosioca odluke, na znanjima i veštinama kojima on raspolaže, na etičkim vrednostima preduzeća i njegovoj kulturi, kao i utiscima, emocijama i podacima koji se nalaze u podsvesti osobe koja donosi odluku.

U praksi su veoma retke situacije u kojima se intuitivno odlučivanje nameće kao jedini mogući način za donošenje neke poslovne odluke. Simon ističe da se kod ovog oblika

⁴⁸⁸ Boutillier, L. (1998), *Ne je potpun odgovor*, V.B.Z., Zagreb, str. 183.

odlučivanja akcenat stavlja na iskustvo i posmatranje, umesto na pridržavanje logike ili prosuđivanje.⁴⁸⁹

Postoji dosta uvreženo mišljenje da intuitivno odlučivanje predstavlja poželjan način ponašanja u preduzećima, a da su osobe koje donose odluke na taj način najvredniji ljudi u preduzeću, pošto raspolazu intuicijom (šestim čulom), koje im omogućava donošenje kvalitetnih odluka. Smatra se da su osobe koje odlučuju intuitivno mnogo fleksibilnije i spontanije u svom ponašanju i da mogu biti i izuzetno kreativne.⁴⁹⁰

Intuitivno odlučivanje se u praksi pokazalo kao dobar način donošenja odluka u situacijama koje karakteriše velika neizvesnost, u kojima postoji ograničen broj raspoloživih informacija, pri čemu postoji samo nekoliko činjenica na koje bi se osoba koja donosi odluke mogla eventualno osloniti.

5.11.7 Greške pri odlučivanju

Greške u odlučivanju predstavljaju posledice nesigurnosti, rizika, premalog vremena i nedovoljne količine informacija sa kojima raspolaze donosilac odluke. One mogu biti i posledica uticaja emocija na proces odlučivanja, odnosno nedostatka logičnog rasuđivanja, donošenja odluka na osnovu ličnih preferenci donosioca, izbegavanja odgovornosti ili lošeg upravljanja informacijama.

Uzroci grešaka u odlučivanju potiču od pojedinaca, grupa ili cele organizacije. Postoje dva osnovna izvora grešaka u poslovnom odlučivanju, greške koje potiču iz samog procesa odlučivanja i greške koje predstavljaju posledicu načina razmišljanja donosioca odluke.⁴⁹¹ Najznačajnije greške koje imaju izvor u samom procesu odlučivanja su:⁴⁹²

1. odlučivanje o pogrešnom problemu,
2. pogrešna identifikacija najznačajnijih kriterijuma i ciljeva,
3. zanemarivanje najznačajnijih posledica pojedinih opcija,

⁴⁸⁹ Simon, H. A. (1990), prema: Koontz, H. i Wehrich, H. (1990), *Essentials of Management*, 5th edition, McGraw-Hill, New York, str. 122.

⁴⁹⁰ Schermerhorn, J. R. (1996), *Management and Organizational Behavior Essentials*, John Wiley and Sons, New York, str. 203.

⁴⁹¹ Hammond J. S., Keenzy, R. L. i Raiffa, H. (2001), *Harvard business on decision making*, Harvard Business School Publishing, Boston, str. 144.

⁴⁹² Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević Redžep, N. i Hernaus T. (2014), *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, str. 396.

-
4. nepostojanje mogućnosti postizanja kompromisa,
 5. zanemarivanje neizvesnosti u odlučivanju,
 6. zanemarivanje tolerancije rizika,
 7. zanemarivanje povezanosti odluka.

Greške u procesu odlučivanja u velikom broju slučajeva nastaju i kao posledica pogrešnog razmišljanja menadžera koji donosi odluku. Ove greške najčešće nastaju kao posledica pritiska na menadžera da se održi uspešnost poslovanja preduzeća, ali i želje samog donosioca odluke da sačuva ili poboljša svoj imidž u okruženju. Ove greške se nazivaju i psihološke zamke odlučivanja, a neke od najčešćih su:⁴⁹³

1. sidrenje,
2. status quo,
3. prethodne odluke,
4. potvrđivanje,
5. postavljanje okvira,
6. procena i predviđanje.

Zamka sidrenja je veoma česta u praksi poslovnog odlučivanja i ona se ogleda u „sidrenju“ donosioca odluke za prvi utisak ili zaključak koji je stekao. Ova zamka nastupa u situaciji kada donosilac odluke pridaje preveliku važnost prvoj informaciji koju dobije ili prvoj opciji koju razmatra. One ostaju usidrene u umu donosioca odluke, vršeći pritom nesvesni uticaj na dalji proces odlučivanja.

Zamka status quo predstavlja psihološku zamku koja se ogleda u činjenici da se donosioci odluke boje da preuzmu odgovornost u uslovima koje karakteriše nesigurnost i rizik. Ovaj njihov strah od rizika i nesigurnosti ih dovodi u situaciju da odluče da ne preduzmu nikakvu akciju, odnosno da zadrže nepromenjeno stanje.

Zamka prethodnih odluka predstavlja situaciju u kojoj donosilac odluke pokušava da donese odluku koja će predstavljati opravdanje za neku njegovu odluku koju je doneo u bližoj ili daljoj prošlosti. Donosilac odluke će svoj proces odlučivanja zasnovati na

⁴⁹³ Hammond J. S., Keenzy, R. L. i Raiffa, H. (2001), *Harvard business on decision making*, Harvard Business School Publishing, Boston, str. 146.

pronalaženju opravdanja za prethodne odluke koje je doneo, a ne na izboru najbolje raspoložive opcije za postojeću odluku.

Zamka potvrđivanja predstavlja situaciju u kojoj donosilac odluke selektuje one informacije koje potvrđuju njegova mišljenja i stavove, istovremeno namerno ignorišući sve one informacije koje mu ne idu u korist.

Zamka postavljanja okvira svoje poreklo vuče još iz početnih faza procesa odlučivanja, odnosno nastaje na osnovu pogrešnog formulisanja problema odlučivanja.

Zamka procene i predviđanja nastupa u situacijama kada donosilac odluke vrši procene i predviđa događaje u uslovima izražene neizvesnosti, pri čemu njegovo ponašanje karakteriše preveliki nivo samopouzdanja ili preveliki stepen opreza. Ova zamka može nastupiti i u situacijama kada donosilac odluka, u uslovima neizvesnosti, pokušava da donese odluku na osnovu sopstvenih iskustava iz prošlih događaja.

5.12 Heuristike u odlučivanju i njihova ograničenja

Prilikom poređenja alternativnih načina obavljanja određenih poslova, donosioci odluka koriste različite načine ponašanja. Heuristike koje oni koriste nastaju na osnovu njihovih iskustava i definisane su tokom čestih izlaganja situacijama u kojima se od donosioca odluke zahteva donošenje sličnih odluka. Veliki broj heuristika je svoj značaj potvrdio i u praksi, pre svega zbog činjenice da one omogućavaju rešavanje problema bez sprovođenja preterano detaljnih i dubokih analiza. Heuristike ne smeju biti korišćene kao jedini izvor za donošenje poslovnih odluka, pošto mogu sa sobom doneti i izuzetno značajne nivoe rizika.

Kao najznačajnije heuristike koje su dokazale svoju vrednost u procesima donošenja odluka zasnovanih na više kriterijuma, mogu se izdvojiti:⁴⁹⁴

1. minimalistička strategija,
2. leksikografska strategija,
3. pseudoleksikografska strategija,

⁴⁹⁴ Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević Redžep, N. i Hernaus T. (2014), *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, str. 397.

-
4. eliminacija po aspektu,
 5. izbor zadovoljavajuće odluke, i
 6. izbor zasnovan na razlozima.

Suštinu minimalističke strategije predstavlja izbor nekog od atributa koji su značajni za donosioca odluke, a koji omogućavaju poređenje većeg broja različitih opcija. Odluka će se doneti ukoliko se na osnovu odabranog atributa može dodeliti prednost jednoj od opcija koje stoje na raspolaganju. Odabir atributa koji se koriste u cilju diskriminacije opcija je slučajan, odnosno on nije zasnovan na bilo kakvom obliku analize njihovih prioriteta. U situacijama kada između raspoloživih opcija ne postoje bitne razlike po osnovu atributa koji je izabran, uvodi se novi atribut, čiji se izbor takođe vrši po slučajnom principu.

Minimalistička strategija se veoma često praktično koristi u situacijama kada se donose neke svakodnevne, jednostavne odluke. Na primer, prilikom izbora između dva različita obroka u restoranu, donosilac odluke će primeniti ovu heuristiku na način što će kao atribut koristiti cenu i odabraće onaj obrok koji je jeftiniji, smatrajući da svi ostali njihovi atributi nisu toliko značajni da bi mogli da dovedu do nekih bitnih posledica prilikom odlučivanja.

Leksikografska strategija se zasniva na raspoređivanju atributa na osnovu njihovih prioriteta, a svoje ime je dobila zbog toga što ovo raspoređivanje podseća na rešenja koja se koriste u rečnicima ili leksikonima u kojima se pojmovi razvrstavaju na osnovu azbučnog redosleda slova. Da bi se leksikografska metoda mogla uspešno praktično primeniti, neophodno je da se mogu odrediti prioriteta među pojedinim atributima, koje osoba koja donosi odluku koristi kao kriterijume.

Sam postupak praktične primene leksikografske metode je veoma jednostavan i on otpočinje tako što donosilac odluke raspoložive opcije poredi na osnovu najznačajnijeg kriterijuma. Ukoliko se na osnovu tog kriterijuma mogu definisati razlike između opcija, on će izabrati onu koja je najbolja u skladu sa tim, pri čemu će razlike prema svim ostalim kriterijumima biti ignorisane. Ukoliko ne postoje značajne razlike na osnovu navedenog kriterijuma, donosilac odluke prelazi na njihovu analizu na osnovu

narednog kriterijuma i tako sve do trenutka dok, na osnovu nekog od raspoloživih kriterijuma, ne donese konačnu odluku.

Ova heuristika sa sobom nosi jedan izuzetno veliki nedostatak, koji se ogleda u činjenici da se, zbog lošije vrednosti po najvažnijem kriterijumu, može odbaciti opcija koja je značajno bolja od svih drugih na osnovu ostalih kriterijuma. Veliki problem leksikografske metode ogleda se u činjenici da ona ne pruža mogućnost kompenzacije, jer nedostatak neke opcije, koji postoji na osnovu jednog kriterijuma, nije moguće nadomestiti prednostima koje one imaju po osnovu ostalih, niže rangiranih kriterijuma.

Pseudoleksikografska strategija predstavlja modifikaciju leksikografske strategije i ona se mnogo češće koristi u praktičnim problemima donošenja odluka. Za razliku od leksikografske metode, u ovom slučaju se definiše određeni raspon vrednosti po određenom atributu u kom će neka opcija biti odabrana, a zatim se prelazi na procenu preostalih opcija na osnovu narednog atributa, ponovnim korišćenjem raspona vrednosti, sve do trenutka dok se ne iskristališe najbolja opcija. Uz pomoć ove heuristike se dolazi do odluka koje se zasnivaju na najprihvatljivijoj vrednosti opcije po većem broju atributa, odnosno kriterijuma, čime se izbegavaju situacije u kojima se neka opcija nameće zbog svoje vrednosti po najvažnijem atributu, dok na osnovu ostalih atributa ne predstavlja ni približno najbolje rešenje.

Heuristika koja se zasniva na eliminaciji po aspektu polazi od pretpostavke da su atributi koji predstavljaju kriterijume na osnovu kojih se donosi odluka poređani po njihovom značaju, pri čemu se za svaki od posmatranih atributa definiše eliminaciona granica koju alternativa mora da zadovolji. Eliminaciona granica predstavlja onu vrednost atributa koju svaka od alternativa koje će se uzeti u dalje razmatranje mora da ispuni.

Prilikom primene eliminacije po aspektu, prvo se analizira atribut koji je procenjen kao najznačajniji, pri čemu se eliminišu sve one opcije koje ne prelaze eliminacionu granicu na osnovu posmatranog atributa. Ukoliko je određeni atribut zadovoljio veći broj opcija, prelazi se na njihovu procenu na osnovu sledećeg atributa po prioritetu, sve do trenutka dok ne ostane samo jedna raspoloživa opcija. Heuristika zasnovana na eliminaciji po aspektu ima veoma veliku praktičnu primenu, pri čemu ona ima značajne prednosti i

nedostatke, koji se moraju uzeti u razmatranje prilikom donošenja odluke o njenoj primeni.

Kao najznačajnije prednosti eliminacije po aspektu ističu se njena veoma jednostavna praktična primena, kao i koncentracija donosioca odluke na samo jedan aspekt na osnovu kog se obavlja procena raspoloživih opcija. Ova jednostavnost je od velikeog značaja prilikom donošenja odluka, pre svega zbog činjenice da se donosioci odluka susreću sa problemom ograničenih mogućnosti obrade velikog broja informacija koje im se nalaze na raspolaganju.

Najvažniji nedostatak eliminacije po aspektu predstavlja činjenica da je u pitanju heuristika koja ne pruža mogućnosti kompenzovanja, tako da se nedostaci koje određena opcija ima na osnovu jednog atributa ne mogu poništiti njenim prednostima u okviru ostalih, manje značajnih atributa. Na ovaj način donosilac odluke može doći u situaciju da zbog samo jednog atributa eliminiše opciju koja bi se možda prikazala i kao najbolja u slučaju primene višeatributivnog odlučivanja.

Heuristika zasnovana na izboru zadovoljavajuće odluke se primenjuje u situacijama odlučivanja u kojima nije poznat celokupan skup opcija, zbog čega se donosioci odluke ograničavaju na izbor odluke koja će zadovoljiti njihove kriterijume. Ovakve situacije odlučivanja se odnose na izbor turističkog aranžmana za letovanje, kupovinu stana, i sl. Donosioci odluka se često odlučuju na izbor zadovoljavajuće odluke zato što smatraju da nije svrsishodno ili ekonomski isplativo analizirati sve moguće opcije koje im stoje na raspolaganju.

Detaljno objašnjenje ovog načina odlučivanja je dao Simon, koji je upravo za heuristiku koja je zasnovana na izboru zadovoljavajuće odluke i dobio Nobelovu nagradu za ekonomiju.⁴⁹⁵ Prilikom donošenja odluka korišćenjem izbora zadovoljavajuće odluke, ključni faktor predstavlja činjenica da za svaki atribut odlučivanja postoje nivoi aspiracije. Pod nivoom aspiracije se podrazumeva ona vrednost određenog kriterijuma (atributa) sa kojom je donosilac odluke zadovoljan i on ne želi da ostvari vrednost koja je veća od nje.

⁴⁹⁵ Simon, H. A. (1990), prema: Koontz, H. i Wehrich, H. (1990), *Essentials of Management*, 5th edition, McGraw-Hill, New York, str. 144.

Prilikom korišćenja izbora zadovoljavajuće odluke, donosilac odluke ne pokušava da pronađe maksimalno dobru odluku, već se on zadovoljava pronalaženjem onog rešenja za koje smatra da je zadovoljavajuće u datoj situaciji. On pokušava da pronađe opciju koja ima zadovoljavajuće vrednosti po svim značajnim kriterijuma koji se koriste prilikom izbora. Pristup izbora zadovoljavajuće odluke predstavlja pristup koji je izgrađen na osnovu koncepta ograničene racionalnosti.

Izbor zasnovan na razlozima zasniva se na činjenici da će donosilac odluke u nekim slučajevima doneti sasvim nerezonske odluke, ukoliko se problem odlučivanja drugačije formuliše. Na primer, prilikom izbora između dve raspoložive destinacije za letovanje, moguća je situacija da donosilac odluke odabere istu alternativu i u slučaju izbora destinacije na koju želi da otputuje i na koju ne želi da otputuje. Ovo je posledica činjenice da donosioci odluke stavljaju akcenat na određene dobre ili loše osobine i da na osnovu njih vrše svoj izbor, tako da je moguće da jedna ista alternativa bude izabrana i zbog njenih superiornih, ali i zbog njenih izuzetno loših osobina. Ovaj psihološki fenomen se objašnjava činjenicom da okvir odlučivanja utiče na nekonzistentno ponašanje donosilaca odluka zbog čega se oni prilikom donošenja odluke fokusiraju na one atribute koji su u većoj meri povezani sa razlogom zbog kog vrše izbor.

5.13 Regresiona analiza

STUDIJA SLUČAJA - Performanse investicionih fondova

Za potrebe analize uzeta su tri otvorena investiciona fonda koja posluju u Crnoj Gori – Atlas fond, Moneta fond i Trend fond.

Performanse svakog fonda su upoređene sa vrednošću berzanskog indeksa, koji se uzima kao referentna tačka, odnosno reper za merenje i ocenu performansi portfolio menadžera koji upravljaju fondom.

Na osnovu sadašnjih rezultata investitori će donositi buduće odluke o investiranju u te fondove ili o istupanju iz fonda i odluku o prelasku u drugi fond.

Prikazana je portfolio struktura i veličina investicionog fonda, broj hartija od vrednosti koji ih čini, kao i vrednost ukupne imovine za svaki fond pojedinačno.

Tokom fokus grupnog intervjua učesnicu su bili portfolio menadžeri sva tri fonda, koji su se kod pitanja o načinu donošenja odluka i znanjima o biheviorističkim finansijama i njihovoj primeni u svakodnevnom odlučivanju.

Hipoteza od koje se polazi u studiji slučaja i koja je bila osnov ove studije slučaja glasi:

Primena biheviorističkih finansija doprinosi unapređenju kvaliteta finansijskog odlučivanja i ukazuje na neophodnost interdisciplinarnog pristupa pri oceni finansijskih rezultata i odluka.

ATLAS FOND		MONETA FOND		TREND FOND	
Portfolio se sastoji od 17 hartija od vrednosti. Vrednost imovine iznosi 7,584,853.84		Portfolio se sastoji od 46 hartija od vrednosti. Vrednost imovine iznosi 3.782.439,16		Portfolio se sastoji od 40 hartija od vrednosti. Vrednost imovine iznosi 12.163.961,86	
Vrednost investicione jedinice na 31.12.2015. iznosi 0,10122852 EUR		Vrednost investicione jedinice na 31.12.2015. iznosi 0.05201473 EUR		Vrednost investicione jedinice na 31.12.2015. iznosi 0,05783985 EUR	
Broj investicionih jedinica na 31.12.2015. iznosio je 74.088.787		Broj investicionih jedinica na 31.12.2015. iznosio je 72.526.220		Broj investicionih jedinica na 31.12.2015. iznosio je 190.378.325	
Prinos investicione jedinice ATLAS FONDA za 2015. godinu.		Prinos investicione jedinice MONETA FONDA za 2015. godinu		Prinos investicione jedinice TREND FONDA za 2015. godinu	
Jan.15	-0.0456% ↓	Jan.15	-3.3056% ↓	Jan.15	+ 1.99% ↑
Feb.15	+2.3716% ↑	Feb.15	+2.0361% ↑	Feb.15	+ 6.07% ↑
Mar.15	-0.1769% ↓	Mar.15	-3.0492% ↓	Mar.15	-2.08% ↓
Apr.15	+2.5700% ↑	Apr.15	-3.7296% ↓	Apr.15	-6.42% ↓
May.15	-2.2972% ↓	May.15	-0.5999% ↓	May.15	-2.10% ↓
Jun.15	-0.9535% ↓	Jun.15	-3.0023% ↓	Jun.15	-5.51% ↓
Jul.15	-0.4492% ↓	Jul.15	-6.3390% ↓	Jul.15	+ 2.46% ↑
Aug.15	+0.4887% ↑	Aug.15	-4.5789% ↓	Aug.15	-0.80% ↓
Sep.15	-1.1805% ↓	Sep.15	+0.2648% ↑	Sep.15	-0.55% ↓
Oct.15	-0.1805% ↓	Oct.15	-3.0564% ↓	Oct.15	-1.96% ↓
Nov.15	+0.0700% ↑	Nov.15	-1,1308% ↓	Nov.15	-10.70% ↓
Dec.15	+2.6900% ↑	Dec.15	+5.2850% ↑	Dec.15	-10.42% ↓

**INDEKS MONTENEGROBERZE SA KOJIM TREBA UPOREDITI PRINOSI
OVA DAVA FONDA**

Jan.15	-0.44% ↓
Feb.15	+3,10 % ↑
Mar.15	+ 0,83% ↑
Apr.15	+5.91% ↑
May.15	-1.74% ↓
Jun.15	-0.94% ↓
Jul.15	-2.50% ↓
Aug.15	-1.04% ↓
Sep.15	+0.24% ↑
Oct.15	-0.87% ↓
Nov.15	-4.72% ↓
Dec.15	+ 6.39% ↑

Godišnji prinosi fondova za 2015

ATLAS FOND + 2,0000 %

TREND FOND + 10,46 %

MONETA FOND -19,7129%

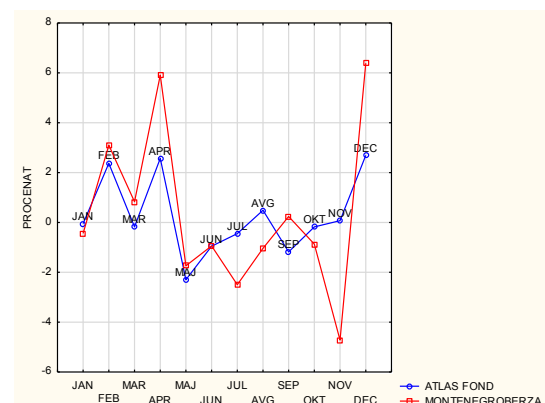
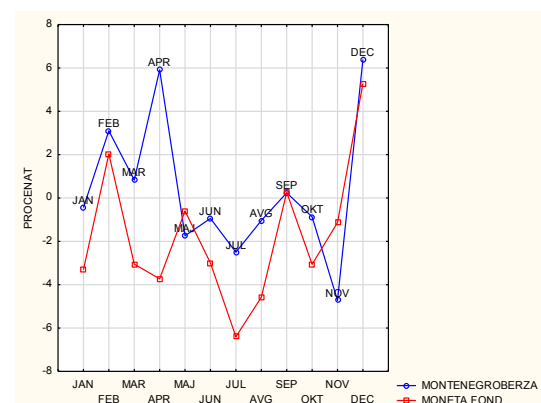
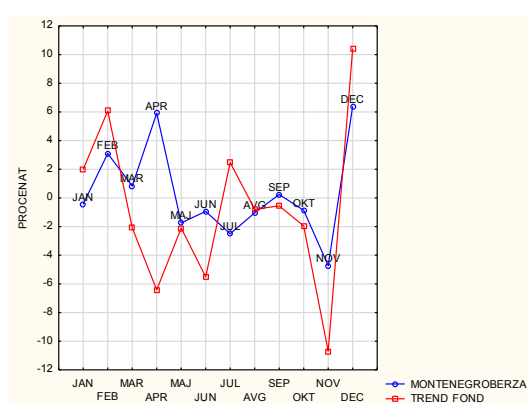
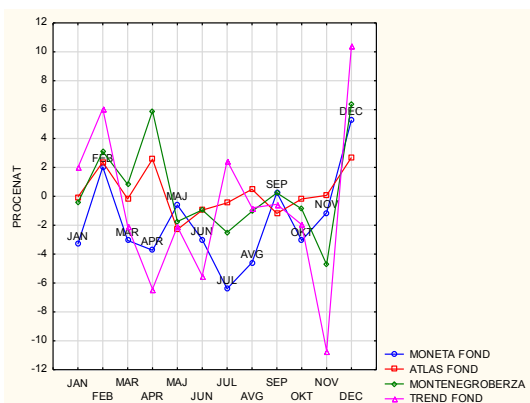
MONTENEGROBERZA MONEX INDEKS JE ZA 2015. IZNOSIO + 8,31%

DESKRIPTIVNA STATISTIKA

Statistics

	MONETA_FOND	ATLAS_FOND	MONTENEGROBERZA	TREND_FOND
Mean	-1.7722	.2422	.3517	-.7650
Median	-3.0258	-.1113	-.6550	-1.3800
Mode	-6.40 ^a	-2.30 ^a	-4.72 ^a	-10.70 ^a
Std. Deviation	3.16950	1.56242	3.29054	5.62460
Variance	10.046	2.441	10.828	31.636
Minimum	-6.40	-2.30	-4.72	-10.70
Maximum	5.29	2.69	6.39	10.42

a. Multiple modes exist. The smallest value is shown



TESTIRANJE HIPOTEZA

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	MONETA FOND – ATLAS FOND	-2.014	2.964	.855	-3.898	-.130	-2.354	11	.038
Pair 2	MONETA FOND - MONTENEGROBERZA	-2.123	3.238	.934	-4.181	-.066	-2.272	11	.044
Pair 3	MONETA FOND – TREND FOND	-1.007	4.875	1.407	-4.104	2.090	-.716	11	.489
Pair 4	ATLAS FOND - MONTENEGROBERZA	-.109	2.309	.666	-1.577	1.358	-.164	11	.873
Pair 5	ATLAS FOND – TREND FOND	1.007	5.225	1.508	-2.312	4.327	.668	11	.518
Pair 6	MONTENEGROBERZA – TREND FOND	1.116	4.859	1.402	-1.970	4.204	.796	11	.443

1. Kako je signifikantnost (značajnost) = $0,038 < 0,05$ Ho se odbacuje uz rizik greške 5% te zaključujemo da postoje statistički značajne razlike u poslovanju između Moneta fonda i Atlas fonda.
2. Kako je signifikantnost (značajnost) = $0,044 < 0,05$ Ho se odbacuje uz rizik greške 5% te zaključujemo da postoje statistički značajne razlike u poslovanju između Moneta fonda i Montenegroberze.
3. Kako je signifikantnost (značajnost) = $0,489 > 0,05$ Ho se prihvata uz verovatnoću od 95% te zaključujemo da ne postoje statistički značajne razlike u poslovanju između Moneta fonda i Trend fonda
4. Kako je signifikantnost (značajnost) = $0,489 > 0,05$ Ho se prihvata uz verovatnoću od 95% te zaključujemo da ne postoje statistički značajne razlike u poslovanju između Atlas fonda i Montenegroberze.
5. Kako je signifikantnost (značajnost) = $0,489 > 0,05$ Ho se prihvata uz verovatnoću od 95% te zaključujemo da ne postoje statistički značajne razlike u poslovanju između Atlas fonda i Trend fonda
6. Kako je signifikantnost (značajnost) = $0,489 > 0,05$ Ho se prihvata uz verovatnoću od 95% te zaključujemo da ne postoje statistički značajne razlike u poslovanju između Montenegroberze i Trend fonda
- 7.

REGRESIONA ANALIZA

Model Summary

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.540	.291	.134	2.950

The independent variable is MONTENEGROBERZA.

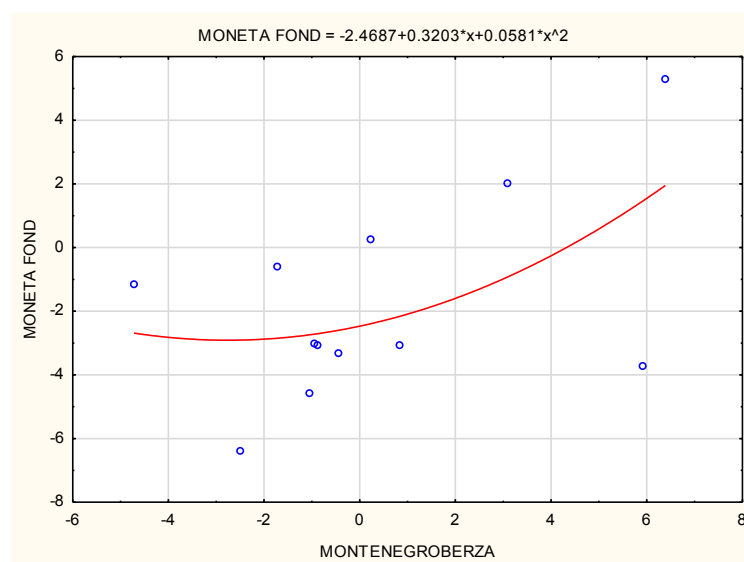
ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	32.197	2	16.098	1.850	.212
Residual	78.306	9	8.701		
Total	110.503	11			

The independent variable is MONTENEGROBERZA.

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
MONTENEGROBERZA	.320	.345	.333	.928	.378
MONTENEGROBERZA ** 2	.058	.078	.266	.742	.477
(Constant)	-2.469	1.113		-2.217	.054



Model Summary

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.840	.705	.639	.938

The independent variable is MONTENEGROBERZA.

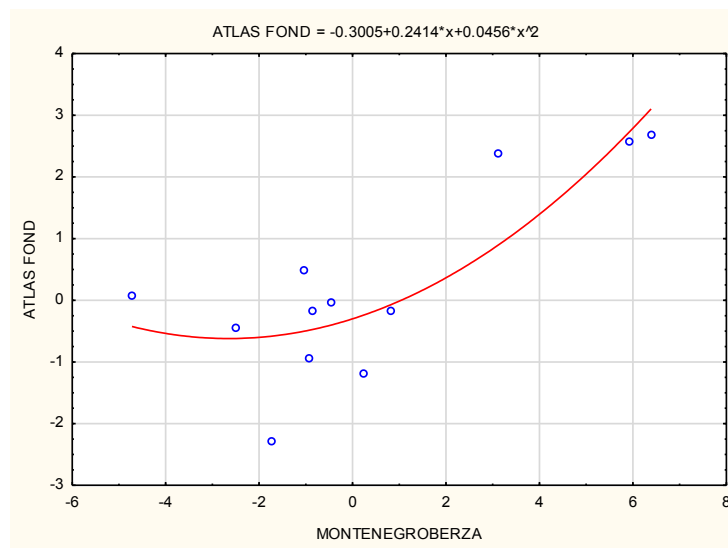
ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	18.932	2	9.466	10.756	.004
Residual	7.921	9	.880		
Total	26.853	11			

The independent variable is MONTENEGROBERZA.

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
MONTENEGROBERZA	.241	.110	.508	2.199	.055
MONTENEGROBERZA ** 2	.046	.025	.423	1.830	.100
(Constant)	-.301	.354		-.849	.418



Model Summary

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.564	.318	.166	5.136

The independent variable is MONTENEGROBERZA.

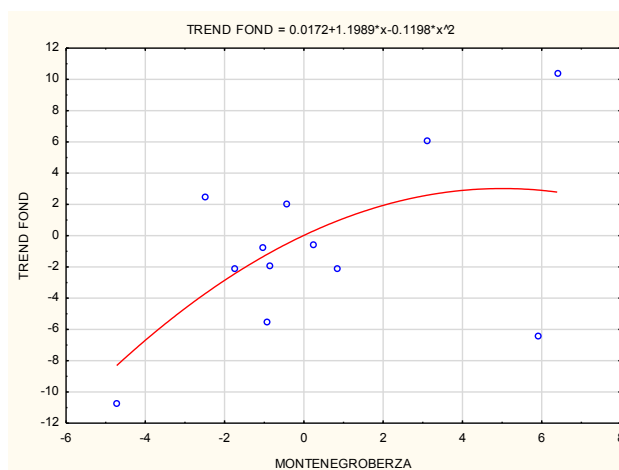
ANOVA

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	110.628	2	55.314	2.097	.179
Residual	237.370	9	26.374		
Total	347.997	11			

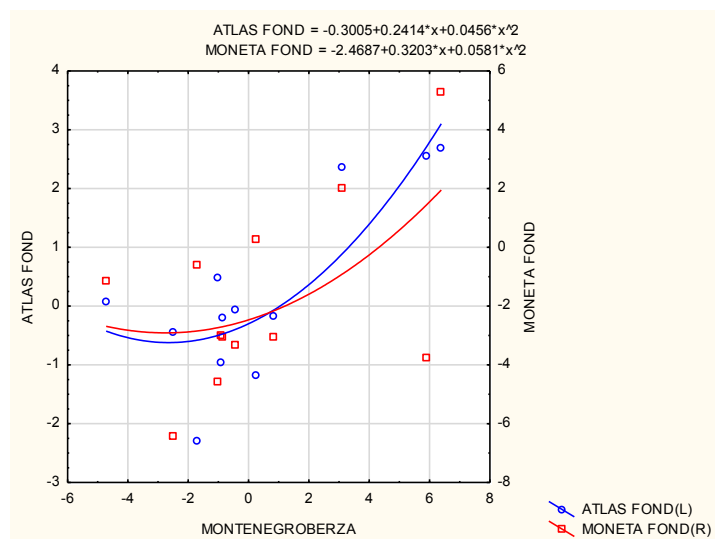
The independent variable is MONTENEGROBERZA.

Coefficients

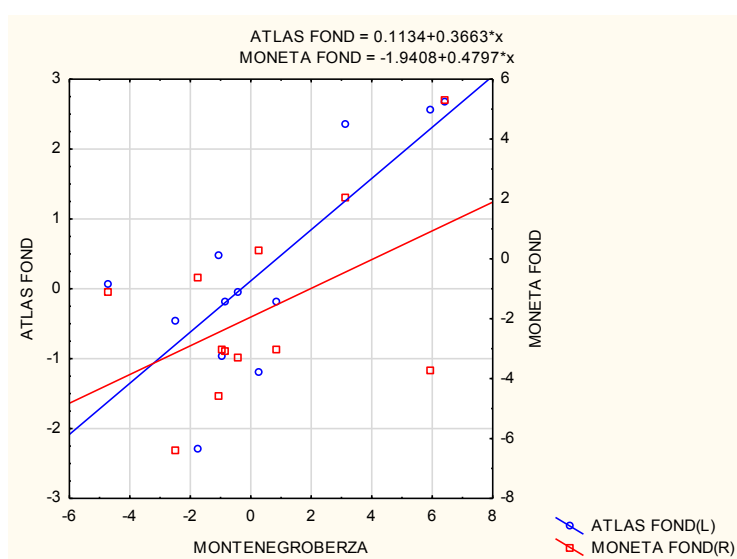
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
MONTENEGROBERZA	1.199	.601	.701	1.995	.077
MONTENEGROBERZA ** 2	-.120	.136	-.309	-.879	.402
(Constant)	.017	1.939		.009	.993

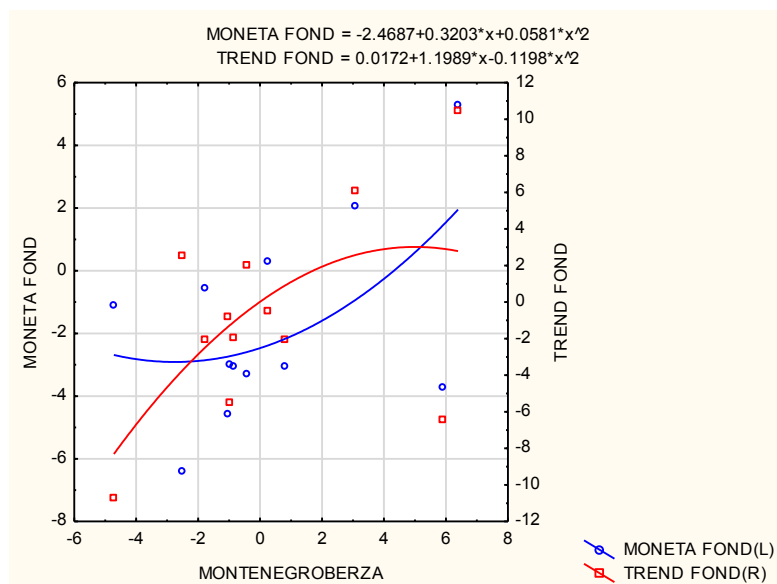


Za sve tri zavisne varijable “Moneta fond” , “Trend fond” i “Atlas fond” su urađeni prosti linearni krivolinijski regresioni modeli i utvrđeno je da je najmanja standardna greška utvrđena kod zavisne varijable “Moneta fond” i ona iznosi 0,938 procenata. To znači da se varijabla “Moneta fond” najbolje prilagođava kretanju berzanskog indeksa, jer je njena greška najniža.

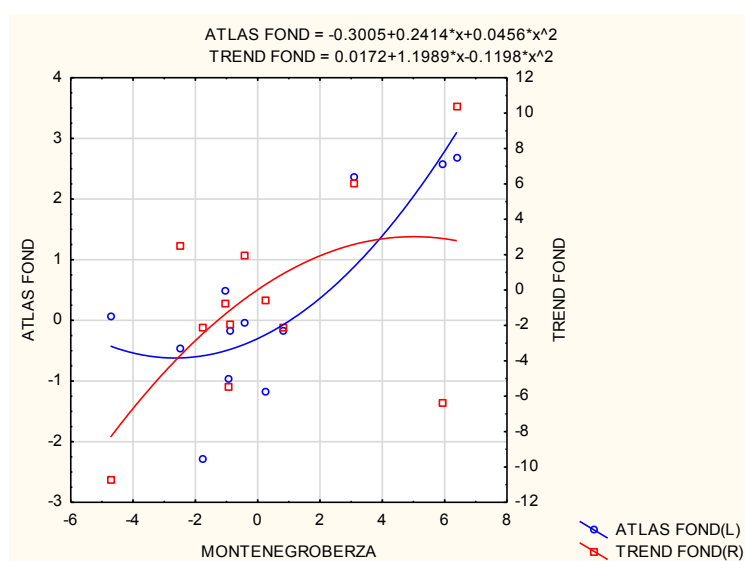


Dijagram rasturanja pokazuje kretanje zavisnih varijabli „Atlas fondaa“ i „Moneta fonda“ u zavisnosti od uticaja nezavisne varijable „Montenegroberze“. Prva se kreće po kvadratnoj funkciji oblika hiperbole $Y = -0,3005 + 0,2414x + 0,0456x^2$. Druga se kreće takođe po kvadratnoj funkciji $Y = -2,4687 + 0,3203x + 0,0581x^2$. Varijabla „Atlas fond“ će sa porastom nezavisne varijable dostići brzo svoj minimum i onda će sa porastom nezavisne varijable imati svoj rast dok varijabla „Moneta fond“ će dostići takođe svoj minimum i dalje povećanje nezavisne varijable će dovesti i do njenog rasta. Varijabla „Atlas fond“ će imati brži rast od varijable „ Moneta fond “



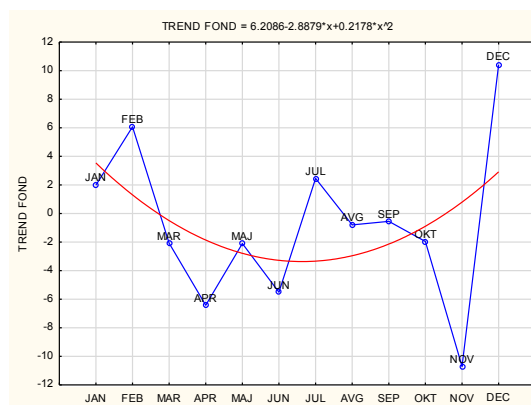
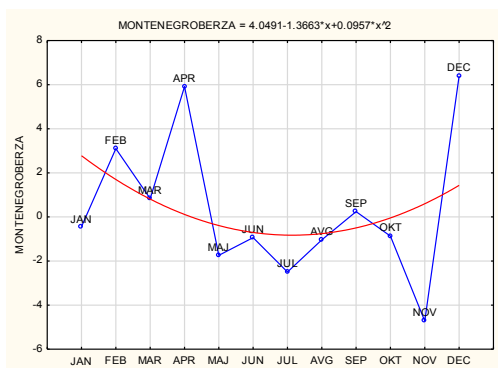
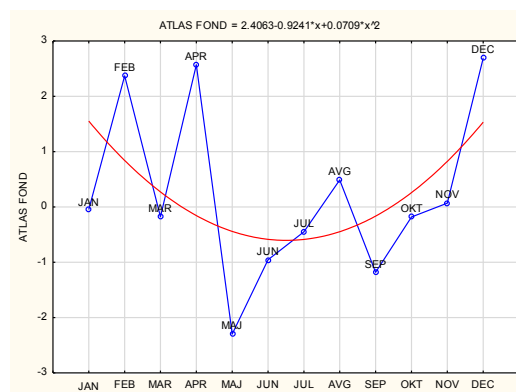
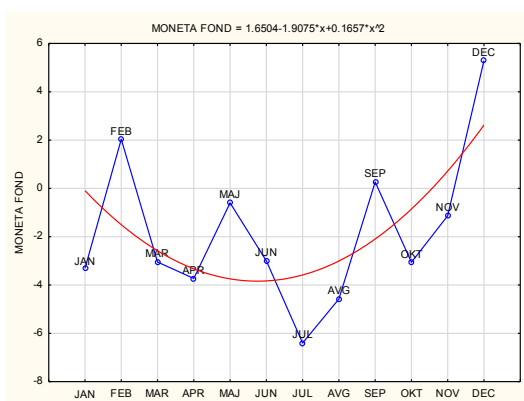


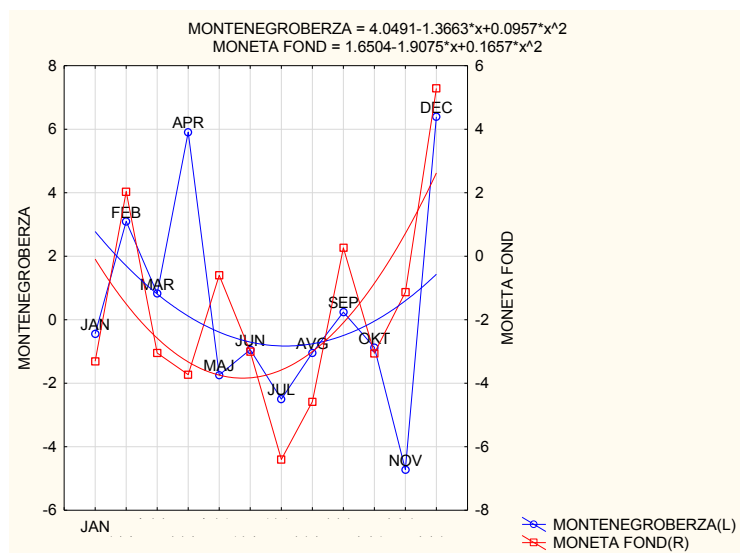
Dijagram rasturanja pokazuje kretanje zavisnih varijabli „Moneta fond“ i „Trend fond“ u zavisnosti od uticaja nezavisne varijable „Montenegroberza“. Prva se kreće po kvadratnoj funkciji oblika hiperbole $Y = -2,4687 + 0,3203x + 0,0581x^2$. Druga se kreće po kvadratnoj funkciji oblika parabole drugog stepena $Y = 0,00172 + 1,1989x - 0,1198x^2$. Varijabla „Trend fond“ će sa porastom nezavisne varijable dostići svoj maksimum i onda će sa porastom nezavisne varijable početi da opada dok varijabla „Moneta fond“ će dostići svoj minimum i dalje povećanje nezavisne varijable će dovesti do njenog rasta.



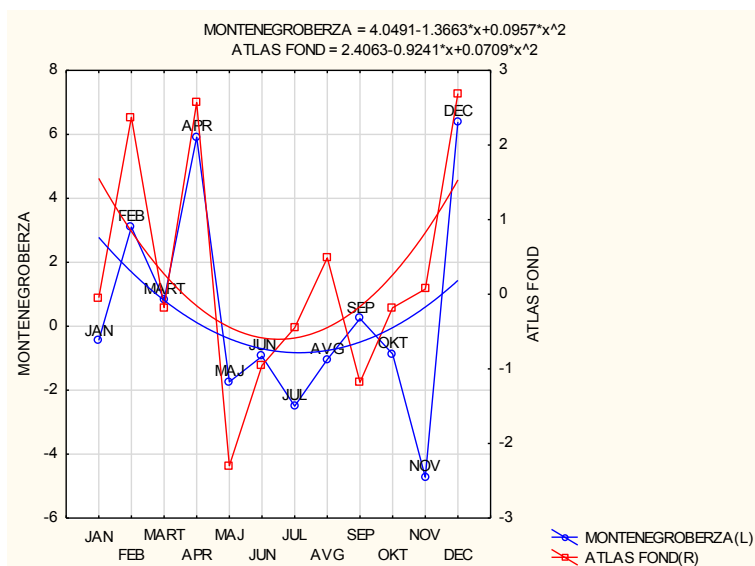
Dijagram rasturanja pokazuje kretanje zavisnih varijabli „Atlas fond“ i „Trend fond“ u zavisnosti od uticaja nezavisne varijable „Montenegroberza“. Prva se kreće po kvadratnoj funkciji oblika hiperbole $Y = -0,3005 + 0,2414x + 0,0456x^2$. Druga se kreće po kvadratnoj funkciji oblika parabole drugog stepena $Y = 0,0172 + 1,1989x - 0,1198x^2$. Varijabla „Trend fond“ će sa porastom nezavisne varijable dostići svoj maksimum i onda će sa porastom nezavisne varijable početi da opada dok varijabla „Atlas fond“ će dostići svoj minimum i dalje povećanje nezavisne varijable će dovoditi do njenog rasta.

DINAMIČKA ANALIZA

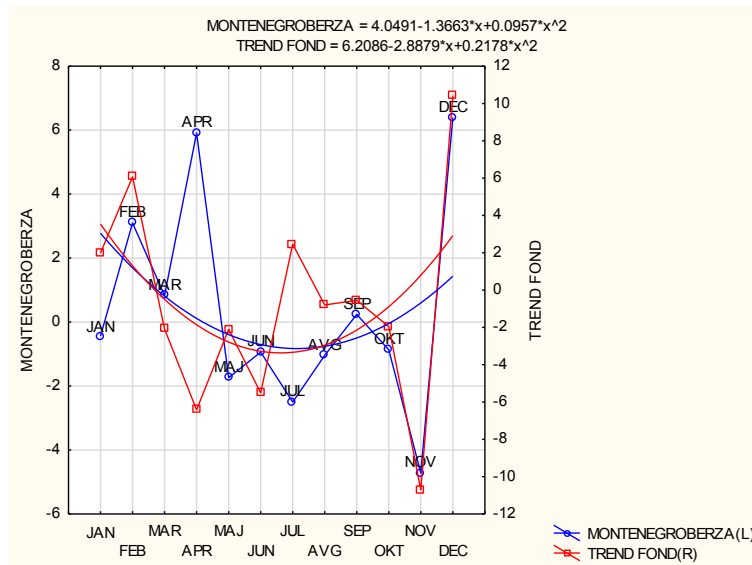




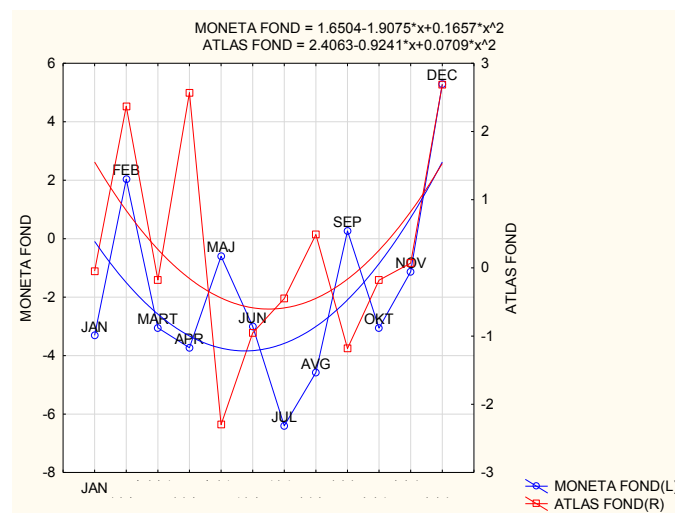
Ove dve vremenske serije pokazuju kretanje varijabli “Montenegroberza” i “Moneta fond” a koje se kreću po funkcija kvadratnih trendova. Prva po funkciji $Y = 4,0491 - 1,3663x + 0,0957x^2$. Druga po funkciji $Y = 1,6504 - 1,9075x + 0,1657x^2$. Obe varijable će sredinom posmatrane godine doseći svoj minimum da bi krajem godine obe pokazivale svoj oporavak,.



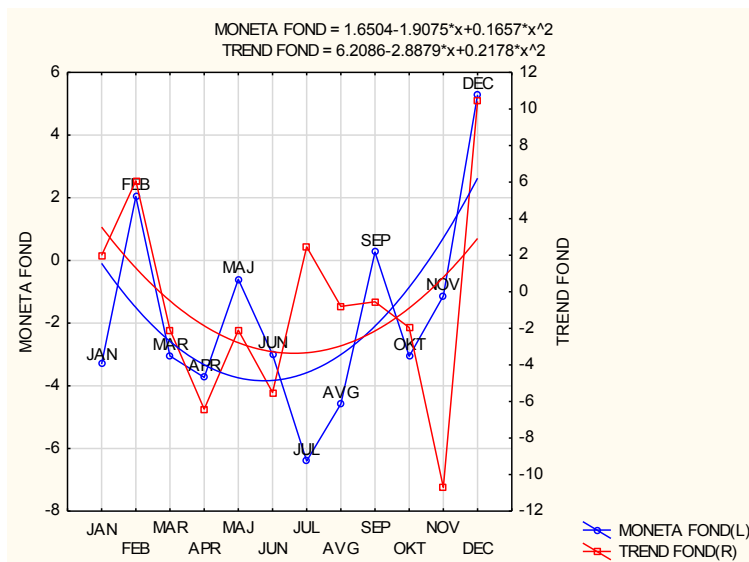
Ove dve vremenske serije pokazuju kretanje varijabli “Montenegroberza” i “Atlas fond” a koje se kreću po funkcija kvadratnih trendova. Prva po funkciji $Y = 4,0491 - 1,3663x + 0,0957x^2$. Druga po funkciji $Y = 2,4063 - 0,924x + 0,0709x^2$. Obe varijable će sredinom posmatrane godine doseći svoj minimum da bi krajem godine obe pokazivale svoj oporavak,.



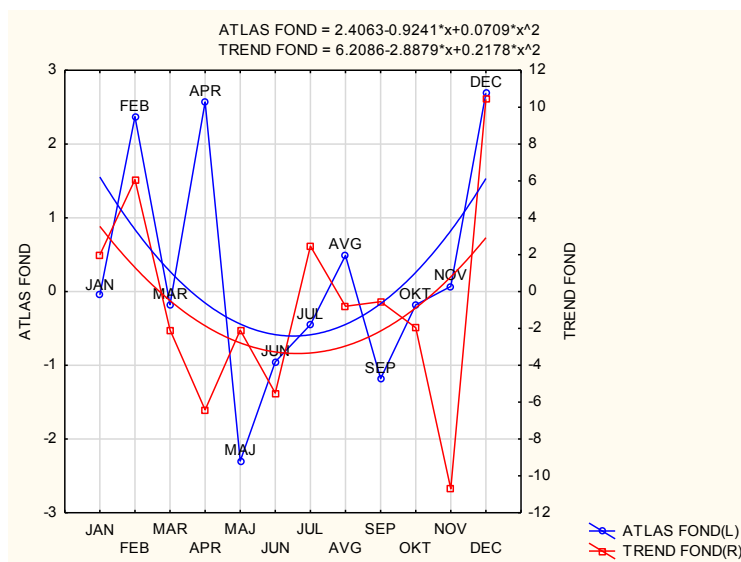
Ove dve vremenske serije pokazuju kretanje varijabli “Montenegroberza” i “Trend fond” a koje se kreću po funkcija kvadratnih trendova. Prva po funkciji $Y = 4,0491 - 1,3663x + 0,0957x^2$. Druga po funkciji $Y = 6,2086 - 2,8879x + 0,2178x^2$. Obe varijable će sredinom posmatrane godine doseći svoj minimum da bi krajem godine obe pokazivale svoj oporavak,.



Ove dve vremenske serije pokazuju kretanje varijabli “Atlas fond” i “Moneta fond” a koje se kreću po funkcija kvadratnih trendova. Prva po funkciji $Y = 1,6504 - 1,9075x + 0,1657x^2$. Druga po funkciji $Y = 2,4063 - 0,9241x + 0,0709x^2$. Obe varijable će sredinom posmatrane godine doseći svoj minimum da bi krajem godine obe pokazivale svoj oporavak,.



Ove dve vremenske serije pokazuju kretanje varijabli “Trend fond” i “Moneta fond” a koje se kreću po funkcija kvadratnih trendova. Prva po funkciji $Y = 1,6504 - 1,9075x + 0,1657x^2$. Druga po funkciji $Y = 6,2056 - 2,8879x + 0,2178x^2$. Obe varijable će sredinom posmatrane godine doseći svoj minimum da bi krajem godine obe pokazivale svoj oporavak,.



Ove dve vremenske serije pokazuju kretanje varijabli “Trend fond” i “Atlas fond” a koje se kreću po funkcija kvadratnih trendova. Prva po funkciji $Y = 62086 - 2,8879x + 0,2178x^2$. Druga po funkciji $Y = 2,4063 - 0,9241x + 0,0709x^2$. Obe varijable će sredinom posmatrane godine doseći svoj minimum da bi krajem godine obe pokazivale svoj oporavak,.

KORELACIONA ANALIZA

Correlations

		MONETA FOND	ATLAS FOND	MONTENEGRO BERZA	TREND FOND
MONETA FOND	Pearson Correlation	1	.373	.498	.502
	Sig. (2-tailed)		.232	.099	.096
ATLAS FOND	Pearson Correlation	.373	1	.772**	.385
	Sig. (2-tailed)	.232		.003	.216
MONTENEGRO BERZA	Pearson Correlation	.498	.772**	1	.509
	Sig. (2-tailed)	.099	.003		.091
TREND FOND	Pearson Correlation	.502	.385	.509	1
	Sig. (2-tailed)	.096	.216	.091	

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Izračunati Pirsonovi koeficijenti korelacije ranga pokazuju da ne postoji statistički značajna povezanost između ove četiri posmatrane varijable

6 ISTRAŽIVANJE PRIMENE BIHEJVIORISTIČKOG PRISTUPA U POSLOVNOM ODLUČIVANJU NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU

Fokus grupa

6.1 Ciljevi fokus grupe

Fokus grupni intervju je sproveden sa ciljem da se konstruiše skala vrednosnih orijentacija menadžera zaposlenih u finansijama, na osnovu iskustva uspešnih menadžera iz različitih sfera. Drugi cilj sprovođenja fokus grupe bio je sticanje uvida u to koliko su koncepti bihejviorističke teorije finansija zastupljeni u praksi.

6.2 Način sprovođenja

U aprilu 2016. godine sprovedene su tri fokus grupe na teritoriji Crne Gore, sa učesnicima koji su zaposleni u finansijskim institucijama. U prvoj fokus grupi učestvovali su menadžeri zaposleni u banci. Učesnici druge fokus grupe bili su menadžeri investicionog fonda, berze i privatnog penzionog fonda, dok su treću fokus grupu činili menadžeri iz brokerske kuće i američkog investicionog fonda. Fokus grupe su trajale u proseku oko dva sata, tokom kojih su ispitanici diskutovali na četiri unapred definisane teme iz oblasti bihejviorističkih finansija. Iscrpnim proučavanjem literature iz ove oblasti izvedeni su značajni indikatori, koji imaju uticaj na donošenje odluka menadžera zaposlenih u finansijama, na osnovu kojih su definisane teme ovih fokus grupa.

Ulogu moderatora fokus grupnog intervjuja na sebe je preuzela autorka ovog rada, koja je, zahvaljujući detaljnoj pripremi, dugogodišnjem novinarskom iskustvu i konsultacijama sa stručnjacima iz ove oblasti, uspela da uspešno sprovede sve tri fokus grupe i dobije vrlo značajne informacije od učesnika.

6.3 Uzorak

Kroz fokus grupni intervju prošlo je 23 ispitanika, menadžera zaposlenih na finansijskom tržištu. Učesnike prvog i drugog fokus grupnog intervjuja činilo je po

sedam ispitanika, dok je osmoro menadžera učestvovalo u trećoj fokus grupi. U tabelama koje slede u nastavku dat je pregled strukture uzorka.

Tabela 5: Fokus grupa 1 - Banka

Redni broj	Pol	Starost	Radni staž	Radni staž na trenutnoj poziciji	Obrazovanje
1	Ženski	34 godine	10 godina	9 godina	VSS
2	Ženski	31 godina	3 godine	2 godine	VSS
3	Muški	29 godina	7 godina	4 godine	VSS
4	Ženski	33 godine	10 godina	8 godina	MR
5	Ženski	38 godina	17 godina	9 godina	VSS
6	Muški	26 godina	3 godine	2 godine	VSS
7	Muški	33 godine	10 godina	2 godine	VSS

Tabela 6: Fokus grupa 2 - Brokerska kuća

Redni broj	Pol	Starost	Radni staž	Radni staž na trenutnoj poziciji	Obrazovanje
1	Muški	38	13 godina	2 godine	VSS
2	Ženski	24	14 meseci	14 meseci	VSS
3	Ženski	24	4 godine	18 meseci	VSS
4	Ženski	23	1 godina	2,5 meseca	VSS
5	Muški	33	11 godina	2 godine	VSS
6	Ženski	24	14 meseci	14 meseci	VSS
7	Muški	47	23 godine	2 godine	VSS

Tabela 7: Fokus grupa 3 - Investicioni fond

Redni broj	Pol	Starost	Radni staž	Radni staž na trenutnoj poziciji	Obrazovanje
1	Ženski	32	10 godina	9 godina	VSS
2	Ženski	43	18 godina	8 godina	MR
3	Ženski	43	17 godina	4 godine	MR
4	Ženski	38	14 godina	8 godina	VSS
5	Ženski	24	3 meseca	3 meseca	VSS
6	Ženski	24	3 godine	2 meseca	VSS
7	Ženski	30	7 godina	4 godine	VSS
8	Muški	24			VSS

6.4 Pregled tema fokus grupnog intervjua

Izučavanjem strane i domaće literature na temu biheviorističkih finansija, izdvojeni su kognitivni, emocionalni i društveni faktori koji su značajni za donošenje poslovnih odluka. Brojni radovi imaju za temu diskusiju o njihovom značaju za poslovno odlučivanje, ali su malobrojni radovi koji empirijski i praktično dokazuju njihov značaj. Doprinos ovog rada ogleda se u empirijskoj i praktičnoj proveru pojedinih postavki

biheviorističke teorije. Fokus grupni intervju omogućio je uvid u to na koji način menadžeri u finansijama donose svoje poslovne odluke i kako se to manifestuje na njihove rezultate.

Prva tema koja je otvorena u fokus grupama bile su **performance menadžera**. S obzirom na to da dobre poslovne odluke prave razliku između uspešnih i neuspešnih menadžera, cilj ispitivanja je bio odgovor na pitanje šta to menadžeri vide kao ključno za uspeh u svom poslu. U nastavku sledi prikaz pitanja koja su bila predmet diskusije:

- Šta mislite da je ključ uspeha menadžera u finansijama koji postižu natprosečne rezultate?
- Šta je ključna razlika između uspešnih i neuspešnih menadžera?
- Koje kompetencije smatrate da Vam najviše nedostaju da biste bili uspešnji u svom poslu?
- Da li smatrate da su menadžerima potrebna znanja iz drugih oblasti i u kojoj meri? Iz kojih oblasti?
- Kako je izgledala profesionalna selekcija kroz koju ste prošli kada ste konkurisali za posao na kome trenutno radite? (Da li su radili testove inteligencije, osobina ličnosti...)

Druga tema koja je pokrenuta odnosila se na **donošnje odluka**. Cilj pokretanja ove teme bio je da se dođe do saznanja o tome na koji način menadžeri donose odluke, koliko se oslanjaju na dostupne informacije i iskustvo, a koliko na intuiciju; takođe, koliko u svom poslu imaju prostora za donošenje odluka koje ne proističu samo iz pravila, procedura i zakona. Kako bi se otvorila ova tema, postavljena su sledeća pitanja:

- Šta sve uzimate u obzir prilikom donošenja poslovnih odluka?
- Koliko višak izbora koji postoji u savremenim finansijama otežava odlučivanje i čime se rukovodite u takvim situacijama?
- Da li bolje rezultate postižu menadžeri koji se pri donošenju odluka striktno drže pravila i procedura, ili oni koji slušaju svoju intuiciju? Zbog čega to mislite?
- U kojim situacijama ste Vi postizali bolje rezultate - kada ste odluke donosili analitički ili intuitivno?

-
- Da Vam se požali kolega i kaže da ima poteškoća u donošenju neke poslovne odluke, šta biste mu posavetovali?

Vrednosti menadžera bila je *treća tema* fokus grupa. Kroz ovu temu je ispitano koje vrednosti menadžeri smatraju dobrim i poželjnim za uspeh u svom poslu, a koje vrednosti smatraju kontraindikacijom za postizanje rezultata. Prikaz pitanja o kojima se diskutovalo:

- Kakav sistem vrednosti treba da ima neko da bi bio uspešan na Vašem poslu? Koje su ključne vrednosti koje treba da poseduje? Rangirajte ih po važnosti.
- Šta mislite, koje su vrednosti kontraindikacija za uspeh u Vašem poslu? (Npr. altruizam, empatija, egalitarizam...)

Četvrta tema bile su *biheviorističke finansije*, odnosno da li su i koliko menadžeri upoznati sa njima i koliko u svakodnevnom radu koriste saznanja koja nudi ova teorija. Slede pitanja koja su postavljena:

- Kako biste procenili svoje znanje o bihevioralnim finansijama?
- Na koji način ste sticali znanja o bihevioralnim finansijama (fakultet, literatura, iskustvo, seminari...)?
- Ako imate znanje iz bihevioralnih finansija, da li ga i u kojim konkretnim situacijama koristite?

6.5 Rezultati

6.5.1 Tema 1. Performanse menadžera sa finansijskog tržišta

I grupa: Većina učesnika u fokus grupama je kao ključ uspeha menadžera koji postižu natprosečne rezultate navela pre svega adekvatno znanje, dobre komunikacione veštine, informisanost i istrajnost; takođe, ističu da je od izuzetne važnosti i stručan kadar kojim rukovode, spremnost na rizik i uzimanje u obzir potreba zaposlenih. Važno je naglasiti da je i delegiranje poslova kompetentnim ljudima izdvojeno kao značajno za uspeh menadžera.

Učesnici najčešće navode sreću kao ključne razlike između uspešnih i neuspešnih menadžera, ali i prepoznavanje i stvaranje prilika, kao i sposobnost da se te prilike iskoriste.

Na pitanje koje kompetencije im najviše nedostaju da bi bili uspešniji u svom poslu, učesnici najčešće navode nedostatak volje i motivacije, ističući da su ih izgubili zbog nepodsticajnog ambijenta, koji im ne daje prilike za razvoj i napredak.

Svi učesnici fokus grupe su se složili da su im neophodna i znanja iz drugih oblasti, pre svega računovodstva, ekonomije, psihologije, ali i neka opšta znanja, s tim da je bilo onih koji su isticali da su menadžerima pre svega potrebna znanja vezana za rukovođenje, kako bi se najbolje iskoristili potencijali zaposlenih. Mnogi su istakli da ličnost menadžera često ima najvažniju ulogu i da znanja nisu dovoljna. Različita mišljenja pokrenula su diskusiju oko toga da li su znanja iz etike važna menadžerima i koliko treba da ih primenjuju u svom poslu. Pored navedenih znanja koja su prepoznali kao potrebna, istakli su da bi im koristila i znanja vezana za pravo, sociologiju i marketing.

Radi provere kriterijuma koji su uzimani u obzir pri zapošljavanju menadžera, učesnicima je postavljeno pitanje o tome kako je izgledala selekcija za posao menadžera koju su prošli kada su konkurisali za radno mesto na kome trenutno rade. Najčešći odgovori su bili da nisu ni prošli proces profesionalne selekcije i da su do posla došli nakon prakse, probnog rada ili pripravničkog staža, dok su retki među njima pri zapošljavanju imali intervju sa nadređenima.

II grupa: Učesnici druge fokus grupe, kao ključ uspeha menadžera koji postižu natprosečne rezultate, navode: poznanstva, da menadžer zna da odabere najbolje ljude za adekvatne pozicije, dobru organizaciju, veštine motivisanja zaposlenih, stručnost, znanja iz oblasti finansija, veštine delegiranja, hrabrost, brzo donošenje poslovnih odluka, spremnost na rizik, veštine timskog rada, primenljivost znanja i spremnost da se ono podeli sa kolegama; takođe, navode da su važne i sledeće karakteristike: poštenje, lojalnost, iskrenost i kontrola sujete.

Kao ključne razlike između uspešnih i neuspešnih menadžera navode: dobru organizaciju, delegiranje posla pravim ljudima, saradnju sa kolegama koji su stručni u svojim oblastima, autonomiju u donošenju odluka, odgovornost, fokusiranje na suštinu, a ne na formu. Učesnici su kao ključne karakteristike neuspešnih menadžera izdvojili sujetu i strah od uspeha podređenih.

Kompetencije, za koje smatraju da im najviše nedostaju kako bi bili uspešniji su: strpljenje i pedantnost, kreativnost, otvorenost da iznošenje svog mišljenja, iskustvo, emocionalna inteligencija, istrajnost, disciplina i odgovornost, poštovanje date reči i poslovna inteligencija.

Učesnici navode da su za njihov posao potrebna znanja iz više oblasti, pre svega iz pravne regulative, marketinga, ljudskih resursa, psihologije, diplomatije i drugih opštih znanja.

Polovina učesnika navodi da su prošli kroz proces profesionalne selekcije, koji se sastojao iz testiranja sposobnosti, osobina ličnosti i intervjua, dok druga polovina navodi da su do posla došli zahvaljući preporukama i poznanstvima.

III grupa: Učesnici treće fokus grupe, kao ključ uspeha menadžera u finansijama koji postižu natprosečne rezultate, navode: kreativnost, veštinu delegiranja obaveza, upornost, veštine okupljanja tima, analitičnost, miks stroge discipline i razumevanja, brzinu reagovanja i donošenja odluka.

Kao ključne razlike između uspešnih i neuspešnih menadžera, učesnici navode upornost, odgovornost, snalažljivost, znanje, perfekcionizam, verovanje u ljude, poverenje i posvećenost radu.

Kao kompetencije koje im najviše nedostaju, učesnici ističu iskustvo, znanje, bezobrazluk, hrabrost za preuzimanje rizika i spremnost za preuzimanje inicijative.

Učesnici treće fokus grupe prepoznaju da su im za uspešno obavljanje posla, pored znanja iz oblasti kojom se bave, potrebna i znanja iz dodatnih oblasti, poput psihologije, sociologije, znanja jezika, komunikologije, kao i široka lepeza znanja iz raznih drugih oblasti.

Na pitanje kako je izgledao proces profesionalne selekcije, učesnici navode da niko od njih nije prošao proces profesionalne selekcije, već da su do posla došli preko preporuke, ili da su dobili posao nakon pripravničkog staža.

6.5.2 Tema 2. Donošenje odluka menadžera sa finansijskog tržišta

Grupa I: Na pitanje šta najčešće uzimaju u obzir prilikom donošenja odluka, učesnici ukazuju na to da bi pitanje trebalo da glasi: “Šta biste uzeli u obzir da Vi donosite odluke?”, navodeći da poslednju reč uglavnom ima vlasnik, a da oni često nemaju prilike da samostalno donose odluke. Pored ovog komentara, navode da u obzir uzimaju zadate rokove i da razmišljaju o uzrocima i posledicama.

Na pitanje koliko višak izbora koji postoji u savremenim finansijama otežava odlučivanje i čime se rukovode u takvim situacijama, učesnici su dali komentar: “Pitanje nije za naše prilike”; “Problem je što ne postoji višak izbora, čak postoji manjak izbora. Možda na globalnom planu postoji višak izbora, ali lokalno ne.”

Do najžustrije diskusije je došlo kada su učesnici upitani da li bolje rezultate postižu menadžeri koji se oslanjaju na pravila i procedure, ili oni koji se oslanjaju na intuiciju. Učesnici su bili dosta podeljeni oko odgovora na ovo pitanje. Iako niko nije porekao važnost pravila i procedura, deo njih je smatrao da je intuicija ono što pravi najznačajnije razlike. Neki od odgovora bili su: “Na duži rok bolje rezultate postižu menadžeri koji se drže pravila, ali to nije pravilo”; “Svaki menadžer se mora držati pravila i procedura, ali je bolji onaj koji ima pored toga i intuiciju”; “Ako se često koristi intuicija, ona neće dovesti do pravih rezultata.”

Na pitanje u kojim situacijama su postizali bolje rezultate - kada su odluke donosili analitički ili intuitivno, učesnici su podeljeno odgovorili, ukazujući da sve zavisi od same situacije.

Kada su učesnici upitani šta bi posavetovali kolegi koji im se požali na to da ima poteškoća u donošenju neke poslovne odluke, najčešći odgovori su bili: “da dobro razmisli”; “da se posavetuje”; “da prvo iznese svoje mišljenje”...

Grupa II: Učesnici druge fokus grupe navode da pri donošenju poslovnih odluka najčešće uzimaju u obzir raspoložive alternative, prioritete, instikte, informacije, posledice odluka koje treba da donesu i navode da se upravo na te faktore oslanjaju kada imaju mogućnost da samostalno donesu odluku koja nije potpuno ograničena propisanim pravilima i procedurama.

Učesnici su podeljeni po pitanju toga da li smatraju da bolje rezultate postižu oni koji se pridržavaju pravila i propisa, ili oni koji se rukovode intuicijom u odlučivanju. Jedan učesnik je naveo da je za uspeh ključna hrabrost da se postupi protiv pravila.

Na pitanje u kojim situacijama su oni lično postizali bolje rezultate, kada su se vodili analizom ili intuicijom, polovina učesnika navodi da su se dominantno vodili analizom situacije, dok druga polovina učesnika navodi da su uvek bolje prošli kad su slušali intuiciju.

Kolegi koji bi imao poteškoća u donošenju odluka, učesnici fokus grupe bi posavetovali da “prespava”, da se adekvatno informiše, da potraži dodatna mišljenja, kao i da sagleda efekte i alternative odluke.

Grupa III: Na pitanje šta uzimaju u obzir prilikom donošenja odluka, učesnici navode da se najčešće vode dostupnim informacijama, kao i time da odluka bude usmerena u korist klijenta, savetima stručnih kolega, pravnim normama, potencijalnim posledicama odluka, ali i mogućim alternativama, kao i efektima odluke. Jedan od učesnika navodi da pri odlučivanju uvek sagleda pravila i procedure, ali da na kraju uvek posluša intuiciju.

Učesnici su se složili da višak izbora pri odlučivanju značajno otežava donošenje odluke. Neki od njih navode da se najčešće rukovode intuicijom, dok drugi u tim situacijama prikupljaju dodatne informacije, konsultuju internet, kolege i prijatelje.

Na pitanje da li smatraju da bolje rezultate postižu oni koji se pridržavaju pravila i propisa, ili oni koji se rukovode intuicijom u odlučivanju, učesnici navode sledeće: “bez kreativnosti i smelosti nema napretka, potrebno je uvek iskočiti iz norme da bi se postigao napredak”; “intuiciju poslušam”; “intuicijom, ali da prethodno imaju znanje”; “rupama u zakonu se koriste da ostvare profit, ali da pritom normama mogu da pokriju

svoju odluku i da ne krše pravila i zakone i da su sasvim sigurni da neće trpeti posledice”.

Svi ispitanici su naglasili da pri odlučivanju koriste i intuiciju i analitički pristup, “ne mogu da se razdvoje, koristim oboje”, ali su takođe naglasili i da se u velikoj meri oslanjaju na iskustvo.

Ukoliko bi kolega koji ima poteškoća sa donošenjem odluke zatražio njihov savet, učesnici su naveli da bi posavetovali kolegu i potrudili se da mu navedu što više argumenata i predloga.

6.5.3 Tema 3. Sistem vrednosti menadžera sa finansijskog tržišta

Grupa I: Učesnici su, kao vrednosti koje bi trebalo da ima neko ko se uspešno bavi ovim poslom, izdvojili: etičnost, altruizam, međuljudske odnose, kreativnost, rad, moral, poštovanje...

Vrednosti koje su učesnici prepoznali kao štetne za ovaj posao su makijavelizam, poltronstvo, neetičnost i nepoverenje.

Grupa II: Kada je pokrenuto pitanje o sistemu vrednosti koji bi trebalo menadžeri da imaju kako bi bili uspešni u svom poslu, učesnici su istakli da je sistem vrednosti u kome živimo iskrivljen i da pogoduje više nestručnim nego stručnim ljudima.

Kao vrednosti koje su kontraindikacija za posao navode altruizam, preveliku otvorenost i empatiju.

Grupa III: Kao vrednosti važne za uspeh u poslu koji obavljaju, menadžeri su izdvojili: moral, ugled, pouzdanost, napredovanje. Učesnici nisu naveli vrednosti koje bi mogle biti kontraindikacija za njihov posao.

6.5.4 Tema 4. Poznavanje biheviorističkih finansija menadžera sa finansijskog tržišta

Grupa I: Većina učesnika fokus grupe je upoznata sa biheviorističkim finansijama. Znanja iz ove oblasti su uglavnom stekli tokom formalnog obrazovanja, dok je nekolicina njih izjavila da je do tih znanja došla samoedukacijom.

Učesnici su prepoznali da se znanja iz biheviorističkih finansija najbolje mogu upotrebiti prilikom poslovanja na berzi.

Grupa II: Većina učesnika nije upoznata sa biheviorističkim finansijama. Dva učesnika navode da su učili o njima na fakultetu, dok je jedan učesnik dao i tačnu definiciju. Nakon što su čuli šta se podrazumeva pod biheviorističkim finansijama, učesnici su sa oduševljenjem konstatovali da mnoge koncepte iz biheviorističkih finansija koriste u svakodnevnom poslovanju.

Grupa III: Svi učesnici, sem pripravnice, izjavili su da nisu upoznati sa biheviorističkim finansijama. Međutim, nakon objašnjenja mlade pripravnice šta se pod tim pojmom podrazumeva, svi su prepoznali da primenjuju koncepte ove teorije u svakodnevnom poslovanju. Pripravnicu navodi da se sa ovom teorijom upoznala na seminaru.

6.6 Diskusija i zaključak

Nakon analize informacija do kojih se došlo putem fokus grupa, zaključak je da su ispunjena oba postavljena cilja. Zahvaljujući spremnosti učesnika da podele svoje stavove i razmišljanja vezana za koncepte iz teorije biheviorističkih finansija, došlo se do značajnih podataka o tome koliko su ti koncepti zastupljeni u svakodnevnom poslovnom životu menadžera.

Na osnovu izučavanja literature, kao i podataka do kojih se došlo diskusijom na temu o tome koje vrednosti treba da imaju menadžeri da bi bili uspešni u svom poslu, kreirana je *skala vrednosnih orijentacija*, koja sledi u nastavku.

V VM skala

Pred Vama se nalazi lista vrednosti. Molimo Vas da označite u kom stepenu je dole navedena vrednost važna za Vas lično, a potom da izdvojite tri vrednosti koje su za Vas najvažnije i da ih rangirate po stepenu važnosti.

Uopšte mi nije važno

1

Izuzetno mi je važno

7



Redni broj	Karakteristike	1	2	3	4	5	6	7
1.	Timski rad	1	2	3	4	5	6	7
2.	Autonomija u radu	1	2	3	4	5	6	7
3.	Raznovrstnost posla	1	2	3	4	5	6	7
4.	Dobri međuljudski odnosi	1	2	3	4	5	6	7
5.	Moralna načela	1	2	3	4	5	6	7
6.	Poverenje	1	2	3	4	5	6	7
7.	Altruizam	1	2	3	4	5	6	7
8.	Poslovna etika	1	2	3	4	5	6	7
9.	Podrška ličnom razvoju	1	2	3	4	5	6	7
10.	Disciplinovanost	1	2	3	4	5	6	7
11.	Autoritet	1	2	3	4	5	6	7
12.	Finansijska sigurnost	1	2	3	4	5	6	7
13.	Stručnost	1	2	3	4	5	6	7
14.	Stalno učenje	1	2	3	4	5	6	7
15.	Orijentacija na rezultat	1	2	3	4	5	6	7

Molimo Vas da izdvojite tri vrednosti koje su vam najvažnije i da ih rangirate po važnosti:

1. _____
2. _____
3. _____

Integracijom podataka koje su učesnici fokus grupa iznosili, došlo se do zanimljivih zaključaka. Menadžeri koji su zaposleni u finansijama percipiraju da u njihovom poslu uglavnom nema viška izbora. Izuzetak su menadžeri koji su zaposleni u investicionom fondu, čiji izbori su ograničeni unapred određenim pravilima ulaganja, prospektom i

investicionom politikom fonda, koja je propisana Zakonom, tako da su koordinate u kojima se kreću izbori investicionih menadžera strogo definisane, a samim tim i ograničavajuće, iako oni sami navode da bi, ukoliko ne bi postojale pomenute vrste ograničenja, portfolio menadžeri imali dileme oko izbora određenih poslovnih odluka u obilju svih mogućnosti koje im se nude u smislu bogatstva investicionih alternativa u finansijsku aktivu. Propisima je precizno određeno u koje hartije od vrednosti se može ulagati i do kojeg procenta, ograničeno je i raspolaganje nekretninama koje fondovi poseduju, kretanja gotovine i novčani tokovi se kroz izveštaje javno objavljuju i prate, tako da je rezerva koju su u smislu viška izbora pokazali portfolio menadžeri uslovljena propisima i nije rezultat neprepoznavanja i nekorišćenja prilika koje im se nude prilikom odabira vrste ulaganja, već rezultata zakonskih ograničenja.

S obzirom na odgovornost koju podrazumevaju poslovi u finansijama, poštovanje pravila i procedura jedan je od osnovnih zahteva posla. Ove finansijske organizacije imaju birokratsku strukturu i dominantno izraženu kulturu uloga, te nije iznenađujuće što su učesnici fokus grupa naglašavali značaj pridržavanja propisanih pravila i procedura u njihovom poslu. Međutim, ono što je zanimljivo i značajno za temu ovog rada je to da su menadžeri često navodili da je upravo intuicija ono što razlikuje uspešne od neuspešnih menadžera, kao i hrabrost da se “iskoči iz norme” i postupi protiv pravila. Ovakvi nalazi potkrepljuju postulate biheviorističke teorije finansija, koji ukazuju da pored racionalnih činilaca, na poslovno odlučivanje utiču i iracionalni.

Na pitanje u kojim situacijama su oni lično postizali bolje rezultate, kada su se vodili analizom ili intuicijom, odgovori su podeljeni. Polovina učesnika je izjavila da se vodila analizom situacije, dok je polovina slušala svoju intuiciju. Međutim, kada se učesnici stave u situaciju da treba da posavetuju kolegu koji ima poteškoća u odlučivanju, apsolutno svi učesnici fokus grupa bi mu posavetovali da se osloni isključivo na elemente koji spadaju u domen racionalnih činilaca odlučivanja.

Kada se od učesnika tražilo da prepoznaju šta je ključ uspeha onih koji u svom poslu postižu natprosečne rezultate, učesnici su, pored nekih karakterističnih menadžerskih veština, navodili i karakteristike ličnosti, poput istrajnosti, hrabrosti, spremnosti na rizik, strpljenja, kreativnosti, kao i poštenja, lojalnosti, iskrenosti i kontrole sujete.

Emocionalna inteligencija je takođe navedena i prepoznata kao važna karakteristika uspešnih menadžera.

Radi utvrđivanja da li se pri profesionalnoj selekciji menadžera ispituje da li kandidati poseduju ove karakteristike, prepoznate kao važne za uspeh u poslu, učesnici su odgovarali na pitanje kako je izgledala selekcija pri njihovom zapošljavanju. Najveći deo učesnika izjavio je da nije bilo nikakvog procesa selekcije i da su preporuke i poznanstva bili presudni pri njihovom zapošljavanju. Ovi podaci ukazuju na to da je značaj koji biheviorističke teorije finansija pridaju karakteristikama ličnosti veoma prepoznat u praksi, ali da znanja o njihovoj važnosti još uvek nisu adekvatno iskorišćena pri izboru onih koji će donositi najbolje odluke.

Menadžeri zaposleni u finansijama su svesni da za uspešno obavljanje posla menadžerima nije dovoljno da imaju znanja samo iz oblasti kojima se bave, već da su im neophodna i znanja iz drugih naučnih disciplina, pre svega iz prava, psihologije, sociologije, komunikologije i marketinga, što potvrđuje tezu da klasične ekonomske teorije nisu dovoljne za razumevanje ponašanja ljudi na tržištu rada.

Opšti zaključak je da svest o važnosti pojedinih postavki biheviorističkih teorija postoji, ali da se ta znanja još uvek ne primenjuju adekvatno u praksi.

7 ISTRAŽIVANJE

Istraživanje relacije između emocionalne kompetentnosti, sistema vrednosti i donošenja odluka zasnovanih na bihejviorističkoj teoriji

7.1 Metodološki deo rada

7.1.1 Problem istraživanja

Teorija bihejvioralnih finansija uzdrmla je viđenje koje su klasične ekonomske teorije imale na donošenje poslovnih odluka. Za razliku od standardnih teorija finansija koje polaze od pretpostavke da ekonomski posrednici na osnovu dostupnih informacija donose racionalne odluke, bihejvioralne teorije ukazuju na kompleksnost psihološke prirode čoveka kao donosioca odluka. Ove teorije akcentiraju na uticaj koji kognitivni, emocionalni i društveni faktori imaju na donošenje odluka, sugerišući da čovek nije uvek racionalan u svojim izborima i da su oni uslovljeni karakteristikama ličnosti, sistemom vrednosti, prethodnim iskustvima donosioca odluka, kao i emocijama, stavovima, motivacijom i drugim psihološkim faktorima koji determinišu čovekovo ponašanje.

Vremenom se pokazalo i postalo je jasno da model racionalnog investitora, odnosno homo ekonomikusa, koji je opisan u tradicionalnim finansijama predstavlja teorijsku konstrukciju, koja se bitno razlikuje od ponašanja i odlučivanja običnih, normalnih ljudi, koji su homo sapiensi, odnosno „iracionalni investitori“, kako ih nazivaju, samo zato što se njihovo ponašanje razlikuje od teorijskog koncepta „racionalnih investitora“. Ponašanje investitora je heterogeno, oni imaju različita očekivanja u vezi prinosa na aktivu i rizika koji im investiranje može doneti, a imaju i različite informacije. U situacijama kada raspolažu sa istim informacijama, investitori ih potpuno različito interpretiraju, pa se javljaju neslaganja u stavovima i percepciji investitora što akođe utiče na odlučivanje i određuje buduće finansijske odluke.

Savremena istraživanja, kombinujući dve nauke ekonomiju i psihologiju, pokazuju da su koncepti ograničene racionalnosti, ličnog interesa i samokontrole bitni faktori ekonomskih pojava. Korisnost primene eksperimenata u ekonomiji ima za posledicu to da sve veći broj ekonomista smatra ovakve metode nezamenljivim alatom u

istraživanjima. Nove generacije ekonomista povezuju oblasti eksperimentalne ekonomije i ekonomske psihologije, oblasti koje su ranije bile suprotstavljene. Vernon Smith i Daniel Kahneman su glavni inicijatori ovakvih procesa i najzaslužniji su za ovakve uzbudljive promjene u ekonomskom istraživanju.

Glavni problem u istraživanjima menadžerskog ponašanja bila je identifikacija biheviorističkih kategorija koje su relevantne i smislene za sve vođe i menadžere.

Rezultati velikog empiriskog istraživanja u kompanijama u Hrvatskoj, potvrđuje kakao je za, prema mišljenju ispitanih menadžera, najvažniji faktor koji utiče na odlučivanje „vlastite karakteristike njih kao menadžera (39%), zatim situacija u kojoj se odlučuje (34%), a najmanje važnim smatraju „karakteristike svojih saradnika,, (27%). Sikavica, Bahtijevic Šiber, (2004).

Istraživanje poznatog lanca američkih robnih kuća Sears, Roebuck Co () na slučajnom uzorku od od 2000 menadžera, primenom specijalnih baterija testova, istraživanje je imalo za cilj da utvrdi ine osobine koje razlikuju uspješne od neuspješnih menadžera i došlo se do sledećih osobina uspešnih menadžera: visok stepen inteligencije, visok stepen socijalne stabilnosti, visok stepen samopouzdanja, objektivnost u percipiranjusebe i drugih, visok stepen tolerancije za druge, interes za priznanje i ekonomsku dobit, kao i jaka usmerenost na ciljeve. Od vrednosti koje su u navedenom istraživanju izdvojene su velika usmerenost na mogućnost napredovanja, jako poistovećivanje sa kompanijom, kao i zainteresovanost za platu, status i priznanje. U istraživanju se navode i ključne razlike između uspešnih i neuspješnih menadžera, a to su inteligencija, socijabilnost, optimizam, samouverenost, dominantnost, motivacija i objektivnost

Hirshleifer (2001) smatra da samouverenost podrazumeva i preterani optimizam, tako u svom istraživanju navodi da su muškarci samouvereniji od žena, kao i to da ljudi prave greške prilikom donošenja odluka, a tu preteranu samouverenost eliminišu racionalna razmišljanja. Po Hirshleiferu ljudi pripisuju dobre rezultate svojim vlastitim sposobnostima, dok one loše pripisuju spoljnim faktorima.

Uzar i Akkaya (2013) tvrde da je najzanimljivija činjenica Prospektivne teorije, za većinu psihologa, ta da predviđa kad i zašto će ljudi doneti odluke koje će biti različite od savršeno racionalnih ili normativnih odluka. Prospektivna teorija ima svoju najveću primenu na području finansija.

Rezultati velikog empiriskog istraživanja u kompanijama u Hrvatskoj, potvrđuje kakao je za, prema mišljenju ispitanih menadžera, najvažniji faktor koji utiče na odlučivanje „vlastite karakteristike njih kao menadžera (39%), zatim situacija u kojoj se odlučuje (34%), a najmanje važnim smatraju „karakteristike svojih saradnika,, (27%). Sikavica, Bahtijevic Šiber, (2004).

Prema istraživanjima, muškarci su samouvereniji od žena, što se manifestuje na mnoge načine, uključujući ponašanje prilikom trgovanja na finansijskom tržištu. Analizom aktivnosti berzanskih posrednika došlo se do zaključka da što više klijenata brokera trguje, što su njihove berzanske aktivnosti učestalije, to su rezultati gori. U zaključku, muškarci su bili aktivniji u trgovini na finansijskom tržištu, obavili su veći broj transakcija od ženskih investitora, ali su imali i gore rezultate. (Ritter 2003.)

Kako bismo doprineli boljem razumevanju postavki koje potiču iz bihejviorističke teorije finansija ovo istraživanje ima dva osnovna problema. Prvi problem istraživanja jeste dati odgovor na pitanje koje stilove odlučivanja menadžeri zaposleni u finansijama dominantno koriste, sa akcentom na racionalan i intuitivan stil kao stilove koje zastupaju standardne teorije finansija i bihejviorističke teorije? Drugi problem istraživanja je utvrditi da li se na osnovu emocionalne kompetentnosti i vrednosti menadžera može utvrditi koji stil donošenja odluka će formirati.

7.1.2 Predmet istraživanja

Predmet ovog istraživanja je ispitivanje relacija između ličnih karakteristika menadžera zaposlenih u finansijama (emocionalne kompetentnosti i vrednosti) i stilova donošenja odluka, kao značajnih elemenata bihejviorističke teorije.

7.1.3 Ciljevi istraživanja

7.1.3.1 Naučni cilj istraživanja

Naučni cilj ovoga istraživanje jeste da se kroz proveru pojedinih postavki biheviorističke teorije da doprinos razumevanju uloge koju imaju emocionalna kompetentnost i vrednosti u načinu donošenja poslovnih odluka menadžera zaposlenih u finansijama. Takođe, ovo istraživanje pokazaće da li menadžeri Srbije i Crne Gore dominantno koriste racionalan stil odlučivanja, kao što nalažu klasične ekonomske teorije ili pak dominantno koriste intuitivni pristup donošenju odluka na koji sugerišu biheviorističke teorije. Pored ovoga, istraživanje će sagledati i ukazati na razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na različite sociodemografske varijable.

7.1.3.2 Društveni cilj istraživanja

Pored teorijskog značaja ovo istraživanje ima i određene društvene, odnosno praktične implikacije. Društveni cilj ovog istraživanja je da pokaže koji pristup donošenju odluka imaju menadžeri koji rade na finansijskom tržištu, a koji sebe percipiraju kao uspešne u svom poslu. Kada se utvdi dominantni stil donošenja odluka uspešnih menadžera sa finansijskog tržišta, ispitivanje povezanosti karakteristika ličnosti i pristupa u donošenju odluka omogućiće informacije o tome koje karakteristike ličnosti doprinose da menadžeri koriste funkcionalniji pristup u donošenju odluka. Ova saznanja daju priliku da se već pri profesionalnoj selekciji ispita da li menadžeri poseduju karakteristike ličnosti koje doprinose uspešnijim pristupima u donošenju odluka, samim tim i većoj efikasnosti. Ipak treba uzeti u obzir da je reč o samoproceni menadžera o tome koliko su uspešni, te bi u nekim narednim istraživanjima bilo poželjno doći do objektivnih podataka o performansama menadžera i ispitati povezanost rezultata njihovog rada i načina donošenja odluka, što nažalost, zbog ograničenih resursa, nije bilo moguće ispitati ovim istraživanjem.

7.1.4 Hipoteze istraživanja

7.1.4.1 Generalna hipoteza

H₁: Lične karakteristike menadžera (emocionalna kompetentnost i vrednosti) su značajno povezane sa stilovima donošenja odluka.

7.1.4.2 Opšta hipoteza

H₂: Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera zaposlenih u finansijama u različitom stepenu doprinose objašnjenju njihovih stilova donošenja odluka.

7.1.4.3 Posebne hipoteze

H₃: Kod menadžera zaposlenih u finansijama intuitivni stil donošenja odluka dominantnije je od racionalnog stila.

H₄: Kod menadžera zaposlenih u finansijama dominiraju vrednosti usmerene na postignuće

H₅: Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na percepciju uspešnosti menadžera.

H₆: Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na to da li su menadžeri bili materijalno nagrađeni za natprosečne uspehe u poslednjih godinu dana.

H₇: Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na stepen poznavanja bihejviorističkih finansija.

H₈: Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na pol ispitanika, državu u kojoj žive, poziciju na kojoj rade, vrstu organizacije, obrazovanje, radno iskustvo, godine starosti i materijalni status ispitanika.

7.1.5 Varijable istraživanja i njihova deskripcija

Zavisna, odnosno kriterijumska varijabla u ovom istraživanju je stil donošenja odluka, dok nezavisne, odnosno prediktorske varijable u istraživanju čine emocionalna kompetentnost i vrednosti.

Donošenje odluka predstavlja proces u kome se bira između dve ili više mogućnosti da bi se rešio problem koji je uzrokovalo odlučivanje, odnosno da bi se ostvarili željeni ciljevi. Odlučivanje je složeni, dinamični i sekvencijalni proces, koji se ne može svesti samo na pitanje izbora raspoloživih opcija. (Simon, 1983.) U klasičnom modelu odlučivanja svi problem su permanentno i simultano na popisu zadataka (dok se ne reše), dok bihejvioristička teorija naglašava da izbor problema za popis zadataka smatra pitanjem od ključne važnosti, a tu i emocije mogu imati veliku ulogu. (Simon, 1983). Bihejvioristička teorija ne isključuje emocije iz ljudskog ponašanja, niti podcjenjuje snažni uticaj emocija na postavljanje agende za odlučivanje. (Tipurić, 2015) Dva aktuelna pristupa donošenju odluka su tradicionalni, koji gleda na ovaj proces kao na seriju analitičkih postupaka i savremeni pristup, koji gleda na odlučivanje kao na automatski, intuitivni proces (Greenberg i Baron, 1998). Tanhom (Thunholm, 2004) definiše **stil donošenja odluka** kao obrazac odgovora pojedinca u situaciji odlučivanja. Ovaj obrazac odgovora determinisan je situacijom u kojoj se odluka donosi, zadatkom odlučivanja, kao i osobom koja donosi odluku. Individualne razlike između donosioca odluka podrazumevaju razlike u navikama, ali i razlike u osnovnim kognitivnim sposobnostima kao što su obrade informacija, samovrednovanje i samoregulacija koji imaju konzistentan uticaj na obrazac odgovora u različitim zadacima i situacijama odlučivanja (prema Olcum and Titrek, 2015)

Salavi i Mejer (Salovey i Mayer, 1990) emocionalnu inteligenciju opisali su kao sposobnost praćenja svojih i tuđih osećanja i emocija, te upotreba tih informacija u razmišljanju i ponašanju. Koncept emocionalne inteligencije uključuje: sposobnost brzog zapažanja procene i izražavanja emocija; sposobnost uviđanja i generisanja osećaja koji olakšavaju mišljenje; sposobnost razumevanja emocija, znanje o emocijama i sposobnost regulisanja emocija u svrhu promocije emocionalnog i intelektualnog razvoja (prema Takšić i saradnici, 2006). **Emocionalna kompetentnost** ukazuje na to u kojoj meri u svakodnevnom životu koristimo potencijal emocionalne inteligencije.

Šverko (2007) **vrednosti** definiše kao standarde na osnovu kojih vrednujemo sebe i svoju okolinu; specifičan vid kriterijuma prioriteta koji usmeravaju ponašanje pojedinca; relativno stabilne dispozicije koje se formiraju kroz proces socijalizacije i manifestuju se u različitim situacijama; kognitivne reprezentacije potreba u okviru

društvenih normi (prema Franceško, 2013). Sajfert, Lazić, Cvijanovic (2007) *sistem vrednosti* definišu kao skup stavova, koji reprezentuju osnovna čovekova preferencijalna ubeđenja, modus ponašanja i rezultat aktivnosti. Stav je vrednosna reakcija i osećanje o objektima, ljudima i događajima i ima tri dimenzije: emocionalnu, kognitivnu (verovanja) i bihejviorističku (ponašanje).

Kategorijalne varijable u istraživanju su:

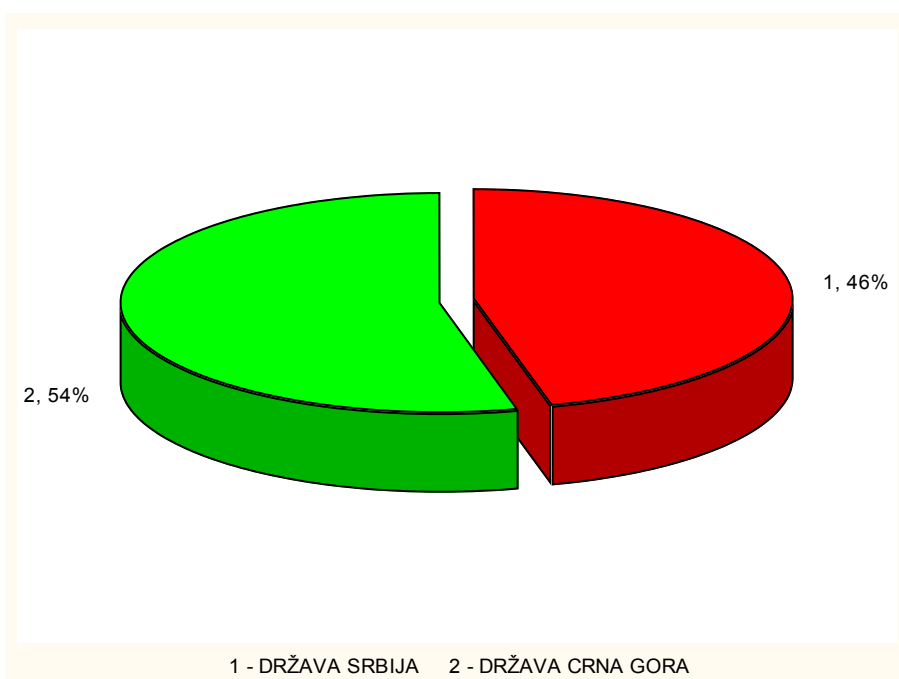
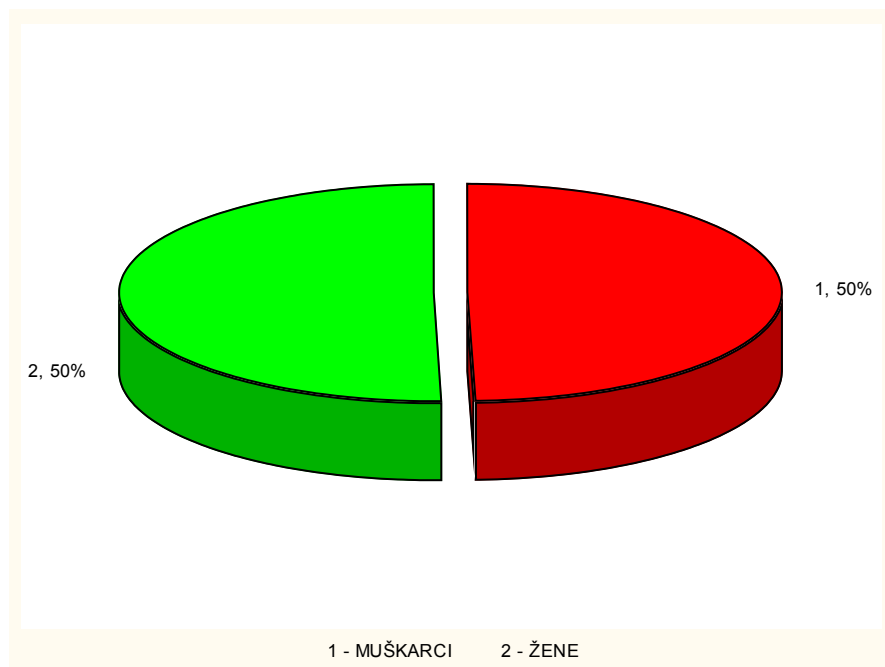
- Pol (muško, žensko)
- Država (Srbija, Crna Gora)
- Pozicija (tom menadžer, middle menadžer)
- Vrsta organizacije (banke, investicioni fondovi, berze, brokerske kuće)
- Radno iskustvo u struci (manje od godinu dana, od 1 do 5 godina, 6 do 15 godina, preko 15 godina)
- Obrazovanje (srednja škola, viša škola, fakultet, master, doktorat)
- Godine (20 – 25, 26 – 35, od 36 – 45, preko 46)
- Ocena materijalnog statusa (ispod prosečan, prosečan, natprosečan)
- Percepcija uspešnosti (menadžer svoje rezultate rada ocenjuje ispod proseka, prosečnim, natprosečnim)
- Bonusi za natprosečne uspehe menadžera u poslednjih godinu dana (bio je nagrađen za natprosečne uspehe, nije bio nagrađen)
- Poznavanje bihejviorističkih finansija (uopšte nije upoznat, malo je upoznat, dobro poznaje taj pristup)

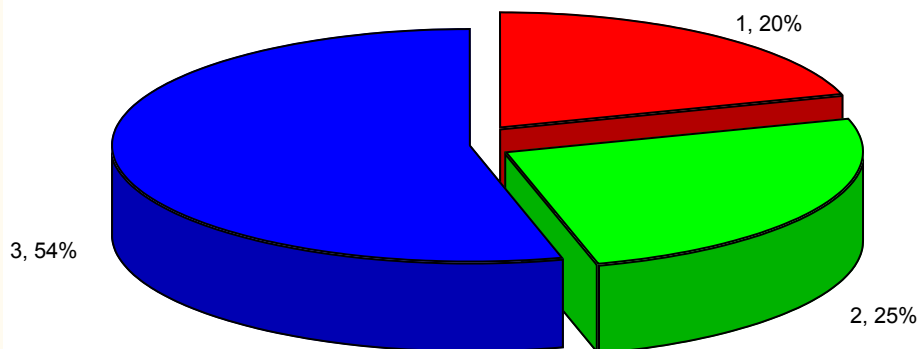
7.2 Metodološki deo rezultata

7.2.1 Uzrok

U istraživanju je učestvovalo 254 menadžera zaposlenih u finansijskim institucijama na teritorijama Srbije i Crne Gore, od toga je 179 menadžera iz Srbije, a 79 ih je iz Crne Gore. Ispitanici su relativno ujednačeni s obzirom na pol i na države iz kojih dolaze. Najviše ispitanika zaposleno je na poziciji linijskog menadžera, njih 54%, dok je 39% ispitanika zaposleno u bankama, 17% u investicionim fondovima, 3,8% na berzi, 6% u brokerskim kućama. Većina ispitanika je fakultetski obrazovana. Najviše ispitanike je u

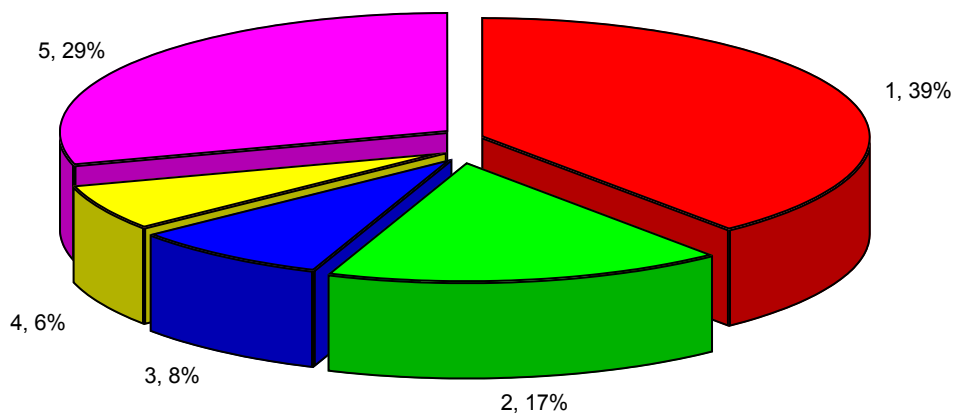
kategoriji od 26 do 35 godina, njih 50%. Većina ispitanika svoj materijalni status i svoje dosadašnje rezultate procenjuju kao prosečne. Veći deo ispitanika (62%) su delimično upoznati sa tim šta se podrazumeva pod bihejviorističkim finansijama. U graficima koji slede nalaze se detaljni podaci o uzorku.





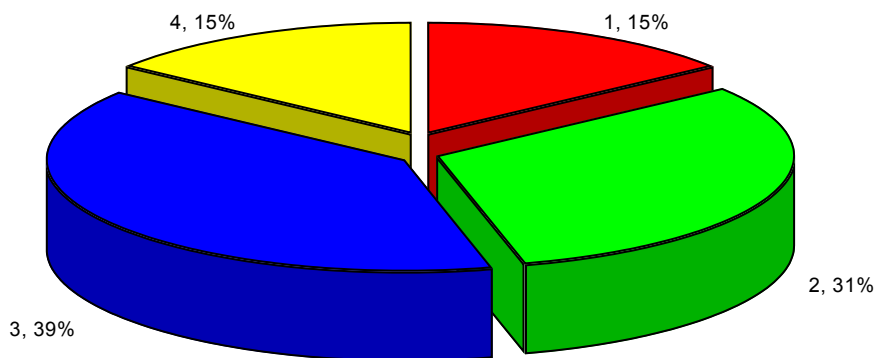
POZICIJA U FINANSIJSKOJ INSTITUCIJI

1.TOP MENADŽER 2.MENADŽER SREDNJEG NIVO A 3. LINIJSKI MENADŽER



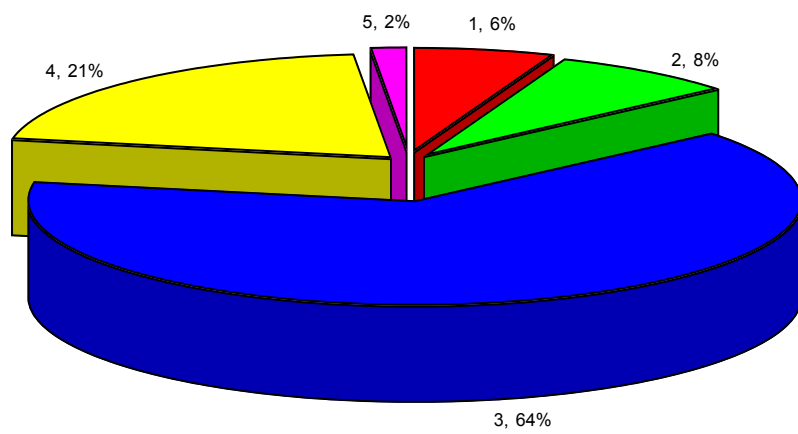
VRSTA ORGANIZACIJE

1.BANKA 2.INVESTICIONI FOND 3.BERZA 4.BROKERSKA KUĆA 5. NEŠTO DRUGO



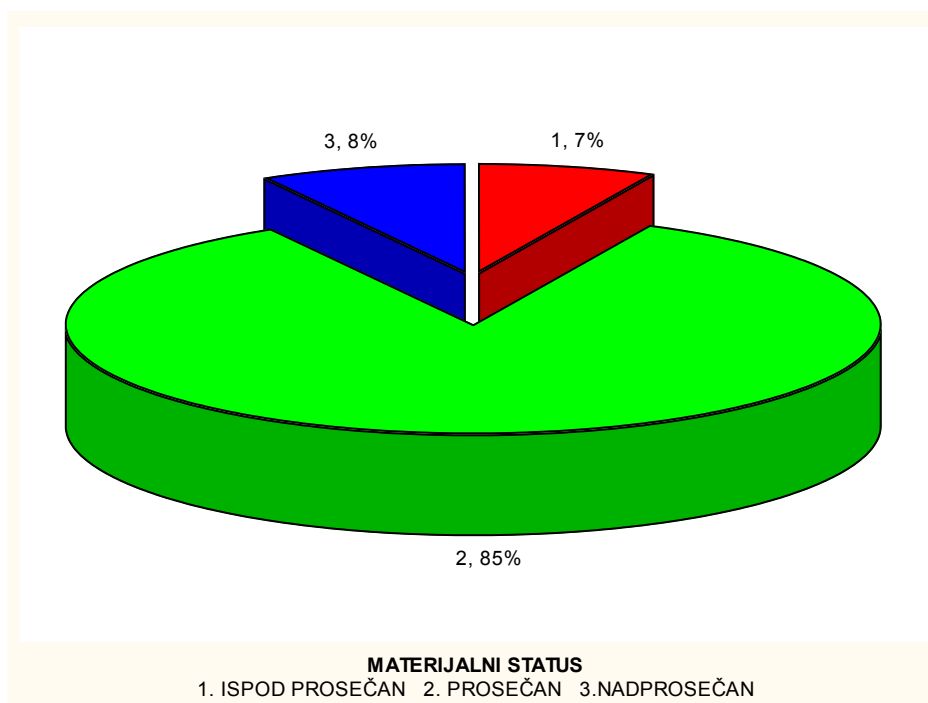
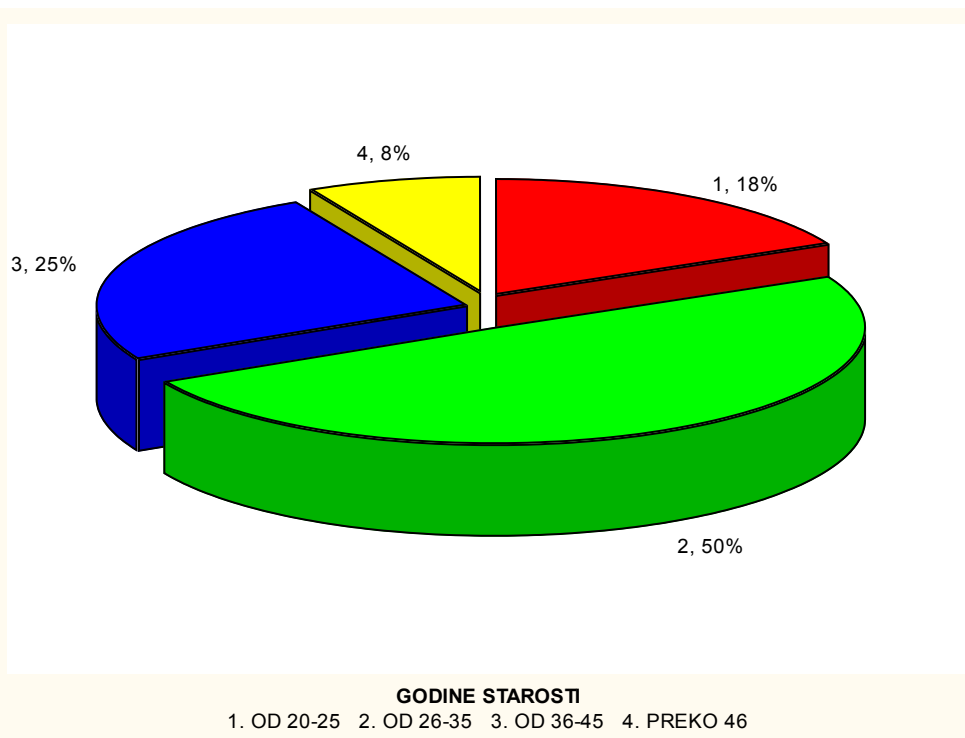
RADNO ISKUSTVO

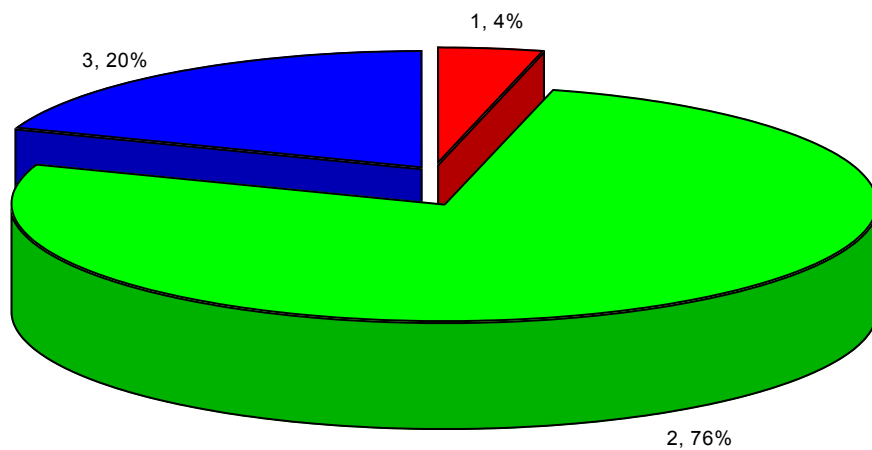
1.MANJE OD GODINU DANA 2. OD 1-5 GODINA 3.6-15 GODINA PREKO 15 GODINA



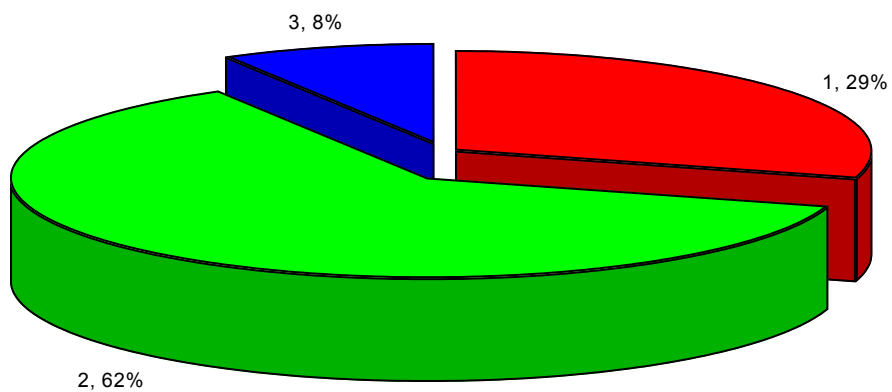
OBRAZOVANJE

1.SREDNJA ŠKOLA 2. VIŠA ŠKOLA 3. FAKULTET 4. MASTER 5.DOKTORAT

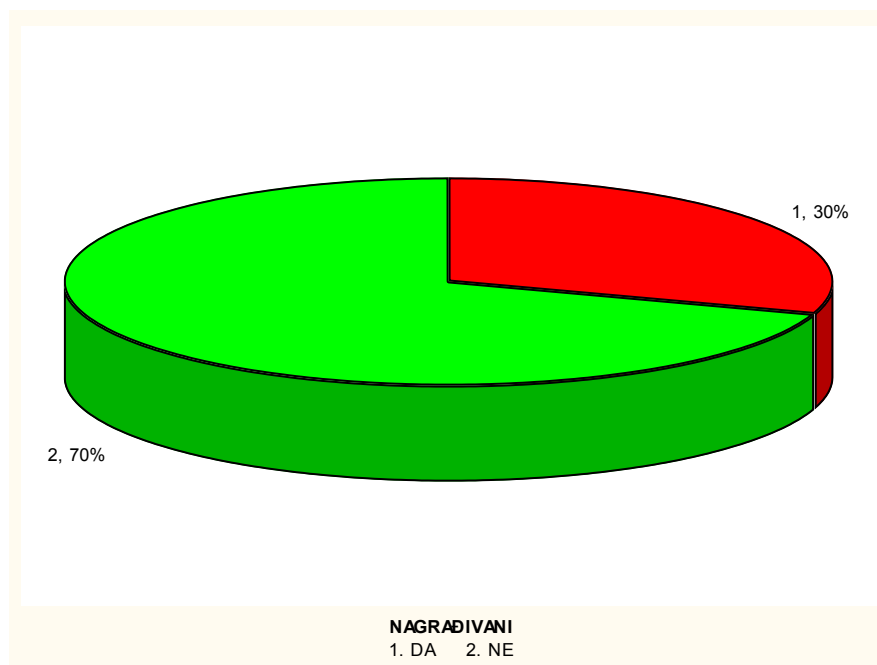




DOSADAŠNJI REZULTATI
 1. ISPOD PROSEČNI 2. PROSEČNI 3. NADPROSEČNE



SA BIHEJVORISTIČKIM FINANSIJAMA
 1. UOPŠTE NISAM UPOZNAT-A
 2. UPOZNAT-A SAM DELIMIČNO
 3. DOBRO POZNAJEM TAJ PRISTUP



7.2.2 Instrumenti

- a) Za ispitivanje emocionalne kompetenosti koristio se *upitnik emocionalne kompetentnosti* (UEK – 45), autora Takšića. To je skraćena verzija *Upitnika emocionalne inteligencije* UEK-136 (Takšić, 1998.) konstruisanog po modelu Mayera i Saloveya (1996; 1997.). Upitnik se sastoji od 45 stavki i petostepene skale Likertovog tipa za odgovaranje. Upitnik sadrži tri supskale koje procenjuju: *spособnost uočavanja i razumevanja emocija* (15 stavki), *spособnost izražavanja i imenovanja emocija* (14 stavki) i *spособnost upravljanja emocijama* (16 stavki). UEK – 45 u svim dosadašnjim istraživanjima pokazuje veoma dobre psihometrijske karakteristike. Pouzdanost upitnika na različitim uzorcima kreće se od 0.88 do 0.92. Takođe, pojedinačne skale takođe, pokazuju zadovoljavajuće pouzdanosti (prema Takšić i saradnici, 2006).
- b) **Vrednosti** su operacionalizovane skalom koja je konstruisana na osnovu dosadašnjih istraživanja o vrednostima uspešnih menadžera, kao i na osnovu vrednosti koje su menadžeri tokom fokus grupe izdvojili kao ključne vrednosti koje treba da ima menadžer zaposlen u finansijama. Skalu čini lista od 15 vrednosti za koje ispitanici ocenama od jedan do sedem treba da ocene koliko su važne za njih lično. Ocenu jedan treba da daju za vrednosti koje im uopšte nisu važne, dok ocenu sedam treba da daju vrednostima koje su im izuzetno važne.

Nakon što popune skalu, ispitanici treba da izdvoje tri vrednosti koje su im najvažnije i da ih rangiraju po važnosti. Kako bi se utvrdila latentna struktura upitnika vrednosnih orijentacija menadžera sprovedena je faktorska analiza uz promaks rotaciju. Ekstrahovana su dva faktora koja objašnjavaju 48,28% varijanse. Prvi faktor nazvan je *vrednosti orijentisane na rezultat*, dok je drugi faktor nazvan *moralne vrednosti*. Oba faktora pokazuju odlične pouzdanosti. Kronbahova alfa za prvi faktor iznosi $\alpha=.805$, dok za drugi faktor iznosi $\alpha=.820$

- c) Za ispitivanje *stilova donošenja odluka* koristila se *General Decision Making Styles Questionnaire* (GDMSQ), konstruisan od strane autora Skota i Brusa (Scott and Bruce, 1995) (Olcum and Titrec, 2015). Reč je o petostepenoj skali Likertovog tipa koja se sastoji od 24 ajtema. Skalu čini pet stilova odlučivanja: racionalan stil, intuitivan stil, zavisani stil, izbegavajući i spontani stil. Sve subskale pokazuju zadovoljavajuće pouzdanosti.
- d) Bateriji upitnika koji će biti primenjeni u istraživanju biće pridodatak i kratak upitnik koji će sadržati pitanja o *demografskim karakteristikama ispitanika*.

7.2.3 Postupak istraživanja

Istraživanje je sprovedeno u periodu od aprila do juna 2016. godine na teritoriji Srbije i na teritoriji Crne Gore. Ispitanicima su upitnici dostavljeni upitnici na dva načina: a) ličnim kontaktom sa istraživačem b) putem mail adrese. Nakon što su pristali da učestvuju u istraživanju ispitanicima je saopšteno da je istraživanje anonimno i da će podaci biti korišćeni isključivo u istraživačke svrhe.

7.2.4 Obrada

Za obradu podataka su korišćeni statistički softveri SPSS verzija 23, STATISTICA verzija 13 i Eviews verzija 8. Pomoću frekventne analize dobijeni su podaci o strukturi uzorka.

Za proveru opšte i generalne hipoteze korišćeni su korelaciona i hijerarhijska regresiona analiza. Provere posebnih hipoteza urađena je pomoću deskriptivne statistike i statistike zaključivanja. Deskriptivna statistika koristila se za prikazivanje izraženosti stilova donošenja odluka i vrednosti, dok su se razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom

na kategorijalne varijable proveravale t – testom i Anovom. T – test se koristio za ispitivanje razlika u stilovima donošenja odluka kod kategorijalnih varijabli koje imaju dva nivoa, dok se kod varijabli sa tri i više nivoa koristio F test, odnosno ANOVA. Pouzdanost instrumenata je ispitana Kronbahovim α koeficijentom.

8 ANALIZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA

Rezultati istraživanja će biti prikazani kao odgovor na postavljene hipoteze.

H₁: Lične karakteristike menadžera (emocionalna kompetentnost i vrednosti) su značajno povezane sa stilovima donošenja odluka.

Kako bi ispitala ova hipoteza sprovedena je korelaciona analiza. U tabeli 1. prikazani su rezultati korelacione analize.

Tabela 8: Korelacije između stilova donošenja odluka, emocionalne kompetentnosti i vrednosti

Correlations					
	Izražavanje i imenovanje emocija	Uočavanje i razumevanje emocija	Regulacija i upravljanje emocijama	Vrednosti orijentisane na rezultat	Moralne vrednosti
Racionalan stil	.237**	.278**	.111	.360**	.406**
Intuitivan stil	.170*	.183**	.225**	.292**	.157*
Zavisani stil	.044	-.045	.049	.048	.255**
Izbegavajući stil	-.027	-.022	-.025	-.193**	.023
Spontani stil	-.075	.027	-.034	-.134*	-.038

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Rezultati istraživanja pokazuju da H₁ možemo delimično da potvrdimo. Sve subskale emocionalne kompetentnosti i vrednosti menadžera su statistički značajno povezane sa intuitivnim stilom odlučivanja, dok sa racionalnim stilom odlučivanja nije značajno povezana jedino subskala *regulacija i upravljanje emocijama*. Izbegavajući i spontani stilovi odlučivanja su u negativnoj korelaciji sa vrednostima orjentisanim na rezultat, što je očekivano s obzirom na to da oni koji žele da postiču rezultate ne mogu izbegavati da preuzmu odgovornost i donesu odluku, niti mogu odluke donositi ad hoc, bez prethodne analize situacije. S obzirom na to da je korelaciona analiza pokazala da su karakteristike menadžera značajno povezane sa racionalnim i intuitivnim stilom odlučivanja, koji su i najvažniji za ovaj rad, kako bi se dublje ispitala priroda te povezanosti pristupiće se testiranju druge hipoteze.

H₂: Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera zaposlenih u finansijama u različitom stepenu doprinose objašnjenju njihovih stilova donošenja odluka.

Kako bi se ispitala ova hipoteza sprovedene su četiri hijerarhijske regresione analize enter metodom. Kao kriterijumska varijabla uzeti su stilovi donošenja odluka, dok su prediktori bili subskale emocionalne kompetentnosti (prvi blok prediktora) i vrednosti menadžera (drugi blok prediktora).

Tabela 9: Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera kao prediktori racionalnog stila odlučivanja

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.272 ^a	.074	.054	.55714	.074	3.702	3	139	.013
2	.441 ^b	.194	.165	.52347	.120	10.229	2	137	.000

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.448	3	1.149	3.702	.013 ^b
	Residual	43.146	139	.310		
	Total	46.594	142			
2	Regression	9.053	5	1.811	6.608	.000 ^c
	Residual	37.540	137	.274		
	Total	46.594	142			

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3.043	.440		6.915	.000
	Uocavanje i razumevanje emocija	.244	.120	.227	2.040	.043
	Izrazavanje i imenovanje emocija	.066	.096	.073	.686	.494
	Regulacija i upravljanje emocija	-.029	.106	-.024	-.275	.784
2	(Constant)	1.693	.547		3.094	.002
	Uocavanje i razumevanje emocija	.097	.118	.091	.823	.412
	Izrazavanje i imenovanje emocija	-.017	.092	-.019	-.183	.855
	Regulacija i upravljanje emocija	-.078	.100	-.065	-.774	.440
	Vrednosti - rezultat	.039	.011	.346	3.604	.000
	Moralne vrednosti	.020	.013	.135	1.633	.105

Kako bismo utvrdili da li se na osnovu emocionalne kompetentnosti i vrednosnih orijentacija menadžera može predvideti da li će oni koristiti racionalni stil odlučivanja sproveli smo hijerarhijsku regresionu analizu. U prvom koraku unete su subskele emocionalne kompetentnosti (uočavanje i razumevanje emocija, izražavanje i imenovanje emocija i regulacija i upravljenje emocijama), što je objasnilo oko 7% varijanse racionalnog stila odlučivanja. Nakon što su u drugom koraku unete vrednosne orijentacije menadžera (vrednosti orijentisane na rezultat i moralne vrednosti), modelom u celini objasnili smo oko 19% racionalnog stila odlučivanja. Rezultati pokazuju da vrednosti objašnjavaju dodatnih 12% varijanse, čak i kada se statistički ukloni uticaj emocionalne kompetentnosti, što je statistički značajan doprinos. U konačnom modelu jedini značajan prediktor racionalnog stila odlučivanja jesu vrednosti orijentisane na rezultat. Ovakvi rezultati ukazuju da će racionalni stil odlučivanja koristiti pre svega menadžeri kojima je važno da budu uspešni u svom poslu. Menadžeri koji su usmereni na postizanje objektivnih rezultata biće skloni da donose odluke služeći se logikom, prikupljenim informacijama i procenom alternativa.

Tabela 10: Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera kao prediktori intuitivnog stila odlučivanja

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.281 ^a	.079	.060	.68919	.079	4.254	3	149	.006
2	.368 ^b	.135	.106	.67228	.056	4.794	2	147	.010

ANOVA ^a						
	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.062	3	2.021	4.254	.006 ^b
	Residual	70.772	149	.475		
	Total	76.833	152			
2	Regression	10.395	5	2.079	4.600	.001 ^c
	Residual	66.438	147	.452		
	Total	76.833	152			

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.989	.525		3.787	.000
	Uočavanje i razumevanje emocija	.275	.146	.203	1.884	.062
	Izražavanje i imenovanje emocija	-.122	.117	-.107	-1.036	.302
	Regulacija i upravljanje emocija	.283	.127	.190	2.226	.028
2	(Constant)	1.370	.691		1.982	.049
	Uočavanje i razumevanje emocija	.136	.149	.101	.912	.363
	Izražavanje i imenovanje emocija	-.180	.117	-.158	-1.540	.126
	Regulacija i upravljanje emocija	.273	.125	.183	2.178	.031
	Vrednosti – rezultat	.042	.014	.292	3.083	.002
	Moralne vrednosti	-.010	.016	-.051	-.618	.538

Kako bismo utvrdili da li se na osnovu emocionalne kompetentnosti i vrednosnih orijentacija menadžera može predvideti da li će oni koristiti intuitivni stil odlučivanja sprovedi smo hijerarhijsku višestruku regresionu analizu. U prvom koraku unete su subskele emocionalne kompetentnosti (uočavanje i razumevanje emocija, izražavanje i imenovanje emocija i regulacija i upravljanje emocijama), što je objasnilo oko 8% varijanse intuitivnog stila odlučivanja. Nakon što su u drugom koraku unete vrednosne orijentacije menadžera (vrednosti orijentisane na rezultat i moralne vrednosti), modelom u celini objasnili smo oko 14% intuitivnog stila odlučivanja. Rezultati pokazuju da vrednosti objašnjavaju dodatnih 6% varijanse, čak i kada se ukloni zajednička varijansa koju kriterijum deli sa emocionalnom kompetentnošću, što je statistički značajan doprinos. U konačnom modelu značajani prediktori intuitivnog stila odlučivanja jesu *regulacija i upravljanje emocijama* i *vrednosti orijentisane na rezultat*. Rezultati ukazuju da će se prilikom donošenja odluka na intuiciju oslanjati pre svega menadžeri kojima je poslovni uspeh veoma važan, a koji imaju sposobnosti regulacije i upravljanja sopstvenim emocijama. Hrabrost da saslušavaju svoj “unutrašnji glas” i donesu odluke koje ponekad podrazumevaju i određen nivo rizika imaće samo oni menadžeri koji imaju kontrolu nad sopstvenim emocijama čak i u situacijama koje su za njih nepovoljne. Oni će se češće upuštati u rizik jer znaju da mogu da izađu na kraj i sa

posledicama neuspeha. Za razliku od njih, oni koji ne umeju da se nose sa svojim emocijama i zadrže profesionalnost u nekim stresnim situacijama odluke će češće donositi na osnovu pravila i procedura, kako bi izbegli odgovornost i sveli rizik na najmanju moguću meru.

Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera kao prediktori zavisnog stila odlučivanja

Rezultati pokazuju da ni emocionalna kompetentnost ni vrednosne orijentacije nisu statistički značajni prediktori zavisnog stila odlučivanja. Pretpostavljamo da to da li će osoba razviti zavisni stil odlučivanja pre svega zavisi od njene ličnosti i obrazaca afektivne vezanosti, što bi bilo zanimljivo istražiti u nekim narednim istraživanjima.

Tabela 11: Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera kao prediktori izbegavajućeg stila odlučivanja

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.067 ^a	.004	-.016	.86379	.004	.216	3	145	.885
2	.291 ^b	.084	.052	.83414	.080	6.245	2	143	.003

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.483	3	.161	.216	.885 ^b
	Residual	108.189	145	.746		
	Total	108.671	148			
2	Regression	9.173	5	1.835	2.637	.026 ^c
	Residual	99.498	143	.696		
	Total	108.671	148			

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.854	.662		4.308	.000
	Uočavanje i razumevanje emocija	.124	.193	.077	.644	.520
	Izražavanje i imenovanje emocija	-.109	.155	-.080	-.704	.482
	Regulacija i upravljanje emocija	-.062	.161	-.034	-.382	.703
2	(Constant)	3.079	.861		3.577	.000
	Uočavanje i razumevanje emocija	.347	.197	.214	1.762	.080
	Izražavanje i imenovanje emocija	-.077	.152	-.056	-.503	.616
	Regulacija i upravljanje emocija	-.087	.158	-.048	-.549	.584
	Vrednosti – rezultat	-.058	.017	-.341	-3.433	.001
	Moralne vrednosti	.037	.020	.162	1.850	.066

Rezultati višestruke hijerarhijske regresione analize pokazuju da kada se kao prediktori ubace subskale emocionalne kompetentnosti model nije statistički značajan, međutim, kada se u drugom bloku ubace vrednosne orijentacije menadžera model postaje značajan i objašnjava oko 8% varijanse izbegavajućeg stila donošenja odluka. Vrednosti orijentisane na rezultat su jedini značajan negativan prediktor izbegavajućeg stila donošenja odluka. Rezultati ukazuju da menadžeri kojima su uspeh i poslovne performanse dominantne vrednosti neće izbegavati da donesu važne odluke. Menadžeri kojima je važno da ih drugi percipiraju kao uspešne neće donošenje odluka delegirati drugim ljudima već će biti spremni da rizikuju kako bi, ukoliko se odluka pokaže kao dobra, sve zasluge za uspeh pripisali sebi. Možemo reći da su ovakvi rezultati očekivani, s obzirom na to da zahtevi posla menadžera podrazumevaju donošenje odluka na dnevnom nivou. Neko ko dominantno koristi izbegavajući stil donošenja odluka ne bi odlučio da se bavi poslom u kome to svakodnevno mora da radi. Takođe, menadžeri imaju veoma visok motiv za ostvarenje natprosečnih profita koji ne bi mogao da se aktualizuje da menadžeri nisu spremni da na sebe preuzmu odgovornost za donošenje odluka.

Emocionalna kompetentnost i vrednosti menadžera kao prediktori spontanog stila odlučivanja

Emocionalna kompetentnost i vrednosne orijentacije menadžera nisu statistički značajni prediktori spontanog stila odlučivanja. S obzirom na to da ni emocionalna kompetentnost ni vrednosne orijentacije ne doprinose formiranju ovog stila odlučivanja, moguće je da na formiranje ovog stila odlučivanja utiču neke osobine ličnosti, socijalno okruženje i drugi faktori koje bi bilo zanimljivo ispitati u narednim istraživanjima.

Na osnovu rezultata četiri hijerarhijske regresione analize možemo reći da je hipoteza delimično potvrđena. Rezultati pokazuju da su ove karakteristike menadžera značajne pre svega za objašnjavanje racionalnog, intuitivnog i izbegavajućeg stila donošenja odluka. Međutim, mora se uzeti u obzir da pored ovih karakteristika ličnosti, na formiranje stilova odlučivanja utiču još neki faktori koje nismo obuhvatili ovim istraživanjem, kao što su na primer osobine ličnosti, inteligencija, uslovi rada i drugi.

Tabela 12: H_3 . Kod menadžera zaposlenih u finansijama intuitivni stil donošenja odluka dominantnije je od racionalnog stila.

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Racionalan stil	242	2.00	5.00	4.0992	.57478
Intuitivan stil	251	1.00	5.00	3.5530	.72808
Zavisan stil	249	1.00	5.00	3.4249	.85186
Izbegavajući stil	242	1.00	4.00	2.6488	.83895
Spontani stil	253	1.00	5.00	2.4842	.85724
Valid N (listwise)	227				

Rezultati istraživanja pokazuju da menadžeri zaposleni u finansijama dominantno koriste racionalan stil odlučivanja. Ovakvi rezultati ne idu u prilog biheviorističkoj teoriji finansija, koja ukazuje da se ljudi ne vode samo racionalnim činionicima pri odlučivanju, već i iracionalnim, odnosno da na donošenje odluka utiču i psihološki faktori koji nisu uvek pod našom kontrolom. Kao što smo mogli videti u prethodno prikazanim rezultatima na korišćenje racionalnog stila odlučivanja je pre svega motivisano težnjom ka uspehu. Brojni su razlozi zbog kojih menadžeri zaposleni u finansijama dominantno koriste racionalan stil odlučivanja. Jedan od najvažnijih je svakako činjenica da

menadžeri smatraju da je upravo racionalnost nešto što je poželjno u njihovom poslu i da tu nema mesta za odluke koje nisu u skladu sa standardima, procedurama i pravilima. Međutim, mora se uzeti u obzir da je istraživanje rađeno u dve zemlje koje se još uvek bore sa tranzicijom i koje nemaju jaka finansijska tržišta. U ekonomski jakim zemljama prometi, vrednost i broj transakcija na finansijskim tržištima je na mnogo većem nivou i tamo ne mogu da uspeju prosečni finansijski učesnici, koji se isključivo drže pravila i procedura. Intuicija je nešto što pravi razliku između onih koji opstaju na tržištu i onih koji ga diktiraju. Svakako da uslovi života i rada, kao i kultura utiču na načine poslovanja. Dok u razvijenim zemljama samo menadžeri koji su spremni na velike rizike postižu natprosečne rezultate, u zemljama poput Srbije i Crne Gore uspehom se smatra samo zadržavanje radnog mesta i svaki preuzet finansijski rizik može da znači gubitak radnog mesta ukoliko ishod ne bude povoljan. Ipak, odmah ispod racionalnog stila odlučivanja, nalazi se intuitivni, što pokazuje da su i menadžeri u Srbiji i Crnoj Gori svesni da racionalno prosuđivanje nije uvek dovoljno za uspeh u sektoru finansija. Zavisani stil odlučivanja zauzeo je treće mesto, što je očekivano s obzirom na kompleksnost posla menadžera zaposlenog u finansijama. I sami menadžeri koji su učestvovali u fokus grupama su naveli da je za uspeh u ovom poslu neophodno da imaju pored sebe stručne ljude sa kojima se mogu konsultovati i kojima mogu delegirati određeni deo posla. Niko nije stručan za sve i timski rad je nešto što je neophodno, a on podrazumeva međuzavisnot između članova tima. Rezultati pokazuju da su najmanje izraženi izbegavajući i spontani stil odlučivanja što je očekivano s obzirom na prirodu posla. U ovom poslu ne mogu opstati menadžeri koji nisu spremni da donesu odluke i da stanu iza njih, ali ni oni koji odluke donose ad hoc bez prethodnih analiza i konsultacija.

S obzirom na rezultate hipotezu da menadžeri u finansijama dominatno koriste intuitivan stil odlučivanja možemo odbaciti, ali moramo biti veoma oprezni u interpretaciji rezultata, jer stroga pravila i zakonska regulative i sistemi izveštavanja i kontrole ne dozvoljavaju menadžerima iz banaka, investicionih fondova, brokerskih kuća, osiguravajućih kuća i berze da se vode intuicijom i donose i sprovode odluke koje će doneti visoke profite, jer ulaze u zonu koja je kažnjiva jer se ne poštuju propisana pravila i ograničenja investiranja.

Tabela 13: H₄: Kod menadžera zaposlenih u finansijama dominiraju vrednosti usmerene na postignuće

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Vrednosti rezultat	245	3.57	7.00	5.9720	.76596
Moralne vrednosti	238	1.86	6.00	5.2695	.67492
Valid N (listwise)	229				

Hipoteza je potvrđena. Rezultati pokazuju da kod menadžera zaposlenih u finansijama dominiraju vrednosti usmerene na rezultat, što je i pretpostavljeno s obzirom na prirodu posla kojim se bave. Socijalizovan motiv postignuća potkrepljen odgovarajućim kompetencijama jedan je od najvažnijih preduslova za uspeh u obavljanju menadžerskog posla. Dominantne altruističke vrednosti predstavljale bi kontraindikaciju jer bi menadžeri koji ih poseduju, potrebe drugih ljudi stavljali ispred pravila i procedura koje su vrlo važne u ovom poslu. Tako na primer, menadžeri zaposleni u bankama koji se bave odobravanjem kredita koji poseduju dominantno ove moralne i altruističke vrednosti odobravali bi kredite skoro svima, bez obzira da li mogu da garantuju da će ih oni vratiti u dogovorenom roku.

Tabela 14: H₅: Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na percepciju uspešnosti menadžera.

Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean	
						Lower Bound	Upper Bound
Racionalan stil	1.00	9	3.7778	.56960	.18987	3.3399	4.2156
	2.00	181	4.0619	.57940	.04307	3.9769	4.1469
	3.00	49	4.2449	.50541	.07220	4.0997	4.3901
	Total	239	4.0887	.57056	.03691	4.0160	4.1614
Intuitivan stil	1.00	9	3.8222	.74461	.24820	3.2499	4.3946
	2.00	190	3.5842	.71681	.05200	3.4816	3.6868
	3.00	49	3.3061	.68447	.09778	3.1095	3.5027
	Total	248	3.5379	.71932	.04568	3.4479	3.6279
Zavisan stil	1.00	10	3.0800	.41312	.13064	2.7845	3.3755
	2.00	187	3.4770	.87403	.06392	3.3509	3.6031
	3.00	49	3.2735	.83036	.11862	3.0350	3.5120
	Total	246	3.4203	.85604	.05458	3.3128	3.5278
Izbegavajuci stil	1.00	7	2.7143	.75593	.28571	2.0152	3.4134
	2.00	183	2.5913	.77625	.05738	2.4780	2.7045
	3.00	49	2.7224	.93257	.13322	2.4546	2.9903
	Total	239	2.6218	.80848	.05230	2.5187	2.7248
spontani stil	1.00	10	2.4500	.62138	.19650	2.0055	2.8945
	2.00	192	2.4492	.82004	.05918	2.3325	2.5660
	3.00	48	2.5052	.92755	.13388	2.2359	2.7745
	Total	250	2.4600	.83227	.05264	2.3563	2.5637

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Racionalan stil	Between Groups	2.196	2	1.098	3.442	.034
	Within Groups	75.284	236	.319		
	Total	77.479	238			
Intuitivan stil	Between Groups	3.767	2	1.884	3.721	.026
	Within Groups	124.036	245	.506		
	Total	127.804	247			
Zavisan stil	Between Groups	2.816	2	1.408	1.936	.147
	Within Groups	176.723	243	.727		
	Total	179.538	245			
Izbegavajuci stil	Between Groups	.727	2	.363	.554	.575
	Within Groups	154.840	236	.656		
	Total	155.567	238			
Spontani stil	Between Groups	.121	2	.061	.087	.917
	Within Groups	172.354	247	.698		
	Total	172.475	249			

Rezultati istraživanja pokazuju da postoje statistički značajne razlike u racionalnom i intuitivnom stilu donošenja odluka s obzirom na percepciju uspešnosti menadžera, te možemo reći da je hipoteza delimično potvrđena. Racionalni stil donošenja odluka dominantno koriste oni koji svoje rezultate ocenjuju kao natprosečne, dok oni koji svoje rezultate ocenjuju ispod prosečnim koriste dominantno intuitivni stil odlučivanja. Kada su drugi stilovi odlučivanja u pitanju, nisu dobijene statistički značajne razlike. Očekivano je da oni koji su uspešni imaju racionalan pristup situaciji vezano za koju treba da donesu odluku. Svaki menadžer koji shvata odgovornost svog posla će prikupiti sve neophodne informacije, razmotriti alternative i sagledati potencijalne dobiti i gubitke koje odluke mogu da donesu. Ovakav pristup donošenju odluka važi kada je reč o odlukama koje su karakteristične za njihovu vrstu posla. Međutim, u poslovanju, a pogotovo u poslovima vezanim za finansije, postoje odluke koje se ne mogu doneti isključivo na osnovu činjenica, a najčešće su upravo te odluke one koje prave razliku između uspešnih i neuspešnih.

H₆: Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na to da li su menadžeri bili materijalno nagrađeni za natprosečne uspehe u poslednjih godinu dana.

Nisu dobijene statistički značajne razlike u stilovima odlučivanja s obzirom na to da li su menadžeri bili nagrađeni za svoje uspehe u poslednjih godinu dana, te ovu hipotezu možemo odbaciti.

Tabela 15: H₇: Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na stepen poznavanja bihejviorističkih finansija.

Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean	
						Lower Bound	Upper Bound
Racionalan stil	1.00	71	4.2901	.54279	.06442	4.1617	4.4186
	2.00	142	4.0423	.58192	.04883	3.9457	4.1388
	3.00	26	3.9000	.53442	.10481	3.6841	4.1159
	Total	239	4.1004	.57828	.03741	4.0267	4.1741
Intuitivan stil	1.00	73	3.6110	.77236	.09040	3.4308	3.7912
	2.00	146	3.5233	.67108	.05554	3.4135	3.6331
	3.00	29	3.4483	.84626	.15715	3.1264	3.7702
	Total	248	3.5403	.72256	.04588	3.4500	3.6307
Zavisan stil	1.00	72	3.4528	.92781	.10934	3.2348	3.6708
	2.00	148	3.4216	.82779	.06804	3.2872	3.5561
	3.00	26	3.3000	.81633	.16010	2.9703	3.6297
	Total	246	3.4179	.85467	.05449	3.3106	3.5252
Izbegavajuci stil	1.00	68	2.6382	.91831	.11136	2.4160	2.8605
	2.00	142	2.5493	.82011	.06882	2.4132	2.6854
	3.00	29	3.1448	.58772	.10914	2.9213	3.3684
	Total	239	2.6469	.84405	.05460	2.5393	2.7544
Spontani stil	1.00	73	2.3664	1.09297	.12792	2.1114	2.6214
	2.00	148	2.4611	.72710	.05977	2.3430	2.5793
	3.00	29	2.8448	.75123	.13950	2.5591	3.1306
	Total	250	2.4780	.86051	.05442	2.3708	2.5852

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Racionalan stil	Between Groups	4.080	2	2.040	6.376	.002
	Within Groups	75.510	236	.320		
	Total	79.590	238			
Intuitivan stil	Between Groups	.652	2	.326	.623	.537
	Within Groups	128.304	245	.524		
	Total	128.957	247			
Zavisan stil	Between Groups	.451	2	.226	.307	.736
	Within Groups	178.510	243	.735		
	Total	178.961	245			
Izbegavajuci stil	Between Groups	8.548	2	4.274	6.265	.002
	Within Groups	161.007	236	.682		
	Total	169.555	238			
Spontani stil	Between Groups	4.853	2	2.426	3.338	.037
	Within Groups	179.526	247	.727		
	Total	184.379	249			

Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na stepen poznavanja bihejviorističkih finansija. Statistički značajne razlike dobijene su na racionalnom, izbegavajućem i spontanom stilu odlučivanja. Rezultati pokazuju da racionalan i izbegavajući stil odlučivanja dominantno koriste oni koji nisu uopšte upoznati sa bihejviorističkim finansijama, dok spontani stil odlučivanja najčešće koriste oni koji ih dobro poznaju.

Kao što je u prethodnim analizama već rečeno, kod nas vlada dominantno mišljenje da je jedino racionalno odlučivanje ispravno i poželjno, te nije iznenađujuće što oni koji uopšte nisu upoznati sa bihejviorističkim finansijama dominantno koriste ovaj stil odlučivanja. Vodeći se ovim racionalnim pristupom, menadžeri koji ne prate trendove i ne poznaju postulate bihejviorističke teorije finansijama, u situacijama za koje procene da nemaju dovoljno kompetencija izbegavaće da donesu odluku. Oni koji veoma dobro poznaju bihejviorističku teoriju finansija, a pri tome imaju dovoljno kompetencija da odgovore na zahteve posla koji obavljaju, često će odluke donositi spontano, izbegavajući iscrpnu procenu alternativa.

H₈: Postoje razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na pol ispitanika, državu u kojoj žive, poziciju na kojoj rade, vrstu organizacije, obrazovanje, radno iskustvo, godine starosti i materijalni status ispitanika.

Polne razlike u stilovima donošenja odluka

Nisu dobijene statistički značajne razlike u stilovima donošenja odluka između muškaraca i žena.

Razlike u stilovima donošenja odluka između Srbije i Crne Gore

Nema statistički značajnih razlike u stilovima odlučivanja između Srbije i Crne Gore.

Tabela 16: Razlike u stilovima donošenja odluka između menadžera zaposlenih na različitim pozicijama

Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean	
						Lower Bound	Upper Bound
Racionalan stil	1.00	47	4.1745	.55891	.08153	4.0104	4.3386
	2.00	55	4.1673	.50591	.06822	4.0305	4.3040
	3.00	133	4.0346	.61275	.05313	3.9295	4.1397
	Total	235	4.0936	.58038	.03786	4.0190	4.1682
Intuitivan stil	1.00	47	3.4255	.66805	.09745	3.2294	3.6217
	2.00	60	3.3733	.70395	.09088	3.1915	3.5552
	3.00	137	3.6467	.74647	.06378	3.5206	3.7728
	Total	244	3.5369	.72970	.04671	3.4449	3.6289
Zavisan stil	1.00	47	3.4723	.63851	.09314	3.2849	3.6598
	2.00	60	3.6133	.81083	.10468	3.4039	3.8228
	3.00	135	3.3230	.92171	.07933	3.1661	3.4799
	Total	242	3.4240	.85219	.05478	3.3161	3.5319
Izbegavajuci stil	1.00	47	2.6809	.99360	.14493	2.3891	2.9726
	2.00	58	2.7069	.87957	.11549	2.4756	2.9382
	3.00	130	2.5969	.78236	.06862	2.4612	2.7327
	Total	235	2.6409	.84996	.05545	2.5316	2.7501
Spontani stil	1.00	47	2.5426	.81814	.11934	2.3023	2.7828
	2.00	60	2.6708	1.14471	.14778	2.3751	2.9665
	3.00	139	2.4245	.69656	.05908	2.3076	2.5413
	Total	246	2.5071	.85159	.05430	2.4002	2.6141

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Racionalan stil	Between Groups	1.069	2	.535	1.595	.205
	Within Groups	77.751	232	.335		
	Total	78.820	234			
Intuitivan stil	Between Groups	3.840	2	1.920	3.686	.026
	Within Groups	125.548	241	.521		
	Total	129.388	243			
Zavisan stil	Between Groups	3.639	2	1.819	2.537	.081
	Within Groups	171.382	239	.717		
	Total	175.021	241			
Izbegavajuci stil	Between Groups	.579	2	.290	.399	.672
	Within Groups	168.469	232	.726		
	Total	169.048	234			
Spontani stil	Between Groups	2.617	2	1.308	1.816	.165
	Within Groups	175.058	243	.720		
	Total	177.675	245			

Dobijene su statistički značajne razlike u intuitivnom stilu donošenja odluka između menadžera zaposlenih na različitim pozicijama. Rezultati pokazuju da intuitivni stil odlučivanja najviše koriste linijski menadžeri, a nakon njih top menadžeri. Podrazumeva se i na prvi pogled izgleda da posao linijskog menadžera zahteva isključivo poštovanje pravila i procedura, u praksi se ipak pokazalo da direktan rad sa klijentima nikada ne može da se svede isključivo na primenu propisanih pravila. Svaki klijent ima svoje specifičnosti i nije uvek moguće svaki slučaj svesti na ono što je propisano zakonom ili pravilima finansijske institucije, te racionalan stil odlučivanja ne bi uvek mogao da donese rezultate. U individualnom radu sa klijentima upravo intuitivni stil odlučivanja pomaže menadžerima da pronađu načine na koje će klijentima da izađu u susret, čak i u situacijama koje na prvi pogled izgledaju bezizlazno. Upravo nekonvencionalan način razmišljanja koji podrazumeva ovaj stil omogućava da se problem sagleda iz drugačijeg ugla i da se pronađe rešenje za njega. Nakon linijskih menadžera kod kojih je intuitivni stil odlučivanja dominantno izražen, ovaj stil u velikoj meri koriste i top menadžeri. Neko ko ima zadatak da obezbedi strateški rast i razvoj mora umeti da razmišlja van granica okvira, a to podrazumeva dozu hrabrosti koja mu omogućava da donese nekonvencionalne odluke. Upravo intuitivni stil odlučivanja u kombinaciji sa racionalnim stilom odlučivanja, top menadžerima omogućava da nakon što analitički sagledaju situaciju i razmotre alternative, donesu odluku u skladu sa unutrašnjim osećajem koji im nagoveštava da je baš ta odluka ispravna.

Tabela 17: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na vrstu finansijske institucije

Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean	
						Lower Bound	Upper Bound
Racionalan stil	1.00	90	4.1578	.54422	.05737	4.0438	4.2718
	2.00	42	4.0095	.48580	.07496	3.8581	4.1609
	3.00	21	3.8667	.29889	.06522	3.7306	4.0027
	4.00	15	4.4533	.62549	.16150	4.1069	4.7997
	5.00	71	4.1014	.66751	.07922	3.9434	4.2594
	Total	239	4.1079	.57297	.03706	4.0349	4.1810
Intuitivan stil	1.00	96	3.6313	.74795	.07634	3.4797	3.7828
	2.00	42	3.4571	.61412	.09476	3.2658	3.6485
	3.00	21	3.7333	.44422	.09694	3.5311	3.9355
	4.00	16	2.9750	.63613	.15903	2.6360	3.3140
	5.00	73	3.5781	.80454	.09416	3.3904	3.7658
	Total	248	3.5524	.73181	.04647	3.4609	3.6439
Zavisan stil	1.00	93	3.4538	.81515	.08453	3.2859	3.6216
	2.00	42	3.7857	.72770	.11229	3.5589	4.0125
	3.00	21	3.6857	.38767	.08460	3.5093	3.8622
	4.00	16	2.8000	1.16390	.29098	2.1798	3.4202
	5.00	74	3.2703	.88855	.10329	3.0644	3.4761
	Total	246	3.4325	.85423	.05446	3.3252	3.5398
Izbegavajući stil	1.00	92	2.6304	.77711	.08102	2.4695	2.7914
	2.00	39	2.9897	.84598	.13547	2.7155	3.2640
	3.00	21	2.8000	.88994	.19420	2.3949	3.2051
	4.00	16	2.0250	.88204	.22051	1.5550	2.4950
	5.00	71	2.6169	.81468	.09669	2.4241	2.8097
	Total	239	2.6594	.83876	.05425	2.5525	2.7663
Spontani stil	1.00	97	2.3763	.66451	.06747	2.2424	2.5102
	2.00	42	2.6667	.89318	.13782	2.3883	2.9450
	3.00	21	2.5000	.89443	.19518	2.0929	2.9071
	4.00	16	2.0625	.87797	.21949	1.5947	2.5303
	5.00	74	2.5574	.99274	.11540	2.3274	2.7874
	Total	250	2.4690	.85099	.05382	2.3630	2.5750

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Racionalan stil	Between Groups	3.645	4	.911	2.863	.024
	Within Groups	74.490	234	.318		
	Total	78.135	238			
Intuitivan stil	Between Groups	7.048	4	1.762	3.419	.010
	Within Groups	125.231	243	.515		
	Total	132.279	247			
Zavisan stil	Between Groups	14.977	4	3.744	5.509	.000
	Within Groups	163.803	241	.680		
	Total	178.780	245			
Izbegavajući stil	Between Groups	11.316	4	2.829	4.240	.002
	Within Groups	156.120	234	.667		
	Total	167.436	238			
Spontani stil	Between Groups	5.718	4	1.429	2.006	.094
	Within Groups	174.605	245	.713		
	Total	180.322	249			

Dobijene su statistički značajne razlike u racionalnom, intuitivnom, zavisnom i izbegavajućem stilu odlučivanja između različitih vrsta finansijskih institucija. Racionalan stil najzastupljeniji je kod zaposlenih u brokerskim kućama, što je očekivano s obzirom na to da je zadatak brokera da klijente informiše o stanju na tržištu, cenama hartija od vrednosti i drugim relevantnim podacima koji su klijentu neophodni, kako bi deneo odluku o potencijalnim investicijama. Broker treba da ima racionalan pristup informacijama, kako bi ih klijentu prikazao na najobjektivniji mogući način, ne utičući na njegovu odluku. Broker je dužan da klijentu predstavi sve relevantne informacije, uključujući i prikaz kretanja ključnih finansijskih pokazatelje za kompanije čije akcije savetuje klijentu da kupi ili je obavezan da mu predoči razloge zbog kojih nije mudro imati neku hartiju u portfelju, te stoga racionalnost uz kvantitativnu analizu finansijskih pokazatelja, koja klijenta navode na realna očekivanja od investiranja, a koja se uklapaju u njegova očekivanja i visinu profita, su zaista odlika profesionalnih brokera.

Intuitivni stil odlučivanja dominantan je kod zaposlenih na berzi, šta na prvi pogled deluje iznenađujuće s obzirom na to da njihov posao podrazumeva nadzor, kontrolu i analizu tržišta, odnosno praćenje regularnosti izvršenja berzanskih transakcija, za šta je neophodan racionalan pristup. Međutim, dugogodišnjim praćenjem, kontrolom i analizom tržišta, menadžeri berze vremenom razvijaju jaku intuiciju na osnovu koje

moгу da predvide buduće trendove na berzi. Iako njihov posao ne podrazumeva direktno donošenje odluka, od menadžera zaposlenih na berzi zavisi kvalitet publikovanih podataka, informacija i analiza, koje su glavna vodilja i putokaz za buduće investitore, te upravo njihov intuitivni pristup informacijama, način na koji ih plasiraju pomaže drugima da donesu odluke, uz napomenu da sve informacije moraju biti proverene i tačne i imati relevantan izvor, odnosno pisani dokaz iz uprave kompanije koja plasira informacije na berzi. Kvalitetno pripremljeni izveštaji o stanju na berzi su svakako slika lokalnih tržišta, na osnovu koje posebno strani investitori donose odluke o budućim ulaganjima. Praksa pokazuje da inostrani investitori, kako institucionalni, tako i individualni, uključujući i profesionalne analitičare pre izbora lokalnih berzi pažljivo prouče sajtove berzi, uporede broj, kvalitet, dostupnost i sveobuhvatnost podataka, berzanske indekse, broj hartija na kotaciji, kvalitet izveštaja, hartije koje donose dividendu u kontinuitetu, i prave izbore za plasiranje svog novca.

Zavisan i izbegavajući stil donošenja odluka najdominantniji su kod zaposlenih u investicionim fondovima. Posao portfolio menadžera podrazumeva veštinu upravljanja aktivom svojih klijenata, dakle novcem, hartijama od vrednosti, nekretninama i umetninama, tako da je neophodno je da se menadžeri sa svojim klijentima pravovremno konsultuju i zajednički donesu odluke, te je očekivano da će kod njih biti zastupljen zavisan stil odlučivanja. Osim veze sa klijentima, zavisan stil portfolio menadžera je prisutan i sa druge strane, koju nameće regulator kroz brojna ograničenja koja propisuje u vezi ulaganja. S obzirom na količinu odgovornosti koji posao portfolio menadžera nosi, nije iznenađujuće da kod njih ponekad prevlada i izbegavajući stil odlučivanja, jer odluke koje oni donesu mogu u velikoj meri da utiču na živote njihovih klijenata, kao i na opomene regulatornih tela, koja su propisala veoma stroga pravila investiranja, izveštavanja i publikovanja svih izveštaja. Osim opomena koje može regulator da upititi fondu, predviđene su i personalne kazne za nesavesno poslovanje i odgovornom licu i portfolio menadžerima, tako da je zavistan i izbegavajući stil donošenja odluka sasvim opravdan i razumljiv.

Tabela 18: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na obrazovanje

Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean	
						Lower Bound	Upper Bound
Racionalan stil	1.00	15	4.1867	.30675	.07920	4.0168	4.3565
	2.00	17	3.9647	.54422	.13199	3.6849	4.2445
	3.00	156	4.0692	.60861	.04873	3.9730	4.1655
	4.00	48	4.2250	.52288	.07547	4.0732	4.3768
	5.00	4	4.3500	.50000	.25000	3.5544	5.1456
	32.00	2	3.4000	.00000	.00000	3.4000	3.4000
	Total	242	4.0992	.57478	.03695	4.0264	4.1720
Intuitivan stil	1.00	15	4.3600	.45482	.11743	4.1081	4.6119
	2.00	20	3.5400	.64596	.14444	3.2377	3.8423
	3.00	157	3.5312	.72949	.05822	3.4162	3.6462
	4.00	52	3.4500	.71056	.09854	3.2522	3.6478
	5.00	4	3.4500	.10000	.05000	3.2909	3.6091
	32.00	2	2.8000	.00000	.00000	2.8000	2.8000
	Total	250	3.5576	.72586	.04591	3.4672	3.6480
Zavisan stil	1.00	15	3.0800	.43293	.11178	2.8403	3.3197
	2.00	20	3.5400	.78163	.17478	3.1742	3.9058
	3.00	159	3.3610	.93361	.07404	3.2148	3.5072
	4.00	48	3.6917	.62291	.08991	3.5108	3.8725
	5.00	4	3.9000	.20000	.10000	3.5818	4.2182
	32.00	2	3.4000	.00000	.00000	3.4000	3.4000
	Total	248	3.4315	.84727	.05380	3.3255	3.5374
Izbegavajuci stil	1.00	15	2.2533	.67809	.17508	1.8778	2.6288
	2.00	20	2.9900	.66325	.14831	2.6796	3.3004
	3.00	155	2.6013	.86053	.06912	2.4647	2.7378
	4.00	45	2.6844	.79142	.11798	2.4467	2.9222
	5.00	4	3.5500	.94340	.47170	2.0488	5.0512
	Total	241	2.6515	.83965	.05409	2.5449	2.7580
Spontani stil	1.00	15	2.1167	.74322	.19190	1.7051	2.5283
	2.00	20	2.7375	.98500	.22025	2.2765	3.1985
	3.00	160	2.4234	.87281	.06900	2.2872	2.5597
	4.00	51	2.5882	.69250	.09697	2.3935	2.7830
	5.00	4	3.8750	.14434	.07217	3.6453	4.1047
	Total	252	2.4812	.85758	.05402	2.3748	2.5875

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Racionalan stil	Between Groups	2.551	5	.510	1.563	.171
	Within Groups	77.068	236	.327		
	Total	79.620	241			
Intuitivan stil	Between Groups	11.569	5	2.314	4.720	.000
	Within Groups	119.621	244	.490		
	Total	131.191	249			
Zavisan stil	Between Groups	7.008	5	1.402	1.992	.081
	Within Groups	170.307	242	.704		
	Total	177.315	247			
Izbegavajući stil	Between Groups	10.138	5	2.028	2.996	.012
	Within Groups	159.064	235	.677		
	Total	169.202	240			
Spontani stil	Between Groups	13.265	5	2.653	3.809	.002
	Within Groups	171.333	246	.696		
	Total	184.598	251			

Dobijene su statistički značajne razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na obrazovanje ispitanika. Razlike su dobijene na intuitivnom, izbegavajućem i spontanom stilu odlučivanja. Intuitivni stil dominantno koriste ispitanici sa srednjom školom, dok ispitanici sa doktoratom najviše koriste izbegavajući i spontani stil odlučivanja.

Ispitanici koji imaju završenu srednju školu nisu stekli dovoljno kompetencija tokom svog obrazovanja koje bi im omogućile da na racionalan način procenjuju alternative, pa se pri donošenju odluka više oslanjaju na osećaj da li je ta odluka dobra ili nije. Ipak oni nisu u poziciji da donose odluke za koje nisu dovoljne samo dostupne informacije, već i osećaj da odluke koje izlaze iz uobičajnih okvira mogu biti dobre za organizaciju ili njihove karijere. Možemo reći da se intuicija niže obrazovanih, razlikuje od intuitivnog pristupa donošenju odluka kod onih koji imaju veliku moć u svojim rukama i čije odluke utiču na milione ljudi.

Ispitanici sa doktoratom dominantno koriste izbegavajući i spontani stil odlučivanja. Veoma visoko obrazovanje, kao i kompetencije koje su kroz njega i praksu stekli omogućavaju visoko obrazovanim menadžerima da često odluke donose spontano. Znanje, veštine i iskustvo koje imaju omogućava im da u kratkom vremenskom roku donesu odluku. Njima nije potrebno dugotrajno analiziranje situacije i vaganje

alternativa jer oni lakše nego drugi mogu da predvide ishode određenih odluka. Sa druge strane, upravo širina znanja koju imaju omogućava im da sagledaju i potencijalne posledice koje drugi možda ne bi uočili, te nije iznenađujuće da nisu uvek spremni da prihvate odgovornost i da oni budu ti koji će da donesu teške odluke, što se ogleda u izraženom izbegavajućem stilu donošenja odluka kod njih.

Tabela 19: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na radno iskustvo

Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean	
						Lower Bound	Upper Bound
Racionalan stil	1.00	41	3.9268	.59120	.09233	3.7402	4.1134
	2.00	71	4.0141	.63003	.07477	3.8650	4.1632
	3.00	90	4.1867	.49246	.05191	4.0835	4.2898
	4.00	35	4.2286	.61767	.10440	4.0164	4.4407
	Total	239	4.0987	.57828	.03741	4.0251	4.1724
Intuitivan stil	1.00	40	3.4350	.65772	.10399	3.2247	3.6453
	2.00	75	3.5520	.74314	.08581	3.3810	3.7230
	3.00	96	3.6104	.79279	.08091	3.4498	3.7711
	4.00	35	3.5543	.59820	.10112	3.3488	3.7598
	Total	248	3.5500	.73198	.04648	3.4585	3.6415
Zavisian stil	1.00	41	2.9854	.89598	.13993	2.7026	3.2682
	2.00	71	3.5352	.95724	.11360	3.3086	3.7618
	3.00	96	3.4312	.76466	.07804	3.2763	3.5862
	4.00	36	3.6167	.65792	.10965	3.3941	3.8393
	Total	246	3.4228	.85684	.05463	3.3152	3.5304
Izbegavajući stil	1.00	38	2.3053	.67019	.10872	2.0850	2.5256
	2.00	70	2.8657	.90263	.10789	2.6505	3.0809
	3.00	92	2.6109	.78635	.08198	2.4480	2.7737
	4.00	37	2.7838	.79495	.13069	2.5187	3.0488
	Total	239	2.6644	.83235	.05384	2.5584	2.7705
Spontani stil	1.00	41	2.3902	.74172	.11584	2.1561	2.6244
	2.00	75	2.5300	.72242	.08342	2.3638	2.6962
	3.00	95	2.4500	.87868	.09015	2.2710	2.6290
	4.00	37	2.6554	1.10609	.18184	2.2866	3.0242
	Total	250	2.4990	.85156	.05386	2.3929	2.6051

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Racionalan stil	Between Groups	3.188	4	.797	2.441	.048
	Within Groups	76.402	234	.327		
	Total	79.590	238			
Intuitivan stil	Between Groups	2.005	4	.501	.935	.444
	Within Groups	130.335	243	.536		
	Total	132.340	247			
Zavisan stil	Between Groups	12.423	4	3.106	4.470	.002
	Within Groups	167.449	241	.695		
	Total	179.873	245			
Izbegavajući stil	Between Groups	8.532	4	2.133	3.192	.014
	Within Groups	156.356	234	.668		
	Total	164.888	238			
Spontani stil	Between Groups	2.192	4	.548	.753	.557
	Within Groups	178.370	245	.728		
	Total	180.562	249			

Dobijene su statistički značajne razlike u racionalnom, zavisnom i izbegavajućem stilu odlučivanja s obzirom na radno iskustvo menadžera. Racionalni i zavisni stil najviše koriste menadžeri sa preko 15 godina radnog iskustva, dok izbegavajući stil najviše koriste oni sa 1 -5 godina radnog staža. Rezultati su u skladu sa očekivanjima, oni koji imaju dugogodišnje radno iskustvo prilikom donošenja odluka oslanjaju se na logiku, analizu dostupnih informacija i procenu alternativa, ali su isto tako skloni da se posavetuju sa kolegama vezano za neke odluke, što se ogleda u izraženom zavisnom stilu odlučivanja. Oni koji nemaju dovoljno radnog iskustva izbegavaju da donose važne poslovne odluke, jer se ne osećaju dovoljno kompetentnim da preuzmu odgovornost za njih.

Tabela 20: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na godine starosti

Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean	
						Lower Bound	Upper Bound
Racionalan stil	1.00	44	3.8500	.60097	.09060	3.6673	4.0327
	2.00	115	4.1426	.57963	.05405	4.0355	4.2497
	3.00	58	4.1172	.52319	.06870	3.9797	4.2548
	4.00	19	4.3263	.57430	.13175	4.0495	4.6031
	Total	236	4.0966	.58097	.03782	4.0221	4.1711
Intuitivan stil	1.00	44	3.4955	.67028	.10105	3.2917	3.6992
	2.00	122	3.5951	.79936	.07237	3.4518	3.7384
	3.00	60	3.5100	.65295	.08430	3.3413	3.6787
	4.00	19	3.5368	.58520	.13425	3.2548	3.8189
	Total	245	3.5518	.72551	.04635	3.4605	3.6431
Zavisan stil	1.00	44	3.3818	.93393	.14079	3.0979	3.6658
	2.00	119	3.3630	.92863	.08513	3.1945	3.5316
	3.00	61	3.5508	.69249	.08866	3.3735	3.7282
	4.00	19	3.6211	.64943	.14899	3.3080	3.9341
	Total	243	3.4337	.85726	.05499	3.3254	3.5421
Izbegavajući stil	1.00	41	2.7512	.89306	.13947	2.4693	3.0331
	2.00	117	2.7060	.81477	.07533	2.5568	2.8552
	3.00	59	2.4949	.91979	.11975	2.2552	2.7346
	4.00	19	2.6316	.67086	.15391	2.3082	2.9549
	Total	236	2.6551	.84623	.05508	2.5466	2.7636
Spontani stil	1.00	44	2.4489	.64830	.09773	2.2518	2.6460
	2.00	122	2.4529	.85421	.07734	2.2998	2.6060
	3.00	62	2.7863	.90292	.11467	2.5570	3.0156
	4.00	19	2.0921	.85070	.19516	1.6821	2.5021
	Total	247	2.5081	.85000	.05408	2.4016	2.6146

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Racionalan stil	Between Groups	3.946	3	1.315	4.049	.008
	Within Groups	75.371	232	.325		
	Total	79.317	235			
Intuitivan stil	Between Groups	.477	3	.159	.300	.826
	Within Groups	127.954	241	.531		
	Total	128.432	244			
Zavisan stil	Between Groups	2.216	3	.739	1.005	.391
	Within Groups	175.627	239	.735		
	Total	177.843	242			
Izbegavajući stil	Between Groups	2.206	3	.735	1.027	.381
	Within Groups	166.078	232	.716		
	Total	168.284	235			
Spontani stil	Between Groups	8.613	3	2.871	4.125	.007
	Within Groups	169.121	243	.696		
	Total	177.734	246			

Rezultati pokazuju da postoje statistički značajne razlike u racionalnom i spontanom stilu odlučivanja s obzirom na godine starosti. Racionalni stil odlučivanja najviše koriste oni koji imaju preko 46 godina, dok spontani najviše koriste oni sa 36-45 godina starosti.

Spontani stil odlučivanja dominantno koriste oni koji su na vrhuncu svoje karijere, jer oni imaju dovoljno kompetencija i dovoljno energičnosti da se lakše suoče sa teškim poslovnim odlukama i donesu ih bez previše analiziranja i u kraćim vremenskim rokovima. Međutim, kako sa godinama energetske potencijal pada, dolaze nova pravila i procedure, novi zakoni i nove tehnologije, stariji menadžeri se polako vraćaju racionalnom stilu odlučivanja, jer više ne mogu sa lakoćom da donesu odluke bez detaljne analize svih elemenata važnih za određenu odluku.

Tabela 21: Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na percepciju materijalnog statusa

Descriptives							
		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean	
						Lower Bound	Upper Bound
Racionalan stil	1.00	17	3.7412	.65102	.15789	3.4065	4.0759
	2.00	206	4.1330	.54601	.03804	4.0580	4.2080
	3.00	19	4.0526	.71753	.16461	3.7068	4.3985
	Total	242	4.0992	.57478	.03695	4.0264	4.1720
Intuitivan stil	1.00	17	3.0118	.52664	.12773	2.7410	3.2825
	2.00	214	3.6234	.69446	.04747	3.5298	3.7169
	3.00	20	3.2600	.96267	.21526	2.8095	3.7105
	Total	251	3.5530	.72808	.04596	3.4625	3.6435
Zavisan stil	1.00	17	3.4706	.56983	.13820	3.1776	3.7636
	2.00	212	3.4528	.86328	.05929	3.3360	3.5697
	3.00	20	3.0900	.89083	.19920	2.6731	3.5069
	Total	249	3.4249	.85186	.05398	3.3186	3.5312
Izbegavajuci stil	1.00	13	3.2308	.52183	.14473	2.9154	3.5461
	2.00	208	2.6317	.83357	.05780	2.5178	2.7457
	3.00	21	2.4571	.92982	.20290	2.0339	2.8804
	Total	242	2.6488	.83895	.05393	2.5425	2.7550
Spontani stil	1.00	17	2.2059	.64490	.15641	1.8743	2.5375
	2.00	215	2.5186	.86986	.05932	2.4017	2.6355
	3.00	21	2.3571	.85722	.18706	1.9669	2.7473
	Total	253	2.4842	.85724	.05389	2.3780	2.5903

ANOVA						
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Racionalan stil	Between Groups	2.456	2	1.228	3.803	.024
	Within Groups	77.164	239	.323		
	Total	79.620	241			
Intuitivan stil	Between Groups	7.756	2	3.878	7.709	.001
	Within Groups	124.769	248	.503		
	Total	132.525	250			
Zavisan stil	Between Groups	2.444	2	1.222	1.693	.186
	Within Groups	177.522	246	.722		
	Total	179.966	248			
Izbegavajuci stil	Between Groups	5.235	2	2.617	3.805	.024
	Within Groups	164.390	239	.688		
	Total	169.625	241			
Spontani stil	Between Groups	1.910	2	.955	1.303	.274
	Within Groups	183.276	250	.733		
	Total	185.187	252			

Dobijene su razlike na racionalnom, intuitivnom i izbegavajućem stilu odlučivanja s obzirom na percepciju materijalnog statusa. Racionalni i intuitivni stil donošenja odluka najviše koriste oni koji svoj materijalni status percipiraju kao prosečan, dok izbegavajući stil koriste oni koji svoj materijalan status percipiraju kao ispodprosečan.

Menadžeri koji donose odluke kombinujući procenu dostupnih informacija i osećaj koji imaju vezano za situaciju o kojoj treba da donesu odluku, percipiraju svoj materijalni status prosečnim, odnosno smatraju da mogu sebi da priušte ono što im je potrebno za život. Međutim, treba uzeti u obzir da je ovde reč o percepciji materijalnog statusa i da podaci govore o subjektivnom osećaju menadžera o njihovom standardu života, a ne o objektivnim podacima. To što menadžeri zaposleni u finansijama svoj materijalni status smatraju prosečnim, ne znači da ne njihova primanja nisu veća, nego prosečna zarada u Srbiji i Crnoj Gori. Menadžeri koji rade u finansijama su situirani i njihova imovina se meri sa nekoliko nekretnina i natprosečnim primanjima, ali oni svoj prosečan materijalni status upoređuju sa popisom nekretnina, stanjem na bankovnim računima i brojem automobila, koje je politička elita obavezna da prijavljuje i ono što prikažu u svom imovinskom kartonu je neuporedivo vrednije od vrednosti imovine menadžera zaposlenih na finansijskom tržištu.

Oni koji izbegavaju da donesu odluke svoj materijalni status percipiraju kao ispodprosečan, što je potpuno u skladu sa očekivanjima, jer neko ko ne preuzima odgovornost i ne donesi odluke u okviru svog radnog mesta, pa i odluke vezane za sopstvenu karijeru ne može ni ostvariti veću materijalnu dobit.

9 DISKUSIJA I ZAKLJUČNA RAZMATRANJA ISTRAŽIVANJA

Proces odlučivanja više karakterišu emocionalnost, konfuzija i nesređenost, nego racionalnost. Različiti menadžeri, koji su uključeni u proces donošenja odluka, ne slažu se oko prave prirode problema, kao ni ishoda i rešenja istog. Navedena neslaganja uzrokovana su pretpostavkama, perspektivama i vrednostima tipičnim za menadžere različitih specijalnosti, obrazovanja i iskustva.

Daniel Kahneman (1986) je u iscrpnom istraživanju ljudskog ponašanja baziranog na eksperimentima, doveo u pitanje pretpostavku o racionalnom odlučivanju u određenim situacijama. Vrednovanja se u stvarnom svetu često ne odvijaju prema zakonu verovatnoće, niti se odlučivanje odvija u skladu sa principom maksimizacije korisnosti.

Kahneman je, zajedno sa Tversky i Amosom (1996), pokazao da ekonomski akteri ne mogu da obave sveobuhvatnu analizu složenih problema kada su buduće posledice neizvesne. Ispitanici su u jednom njegovom poznatom eksperimentu smatrali da će investitor, ukoliko uoči da je menadžer nekog investicionog fonda dve godine za redom „pobedio” tržišni indeks, zaključiti da je menadžer sistemski kompetentniji od prosečnog investitora, iako su objektivne statističke implikacije znatno neubedljivije. Ovako usko gledanje na informacije može da razjasni mnoge fenomene na finansijskom tržištu koji su teško objašnjivi ostalim modelima.

Savremena istraživanja, kombinujući dve nauke - ekonomiju i psihologiju, pokazuju da su koncepti ograničene racionalnosti, ličnog interesa i samokontrole bitni faktori ekonomskih pojava. Korisnost primene eksperimenata u ekonomiji ima za posledicu to da sve veći broj ekonomista smatra ovakve metode nezamenljivim alatom u istraživanjima. Nove generacije ekonomista povezuju oblasti eksperimentalne ekonomije i ekonomske psihologije, oblasti koje su ranije bile suprotstavljene. Vernon Smith i Daniel Kahneman su glavni inicijatori ovakvih procesa i najzaslužniji su za ovakve uzbudljive promene u ekonomskom istraživanju.

Glavni problem u dosadašnjim istraživanjima menadžerskog ponašanja predstavljala je identifikacija biheviorističkih kategorija koje su relevantne i smislene za sve vođe i menadžere.

U istraživanjima menadžerskih aktivnosti svako istraživanje je dalo drugačiji skup biheviorističkih kategorija, što dodatno otežava upoređivanje i objedinjavanje rezultata.

Stanje je slično i sa dosadašnjim biheviorističkim istraživanjima, jer su sva ta istraživanja proizvela različite biheviorističke pojmove vezane za ponašanje menadžera (Bass 1990, Fleishman 1991). Koriste se različiti nazivi za istu vrstu ponašanja, a često se dešava da različiti teoretičari različito definišu isti pojam, tako ono što jedan teoretičar smatra opštom biheviorističkom kategorijom, neki drugi rastavlja na dve ili tri odvojene kategorije. Različite taksonomije proizašle su iz različitih istraživačkih disciplina.

Analizom aktivnosti berzanskih posrednika došlo se do zaključka da što više klijenata brokera trguje, što su njihove berzanske aktivnosti učestalije, to su rezultati gori i da su muškarci bili aktivniji u trgovini na finansijskom tržištu, obavili su veći broj transakcija od ženskih investitora, ali su imali i gore rezultate. (Ritter 2003.)

Prema Hirshleiferu (2001), ljudi pripisuju dobre rezultate svojim vlastitim sposobnostima, dok one loše pripisuju spoljnim faktorima.

Veliki deo biheviorističkih istraživanja, koja su bila sprovedena u poslednjih trideset godina, pati od ozbiljnih slabosti. Porast broja taksonomija i neslaganje oko toga koja bi ponašanja trebalo proučiti dodatno su otežali integraciju istraživanja koja su posvećena menadžerskom ponašanju. Najveći broj istraživača i dalje koristi upitnik, bez razmatranja relevantnosti njegovog sadržaja za istraživanja koja sprovode i uzorak sa kojim rade.

Terenska ispitivanja, koja mere performanse menadžera isključivo na osnovu ponašanja, obuhvaćenih upitnikom, propuštaju priliku da ispituju širok raspon ponašanja i prikupe dovoljno opisnih podataka o ponašanju menadžera. Prilikom analize dobijenih podataka, često je otežana interpretacija tih rezultata, pri čemu još uvek nema prave prilike da se naprave opšta otkrića o uspešnom rukovođenju. Slično kao i kod istraživanja osobina menadžera, bihevioristička istraživanja pate od sklonosti traženja jednostavnih odgovora na složena pitanja.

Sva istraživanja su se uglavnom bavila otkrivanjem i analizom individualnih ponašanja menadžera, ali ne i otkrivanjem kako uspešni menadžeri koriste obrasce specifičnih ponašanja za ostvarenje određenih ciljeva.

Neophodno je istaći i zanemarivanje činjenice da su menadžerska ponašanja u složenim interakcijama, pa se ne mogu sagledati bez proučavanja tih interakcija. U budućim istraživanjima trebalo bi više pažnje posvetiti opštem sklopu menadžerskog ponašanja, jer učestalost ponavljanja nekih ponašanja nisu dovoljna, već je veoma važno da se to ponašnje vešto upotrebi na prikladnom mestu i u prikladno vreme.

Istraživanje je sprovedeno tako što je prvo urađeno kvalitativno istraživanje, kroz sprovođenje fokus grupnih intervjuja, a zatim i kvantitativno istraživanje, dakle, napravljen je spoj kvalitativnog i kvantitativnog istraživanja.

Na osnovu rezultata do kojih se došlo istraživanjem i kroz fokus grupe može se zaključiti da menadžeri nisu dovoljno upoznati sa konceptom biheviorističkih finansija i da se saznanja koja ove teorije nude ne koriste dovoljno u praksi ni u Srbiji, ni u Crnoj Gori. Iako postoji konsenzus oko značaja koje karakteristike ličnosti su preduslov za uspešnost u ovom poslu, profesionalna selekcija skoro da ne postoji pri zapošljavanju, a i kada postoji, ove karakteristike se ne proveravaju.

Menadžeri su tokom fokus grupnog intervjuja isticali značaj poštovanja regulative i propisanih pravila i da je ugled koji grade i čuvaju najjača preporuka za njih. Poverenje koje su zadobijali vremenom je drugi važan parametar koji ih preporučuje. Kroz razgovor na zadate teme su istakli i brojna ograničenja koja ih sputavaju da pokažu svoje ideje i ostvare bolje performanse, ističući pre svega svoje top menadžere koji nemaju razumevanje i ne pružaju im podršku, a drugi razlog je ograničenost u ličnom razvoju i napretku, koji ih demotiviše, uz isticanje dominacije poremećenog sistema vrednosti u našem društvu, koji ubija napredne ideje i ne daje priliku onima koji ih imaju da ih iskažu, jer se na pozicijama top menadžera nalaze više podobni nego stručni menadžeri, koji se plaše svega novog i naprednog i kojima je krajni cilj slepo sprovođenje i izvršavanje odluka koje dobijaju od vlasnika.

Fokus grupni intervju sa menadžerima iz sektora finansija je pokazao da se nikada do kraja ne može znati koje su menadžerove sposobnosti, te da je za menadžera važno da ima ljudske i moralne vrednosti, dakle, ličnost i stručnost su vrlo važna obeležja menadžera.

Interesantno je i to da su menadžeri istakli da se zapravo plaća odgovornost za donete odluke i kako su visoke plate menadžera time opravdane. Linijski menadžeri su istakli da stranci koji dobiju poziciju direktora banke zarađuju mesečno po 15.000 evra, ali zato oni visokoobrazovanim lokalnim menadžerima sa dugogodišnjim bankarskim iskustvom nude platu od svega 600 evra i pokazali su nezadovoljstvo takvim tretmanom.

U ovom istraživanju se pokazalo da svaki prosečan menadžer koji poznaje pravila i procedure može da ih prati i posluje u skladu sa njima, međutim, samo oni koji imaju smelosti da preuzmu rizik mogu svoje poslovanje da podignu na viši nivo. Ipak, rezultati koji su dobijeni sugerišu da menadžeri koji postižu natprosečne rezultate dominantno koriste racionalni stil odlučivanja.

Ovi rezultati na prvi pogled ne idu u prilog biheviorističkoj teoriji finansija, međutim, treba biti oprezan pri interpretaciji rezultata. Neophodno je uzeti u obzir jednu vrlo važnu činjenicu, a to je da ljudi najčešće nisu svesni iracionalnih faktora koji utiču na njihove odluke, jer oni deluju na nesvesnom nivou, te i navode da odluke donose isključivo racionalnim putem.

Rezultati takođe ukazuju da je korišćenje intuitivnog stila odlučivanja karakteristika onih koji sebe percipiraju kao neuspešne. Razlozi za ovakve rezultate se nalaze u činjenici da sistem poslovanja kod nas u velikoj meri ograničava pojedince koji su spremni da poslušaju svoj osećaj i donesu odluke na nekonvencionalan način, te ideje koje imaju menadžeri iz finansijskog sektora sa dominantno izraženim intuitivnim stilom odlučivanja često ostaju samo na nivou ideja, jer im strog birokratski sistem ne dozvoljava da se razviju, a ljudi koji se dominantno vode ovim stilom ne mogu da se uklope u nametnuta pravila i procedure, niti da donesu odluke na svoj način, te njihov potencijal ostaje neostvaren, a rezultati koje pokazuju nezadovoljavajući.

S obzirom na to da je reč o subjektivnoj percepciji uspešnosti, moguće je da menadžeri sa izraženim intuitivnim stilom donošenja odluka objektivno i ne postižu tako loše rezultate, već da većinu svojih ideja ne mogu da sprovedu u praksi što ih frustrira i stvara osećaj da su manje dobri u svom poslu.

Gledano u celini, ovi rezultati ukazuju da kod nas svest o značaju bihejviorističkih finansija nije dovoljno razvijena. Dok u ekonomski jakim zemljama, sa tržišnom ekonomijom, postoji svest o tome da najbolje rezultate postižu oni koji umeju da iskoče iz šablona i da budu drugačiji, kod nas menadžeri još uvek smatraju da su dobre samo odluke koje su donete na konvencionalan način, vođene isključivo racionalnošću. Ovakvi rezultati nisu ohrabrujući, ali odgovarajuće edukacije menadžera i drugačije usmerena profesionalna selekcija mogu da naprave značajne pomake.

Usmerenost menadžera na postignuće i uspeh uključuje niz međusobno povezanih stavova, vrednosti i potreba, a najviše se ističe želja za isticanjem, spremnost za preuzimanje odgovornosti i zaokupljenost poslovnim ciljevima.

Svaki prosečan menadžer koji poznaje pravila i procedure može da ih prati i posluje u skladu sa njima, međutim, samo oni koji imaju smelosti da preuzmu rizik mogu svoje poslovanje da podignu na viši nivo. Ipak, dobijeni rezultati sugerišu da menadžeri koji postižu natprosečne rezultate dominantno koriste racionalni stil odlučivanja.

Ovi rezultati na prvi pogled ne idu u prilog bihejviorističkoj teoriji finansija, međutim, treba biti oprezan pri interpretaciji rezultata. Mora se uzeti u obzir jedna vrlo važna činjenica, a to je da ljudi najčešće nisu svesni iracionalnih faktora koji utiču na njihove odluke, jer oni deluju na nesvesnom nivou, te i navode da odluke donose isključivo racionanim putem. Rezultati takođe ukazuju da je korišćenje intuitivnog stila odlučivanja karakteristika onih koji sebe percipiraju kao neuspešne.

Ograničenja tokom istraživanja su bila brojna, a nastala su kada je trebalo definisati varijable u istraživanju, zatim nemogućnost uključivanja većeg broja varijabli, kao što su osobine ličnosti i testovi inteligencije (ta mogućnost po kodeksu dozvoljena je samo psiholozima), merenje performansi, unapređenje odlučivanja, merenje uspeha menadžera, definisanje natprosečne performanse. Nije bilo moguće uključiti u

istraživanje ni način na koji informacije utiču na osećenja finansijskih učesnika, kao ni greške u odlučivanju, odnosno heuristike, koje prate svaki proces odlučivanja. Nije bilo moguće stilove odlučivanja dovesti u vezu sa IQ – om i testovima ličnosti.

Istraživački doprinos se sastojao u nedovoljnoj istraženosti samog fenomena biheviorističkih finansija na prostoru sa slabo razvijenim tržištem kapitala, kakvo je tržište Srbije i Crne Gore. Istraživanje je imalo za cilj da snimi stanje i da se popularizuje ova oblast i upozna stručna i finansijska javnost sa njenom ulogom u odlučivanju u savremenim finansijama.

U budućim istraživanjima trebalo bi posvetiti više pažnje opštem sklopu menadžerskog ponašanja, a ne usmeravanju na neku komponentu njegovog ponašanja. Merenje učestalosti pojavljivanja određenog ponašanja nisu dovoljne, već je mnogo važnije razmotriti da li se ta ponašanja koriste na prikladnom mestu i u prikladno vreme. Važno je ipak napomenuti da su svi upitnici o menadžerskom ponašanju subjektivni, te bi bilo važno imati veću fleksibilnost u odabiru ponašanja koja će biti ispitana i izboru metode za njihovo merenje koja bi olakšala interpretaciju rezultata.

Preporuka za dalja istraživanja bi bila da se u budućim istraživanjima navedena ograničenja nadomeste i sprovedu, te da bi bilo vrlo korisno ostvariti saradnju sa psiholozima zbog multidisciplinarnosti teme, što bi omogućilo da se ispitaju osobine ličnosti menadžera i razni drugi aspekti biheviorističkog pristupa odlučivanja, koji ekonomistima i finansijskim stručnjacima nisu dovoljno poznati i dostupni, ali uz saradnju finansijskih menadžera i psihologa pružila bi se mogućnost da se dođe do interesantnih saznanja, koja bi mogla omogućiti da u savremene metode odlučivanja, menadžeri sa finansijskog tržišta uključe i biheviorističke elemente, sa ciljem da tako širok i multidisciplinarn pristup odlučivanju rezultira ostvarenjem natprosečnih performansi u savremenim finansijama.

10 ZAKLJUČAK

Učesnici na tržištu su se dugo oslanjali na pojam efikasnog tržišta i racionalnost investitorovog ponašanja prilikom donošenja finansijskih odluka. Ideja potpuno racionalnog investitora postaje neadekvatna, dok se sve češće opažaju primeri tržišne neefikasnosti u formi anomalija i iracionalnog ponašanja tokom prethodnih decenija. Zahvaljući radu kognitivnih psihologa, kao što su Danijel Kaneman i Amos Tverski, sada postoje empirijski dokazi, na osnovu kojih može da se izvrši klasifikacija nekih od načina na koji ljudi formiraju očekivanja i donose odluke.

Iskustva u poslovanju na finansijskom tržištu pokazuju da institucionalni i individualni investitori i finansijski menadžeri retko odlučuju na osnovu principa normativne teorije, već su podložni različitim psihološkim uticajima. Mnoge finansijske teorije, zasnovane na principu racionalnog odlučivanja, u praksi ne važe. Istraživanja iz oblasti biheviorističkih finansijskih pokazuju da teorija o irelevantnosti finansijske strukture kapitala nema svoje utemeljenje u praksi.

U poslednjih nekoliko godina došlo je do prave eksplozije teorijskog rada na modeliranju finansijskog tržišta, sa agentima koji nisu uvek u potpunosti racionalni. Ovi radovi se odvajaju od pretpostavke racionalnosti individue, ili kroz proces stvaranja uverenja, ili kroz proces donošenja odluka.

Biheviorističke finansijske su trn u oku mnogim finansijskim tradicionalistima. Neke od ovih negativnih percepcija mogu da se povežu sa strahom da će finansijske nazadovati, međutim, biheviorističke finansijske nisu više kontroveržno polje kao što je to nekad bilo. Finansijski ekonomisti se navikavaju na razmišljanje o ulozi ljudskog ponašanja u pomeranju cena akcija. Ekonomisti će vremenom u svoje modele uključivati sve više „ponašanja”, a nakon toga i analizirati njihovu ulogu i uticaj na finansijsko tržište i njegove performanse, kako budu posmatrali i postajali svesni realnog sveta.

Jedno od najrelevantnijih pitanja koje se postavlja o finansijskim akterima u sferi biheviorističkih finansijskih jeste da li su ljudi dobri intuitivni statističari, što brojna istraživanja negiraju. Emocije predstavljaju mnogo važniji faktor za razumevanje intuitivnih procena i izbora nego što je to bio slučaj u prošlosti. Menadžeri često donose

odluke na osnovu sviđanja ili nesviđanja, uz slab uticaj racionalnog vrednovanja, što se opisuje kao afektivne heuristike. Zaključak i smernica je da u nekim slučajevima spontano traženje intuitivnog rešenja ne uspeva i tada se ne razmišlja ni o stručnom rešenju, ni o odgovoru koji je zasnovan na heuristici.

Istraživanja su pokazala da magijsko razmišljanje ima značajnu ulogu u finansijskom odlučivanju, što se smatra socijalnim, a ne individualnim fenomenom. Kada je reč o investicionim ili menadžerskim odlukama, ili *ponašanju* koje je prethodilo rastu prodaje ili rasta profita, ono izražava tendenciju da bude ponovljeno, što može dovesti do precejenosti sopstvene odluke kod narednih preuzimanja.

Kvazimagijsko razmišljanje se više ispoljava kada je reč o ishodima budućih događaja, a ne istorijskih događaja i pomaže da se razumeju ekonomski fenomeni koji se ne bi mogli striktno objasniti tezama racionalnog ekonomskog ponašanja. Efekat posedovanja, o kome je bilo reči u ovom radu, može se povezati sa kvazimagijskim razmišljanjem. Tendencija da se drže *gubitničke* akcije i da se prodaju *pobedničke* je takođe vid kvazimagijskog razmišljanja.

Interesantan faktor prilikom finansijskog odlučivanja je *kulturalna i društvena kontaminiranost*. Kulturalni faktori imaju značajan uticaj, zbog rasprostranjene želje da se odgovornost za odluke prenese na organizaciju, ali i zbog želje da se održava lična veza sa organizacijom. Prisustvo ovog uticaja utiče na to da odluke više nemaju objektivni karakter i njihova valjanost je bazirana na konkretnoj situaciji. Ovaj uticaj prožima veliki broj odluka i zaslužan je za određene tipove odluka, i to u meri koja prkosi racionalnom odlučivanju.

Pojedinci svoje odluke često baziraju na irelevantnim i sporednim informacijama. Da bi se zaštitili od ove iracionalne tačke u ljudskoj percepciji, bihejviorističke finansije daju određena upozorenja. Dosadašnja analiza je pokazala da mnogi ljudi donose odluke na bazi informacija koje su netačne, nepotpune, ili jednostavno prazne.

Tržišta su, kao i investitori, suviše komplikovana da bi se mogla svesti na nekoliko odabranih predrasuda. Osećanja investitora itekako mogu uticati na očekivanja povrata investicija. Ovo se zasniva na dve pretpostavke, osećanje i ograničenje arbitraže.

Postoje direktni dokazi da verovanja i akcije investitora pokazuju da su biheviorističke teorije još više značajne i tačne za spoljašnje posmatrače.

Biheviorističke finansije imaju za cilj otkrivanje obrazaca ponašanja koji nisu u skladu sa standardnom ekonomskom teorijom, koja ne može da pruži odgovore na sve dileme u savremenim finansijama, koje se svakodnevno javljaju kod svih učesnika na finansijskom tržištu, pa je za bolje razumevanje savremenih finansijskih tokova neophodno koristiti i primenjivati znanja iz biheviorističkih finansija.

Odlučivanje predstavlja pojam koji se široko koristi u najrazličitijim kontekstima, počev od poslovnog života, preko privatnog života, pa sve do porodice i države. Samo odlučivanje je staro onoliko koliko je stara i ljudska civilizacija, pri čemu treba imati na umu činjenicu da je svaka ljudska aktivnost posledica odluke koja je doneta na svestan ili nesvestan način. Proces odlučivanja je izuzetno kompleksan i interdisciplinaran, što za posledicu ima postojanje velikog broja pristupa i različitih shvatanja ovog fenomena. Uprkos tome što su menadžeri svakako kategorija koja najčešće donosi odluke, problemom odlučivanja se bavi i veliki broj drugih profesija poput psihologa, matematičara, statističara, informatičara, ekonomista i sl.

Teorije odlučivanja se mogu podeliti na osnovu velikog broja različitih kriterijuma, pri čemu je u praksi najčešće korišćena njihova podela koji su dali Bel i saradnici. Oni teorije odlučivanja dele na normativne, deskriptivne i preskriptivne. Normativne teorije odlučivanja se bave proučavanjem priroda racionalnosti i logika koje se upotrebljavaju prilikom donošenja odluka i one imaju za cilj da dovedu do prepoznavanja optimalnih odluka iz ugla njihove korisnosti. Deskriptivne teorije odlučivanja za predmet svog interesovanja imaju deskripciju načina na koje donosioci odluka razmišljaju, rešavanje problema sa kojima se oni suočavaju i razloga na osnovu kojih odabiru određena rešenja, odnosno zbog kojih donose odluke. Preskriptivne teorije odlučivanja se bave praktičnim korišćenjem normativnih i deskriptivnih teorija odlučivanja u okvirima realnih poslovnih okruženja.

Uprkos tome što postoji veliki broj preporučenih teorijskih modela, donosioci odluka se često ne pridržavaju nekog od njih, pri čemu na njihove odluke veoma značajan uticaj

ima i njihovo ponašanje. Ponašanje donosilaca odluke i njihovi stavovi su često i od presudnog značaja za izbor odluke koju će oni doneti.

Biheviorističke finansije predstavljaju oblast finansija koja se bavi proučavanjem uticaja psiholoških faktora na ponašanje donosilaca odluka u oblasti finansija i analizom posledica koje njihove odluke mogu imati. One su veoma značajne za finansije i ekonomsku nauku zbog njihovog doprinosa u lakšem utvrđivanju razloga koji dovode do pojave neefikasnosti na tržištima.

Donosioci odluka se tokom trajanja procesa odlučivanja susreću sa velikim brojem najrazličitijih faktora koji mogu biti od uticaja na konačni rezultat ovog procesa. Svi ovi faktori se mogu podeliti na objektivne i subjektivne, pri čemu treba imati na umu činjenicu da subjektivni faktori u nekim slučajevima mogu u potpunosti poništiti efekte objektivnih faktora odlučivanja.

Na proces donošenja odluka u značajnoj meri utiču i osobine ličnosti donosioca odluke, koje u nekim slučajevima mogu u potpunosti staviti u drugi plan sve ostale elemente koji su značajni za proces odlučivanja, a najveći uticaj imaju tri vrste osobina: one koje oslikavaju karakter njegovog temperamenta, one koje označavaju karakteristike njegovog karaktera i osobine uz pomoć kojih se iskazuje sposobnost neke osobe.

Na proces odlučivanja u značajnoj meri utiče i poslovna inteligencija koja predstavlja skup osobina ličnosti donosioca odluke koje se mogu primeniti u okviru nekog poslovnog okruženja. Poslovna inteligencija se nebrojeno mnogo puta pokazala kao mnogo značajnija od formalnog obrazovanja donosilaca odluke i upravo ona predstavlja jedan od najvažnijih preduslova koji karakterišu dobrog donosioca poslovnih odluka. Raspolaganje poslovnom inteligencijom predstavlja veoma značajnu prednost za donosioca odluke, zato što mu ona omogućava da efikasnije identifikuje suštinu problema, da bude efikasan u svom radu i da odabere onu opciju odluke koja će obezbediti dostizanje maksimalnih pozitivnih efekata, uz izlaganje najmanjim mogućim negativnim efektima.

Fokus grupni intervjui i empirijsko istraživanje koje je urađeno za potrebe ove disertacije pokazali su da menadžeri koji rade na finansijskom tržištu u Srbiji i Crnoj Gori nisu

dovoljno upoznati sa postulatima biheviorističkih finansija, te da ih u svakodnevnom odlučivanju delimično koriste kroz upotrebu intuicije, ali da prioritet prilikom odlučivanja svakako daju ozbiljnim finansijskim analizama. Kao rezultanta fokus grpnog intervjua sa finansijskim menadžerima u Crnoj Gori izdvojila su se dva ključna faktora: vrednosti orjentisane na rezultat i moralne vrednosti.

Istraživanje je pokazalo da su menadžerima iz sektora finansija ugled i poštovanje zakonske regulative dva najznačajnija cilja u poslovanju, kao i da se pri poslovnom odlučivanju služe dosadašnjim iskustvima i intuicijom, ali da se susreću i sa nemogućnošću da iskažu i sprovedu svoje ideje, jer top menadžeri uglavnom ne pokazuju spremnost da ih čuju.

Finansijski menadžeri su kroz fokus grupni intervju istakli da top menadžeri ne pokazuju spremnost da prihvate ideje linijskih menadžera, oni izvršavaju i sprovode ideje vlasnika kapitala, koji ih je angažovao, tako da se u istraživanju izdvojio još jedan stil donošenja odluka, poznat kao zavisani stil odlučivanja - odluke koje donose menadžeri direktno su uslovljene informacijama i instrukcijama koje dobijaju od većinskog vlasnika finansijske institucije.

Istraživanje je pokazalo i to da menadžeri koji rade u finansijama najviše koriste racionalni stil odlučivanja, ne isključuju ni značaj intuicije, ali ona im je samo pomoćno sredstvo da nakon ozbiljnih finansijskih analiza odaberu najbolje rešenje i donesu najbolju poslovnu odluku u datim okolnostima.

Brojne varijable za koje se smatralo da bi bilo dobro da se uključe u istraživanje, poput testova ličnosti i inteligenciji su izuzete zbog toga što je po kodeksu isključivo psiholozima dozvoljeno da koriste testove ličnosti i inteligencije. Bilo je dosta teško meriti i upoređivati performanse menadžera sa finansijskog tržišta, što predstavlja još jedno ograničenje, tako da su svi ovi razlozi dali ideju za buduća istraživanja, da se zbog multidisciplinarnosti teme u naredna istraživanja uključe psiholozi, ekonomisti, statističari i stručnjaci za odlučivanje i da sa udruženim znanjima iz više oblasti daju svoj zajednički doprinos unapređenju poslovnog odlučivanja u savremenim finansijama.

11 LITERATURA

1. Abreu, D., Brunnermeier, M. K., Synchronization Risk and Delayed Arbitrage, *Journal of Financial Economics*, 66(2-3), 2002.
2. Ackert, Deaves, Behavioral Finance, Psihology, Decision – Making and Markets, Cengage Learning, 2009.
3. Adair, J., *Effective Decision-making*, Pan Books, London, 1985.
4. Adžić, S., *Lider u marketingu, 5: Tipovi lidera*, Ekonomski institut, ISBN 8673290546., 2004.
5. Akerlof, G., Kranton, R. E., *Ekonomija identiteta: kako naši identiteti oblikuju naš rad, plate i blagostanje*, Mate, Zagreb, 2012.
6. Akerlof, G., Kranton, R., Identity and the Economics of Organizations, *Journal of Economic Perspectives*, 19 1, 2005.
7. Akerlof, G., Kranton, R., Identity and Schooling: Some Lessons for the Economics of Education, *Journal of Economics Literature*, 40 4, 2002.
8. Akerlof, G., Shiller, R., nav.d., str. 60, citirano prema: Becker, G., 1968., Crime and Punishment: An Economic Approach, *Journal of Political Economy*, 76, 2010.
9. Akerlof, G., Shiller, R., Životni duh – Kako psihologija čoveka pokreće ekonomiju i zbog čega je to značajno za svetski kapitalizam, Službeni glasnik, Beograd, 2009.
10. Akerlof, G., Shiller, R., *Životni duh: kako psihologija čoveka pokreće ekonomiju i zbog čega je to važno*, Službeni glasnik, Beograd, 2010.
11. Akerlof, G., Kranton, R., Economics and identity, *Quarterly Journal of Economics*, 115:3, 2000.
12. Allingham, M. G., Agnar, S., Income Tax Evasion: A theoretical Analysis, *Journal of Public Economics*, 1, 1972.
13. Alsedrah, I., Ahmad, N., Behavioral Finance: The missing piece in modern finance, *Proceedings of the First Middle East Conference on Global Business, Economics, Finance and Banking*, (ME14 DUBAI Conference), Dubai, 10-12 sept., 2014.
14. Altman, M., The Nobel Prize in Behavioral and Experimental Economics: a contextual and Critical Appraisal of the Contributions of Daniel Kahneman and Vernon Smith, *Review of Political Economy*, Vol 16, No 1, 2004.
15. Anderson, C., et al., *A Status Enhancement Account of Overconfidence*, *J Pers Soc Psychol.* 2012 Oct;103(4).
16. Anger, E., Loewenstein, G., Behavioral Economics, u: Gabby D., Thagard P., *Handbook of the philosophy of science*, Elsevier, Amsterdam, 2007.
17. Anthony, J., Porcelli, Mauricio, R., Delgado, *Acute Stress Modulates Risk Taking in Financial Decision Making*, „Psychological Science“, Volume 20—Number 3.
18. Ariely, D., *(Ne)logičan izbor*, Alnari, Beograd, 2008.

-
19. Ariely, D., Mažar, N., „Iracionalno nepoštenje: malo usklađenosti, malo kršenja“, *Uvod u biheviorističku ekonomiju*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb, 2014.
 20. Ariely, D., *Predvidljivo iracionalni: nevidljive sile koje upravljaju našim odlukama*, VBZ, Zagreb, 2009.
 21. Arkes, H.R.; Ayton, P., The sunk cost and Concorde effects: Are humans less rational than lower animals? *Psychological Bulletin*, s.l., 1999.
 22. Arnold, J., Silvester, J., *Work Psychology: Understanding Human Behavior in the Workplace*, Prentice Hall/Financial Times, 2005, ISBN 0273665442.
 23. Arnold, J., *Work psychology: Understanding Human Behaviour in the Workplace*. Prentice Hall, fourth edition, 2005.
 24. Aronson, E., *Socijalna psihologija*, Mate, Zagreb, 2005.
 25. Aronson, E., Winston, T., *Socijalna psihologija*, Mate, Zagreb, 2005.
 26. Arrow, K. J., Social choice and individual values, Wiley, New York, 1951.
 27. Ashley, G., *Uncertainty and Expectation: Strategies for the Trading of Risk*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, UK, 2004.
 28. Backović, M., „Ekonomsko matematički metodi i modeli“, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2011.
 29. Backović, M., Popović, Z., „Matematičko modeliranje i optimizacija“, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2012.
 30. Bahtijarević-Šiber, F., *Management ljudskih potencijala*, Golden marketing, Zagreb, 1999.
 31. Baker, H. K., *Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing*, Wiley, 2014.
 32. Baker, H. K., Nofsinger, J. R., *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*, Wiley, 2010.
 33. Bal, F., *Moć medija*, Clio, Beograd, 1997.
 34. Ball, R., Brown, P., An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1968.
 35. Barberis, N., Huang M., Thaler, R. H., Individual Preferences, Monetary Gambles and Stock Market Participation forthcoming, *American Economic Review*, 2006.
 36. Barberis, N., Huang, M., and Santos, T., Prospect Theory and Asset Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 116:1, February 2001.
 37. Barberis, N., *Psychology and the Financial Crisis of 2007-2008*, s.l., 2011.
 38. Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R., A Model of Investor Sentiment, 49, 1998.
 39. Barberis, N., Thaler, R., A Survey of Behavioral Finance, In George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz, eds., *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science, New York, 2003.

-
40. Barberis, N., Thaler, R., *A survey of behavioral finance*, University of Chicago, Chicago, USA, 2003.
 41. Barjaktarović-Rakočević, S., „Banke i portfolio hartija od vrednosti“, „Pravni život“, Časopis za pravnu teoriju i praksu, Tematski broj „Pravo i međunarodne integracije“, Udruženje pravnika Srbije, Beograd, 2008, broj 12, tom IV, str. 829-839. UDK 34 (497.11) (05) YU ISSN 0350-0500
 42. Baron, J., *Normative Models of Judgment and Decision Making*, *Blackwell Handbook of Judgment & Decision Making*, Blackwell Publishing, Oxford, 2007.
 43. Bazerman, M., Moore, D., *Judgment in Managerial Decision Making*, Willey, New York, 2012.
 44. Beach, L. R., *Image Theory: Theoretical and Empirical Foundations*, Routledge, London, 1998.
 45. Becker, G. S., „Crime and Punishment: An Economic Approach“, *Journal of Political Economy*, 76, 1968.
 46. Bell, D. E., Raiffa, H., Tverski, A., *Decision making: Descriptive, normative, and prescriptive interactions*, Cambridge University Press, Cambridge, 1988.
 47. Belsky, G., Gilovich, T., *Why Smart People Make Big Money Mistakes – and How to Correct Them*, Fireside book, New York, 2002.
 48. Benartzi, S., Thaler, R. H., Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Savings Plans, *American Economic Review*, 2001.
 49. Benartzi, S., Thaler, R. H., Save More Tomorrow™: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving, *Journal of Political Economy*, 112: S1, 2004.
 50. Bennet, R., *Management, Informator*, Zagreb, s.l., 1994.
 51. Benton, L., *Bias, Emotion & Overconfidence: The True Story Behind Behavioral Finance & Investing*, Create Space Independent Publishing Platform, 2013.
 52. Berend, I., *An Economic History of Twentieth-Century Europe*, Cambridge University Press Cambridge, 2007.
 53. Berg, H. P., *Risk Management: Procedures, Methods and Experiences*, u „RT&A“ # 2(17) (Vol.1) 2010.
 54. Berić, I., Jovanović, F., et.al., *Savremeni menadžment*, Zuhra, Beograd, 2011.
 55. Bernard, V. L., Thomas, J., Evidence that Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earning, *Journal of Accounting and Economics*, December 1990.
 56. Bernhard, A., *Value Line Methods of Evaluating Common Stocks*, Bernhard & Co, New York, 1979.
 57. Bernheim, D., Rangel, A., Behavioral Public Economics: Welfare and Policy Analysis with Non-Standard Decision-Makers, *NBER Working Paper*, No. 11518, July 2005.

-
58. Bhatt, B.K., Chauhan, A., et.al, Behavioral finance: A New Paradigm of Finance, *International Journal of Application or Innovation in Engineering of Management*, Vol. 3, Issue 2, s.l., 2014.
 59. Birau, F.R., The Impact Of Behavioral Finance On Stock Markets, *Annals of the „Constantin Brancusi“ , Economy Series*, Univeristy of Targu Jiu, Issue 3/2012.
 60. Birgit, Weyer, *Perspectives on Optimism within the Context of Project Management: A Call for Multilevel Research*, Working Papers No. 59 01/2011, IMB Institute of Management Berlin.
 61. Blenko, M.W., Mankins, M.C. i Rogers, P. (2010), *Decide & Deliver, 5 Steps to Break-through Performance in your Organization*, Harvard Business Review Press, Boston
 62. Bloomfield, R., Hales, J., “Predicting the Next Step of a Random Walk: Experimental Evidence of Regime-Shifting Beliefs.” *Journal of Financial Economics* 65(3) (September 2002): 397-415.
 63. Bodie, Z., Kane, A., *Osnovi investicija*, šesto izdanje, Data Status, Beograd, 2009.
 64. Borović, S., *Organizacijska teorija*, Informator, Zagreb, 1991.
 65. Boutillier, L., *Ne je potpun odgovor*, V.B.Z., Zagreb, 1998.
 66. Brajdić, I., *Modeli odlučivanja*, Sveučilište u Rijeci, Opatija, 1998.
 67. Brav, A., J. B. H., Rosenberg, A., The rational-behavioral debate in financial Economics, *Journal of Economic Methodology* 11:4, str. 393-409, USA, 2004.
 68. Brock, W. A., Lakonishok, J., & LeBaron, B., Simple technical trading rules and the stochastic Properties of stock returns, *Journal of Finance* 47, 1992.
 69. Bruce, B., *Handbook of Behavioral Finance*, Edward Elgar Pub, 2010.
 70. Bruce, S., McEwen, P., Gianaros, J., *Stress - and Allostasis - Induced Brain Plasticity*, u „*Annu. Rev. Med.*“, 62:5.1–5.15, doi: 10.1146/annurev-med-052209-100430.
 71. Brzezinski, Z., *Grand Failure: The Birth and Death of Communism In Twentieth Century*, Scribners&Sons, New York, 1989.
 72. Burton, E., Shah, S., *Behavioral Finance: Understanding the Social, Cognitive and Economic debates*, Wiley, 2015
 73. Cambell, J., Shiller, R. J., Cointegration ant Tests of Present Value Models, *Journal of Political Economy*, 97(5), 1987.
 74. Camerer, C. C., Loewenstein, G., et.al, *Advances in Behavioral Economics*, Russel Sage Foundation, New York, 2004.
 75. Camerer, C., *Behavioral Economics: Past, Present, Future*, California Institute of Technology (Caltech), Pasadena, 2001.
 76. Camerer, C., Loewenstein, G., Neuroeconomics: How Neuroscience Can Inform Economists, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIII (March 2005),
 77. Camerer, C., Loewenstein, G., Rabin, P., *Advances in behavioral economics*, Princeton University Press, New York, 2004.

-
78. Carolyn, C., Morf, Frederick, Rhodewalt, *Unraveling the Paradoxes of Narcissism: A Dynamic Self-Regulatory Processing Model*, u „Psychological Inquiry“, 2001, Vol. 12, No. 4.
 79. Chapman, E., O'neil S.L., *Vodstvo, osnovni koraci koje svaki menadžer treba znati*, Mate, Zagreb, 2003.
 80. Chen, K., Hauser, M., Modeling Reciprocation and Cooperation in Primates: Evidence for Punishing Strategy, *Journal of Theoretical Biology*, 235, 2005.
 81. Clara, California, USA, 2008, str. 16.
 82. Clegg, S. R., Hardy, C., Lawrence, T. B., i Nord, W. R., *The SAGE Handbook of Organization Studies*, Sage Publications, London, 2006.
 83. Clemens, A. O., *CEO Optimism and Incentive Compensation*, u „Journal of Financial Economics“, Volume 114, Issue 2, November 2014.
 84. Copur, Z., Behavioral finance and investment strategies, IGI Global, 2015.
 85. Coval, J., Shumway, T., Do Behavioral Biases Affect Prices? *The Journal of Finance*, 60 1, 2005.
 86. Cyert, R. M., March, J. G., *A Behavioral Theory of the Firm*, Martino Fine Books, 2013.
 87. Cyert., R. M., March, J. G., *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall, Upper Saddle River, 1963.
 88. Daft, R. L., *Management*, The Dryden Press, Orlando, 1997.
 89. Davies, G. B., Behavioral investment management, McGraw – Hill Education, 2012.
 90. De Bondt, W., Muradoglu, G., *Behavioral Finance: Quo Vadis?“, Journal of Applied Finance*, USA, 2008.
 91. Delroy, L., Paulhus, K., Williams, M., *The Dark Triad of personality: Narcissism, Machiavellianism, and psychopathy – brief report*, u „Journal of Research in Personality“, 36, 2002.
 92. Diamond, P., Vartiainen, H., *Behavioral Economics and Its Applications*, Princeton University Press, New York, 2001.
 93. Dickerson, C., Thibodeau, R., et.al, Using Cognitive Dissonance to Encourage Water Conservation, *Journal of Applied Social Psychology*, 22 11, 1992.
 94. Diener, E., et al, Happiness of the Very Wealthy, u „Social Indicators Research“ 16 (1985) 263-274. 0303-8300/85.10.
 95. Dobeli, R., Veština jasnog mišljenja – Pedeset dve greške u mišljenju koje je bolje prepustiti drugima, Laguna, Novi Sad, 2013.
 96. Dobeli, R., *Veština jasnog mišljenja: 52 greške u mišljenju koje trebata prepustiti drugima*, Laguna, Beograd, 2014.
 97. Donnelly, J. H. jr, Gibson, J. L., Ivancevich, J. M., *Fundamentals of Management*, 9th edition, Irwin, Chicago, 1995.

-
98. Dorota, S., *Overconfidence in Psychology and Finance – an Interdisciplinary Literature Review*, u „Bank i Kredit“, April 2008, MPRA Paper No. 26386.
 99. Drašković, V., Lakić, S., et.al, *Globalizacija u ogledalu razvoja, krize i medija*, ELIT, Podgorica, 2010.
 100. Drucker, P., *Najvažnije o menadžmentu*, MEP Consult, Zagreb, 2005.
 101. Dunn, E. W., et al., *If money doesn't make you happy, then you probably aren't spending it right*, u „Journal of Consumer Psychology“, Volume 21, Issue 2, April 2011.
 102. Đorđević, S., *Značaj i uloga korporativnog upravljanja u podizanju nivoa efikasnosti menadžmenta*, u „Škola biznisa“, UDC 005.21:334.72.021., 2/2012.
 103. Edward, E. L. III, *Effective Reward Systems: Strategy, Diagnosis, Design and Change*, CEO publication G93-5 (225), 1993.
 104. Ehrlinger, J., Ainsley, L., Mitchum, C., Dweck, S., *Understanding overconfidence: Theories of intelligence, preferential attention, and distorted self-assessment*, u „Journal of Experimental Social Psychology“, Volume 63, March 2016.
 105. Elster, J., Hylland, A., *Foundations of social choice theory*, Cambridge University Press, Cambridge, 1986.
 106. Elvin, M., *Financial Risk Taking: An Introduction to the Psychology of Trading and Behavioral Finance*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, UK, 2004.
 107. Engles, W., *Kapitalizam i njegove krize: naučan rasprava o nominalizmu novca i bijedi finansijskih tržišta*, Ž. Ristić, Beograd, 2004.
 108. Fast, N. J., et al., *Power and overconfident decision-making: Organizational Behavior and Human Decision Processes*, doi:10.1016/j.obhdp.2011.11.009., 2011.
 109. Fehr, E., Gächter, S., *Cooperation and Punishment in Public Goods Experiments*, *American Economic Review*, 90 4, 2000.
 110. Figar, N., *Upravljanje menadžerima*, Niš, Prosveta, 1995.
 111. Finance, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, UK, 2004.
 112. Fischer, A., LaFrance, M., *What Drives the Smile and the Tear: Why Women Are More Emotionally Expressive Than Men*, u „Emotion Review“, January 2015 vol. 7 no. 1.
 113. Fostel, A., Geanakoplos, J., *Leverage Cycles and the Anxious Economy*, *American Economic Review* 98(4), 2008.
 114. Francesko, M., *Socijalna psihologija organizacije – Kako voditi organizaciono ponašanje*. Novi Sad: Fakultet za pravne i poslovne studije, 2013.
 115. Frankfurte, G. M., McGoun, E. G., „Market Efficiency or Behavioral Finance: The Nature of the Debate“, *The Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol. 1, Nos. 3&4, 2000.

-
116. Fritz, R., *Male stvari – veliki rezultati: kako male stvari određuju našu sudbinu*, Katarina Zrinski, Varadžin, 2005.
 117. Frojd, S., *Nelagodnosti u kulturi*, Psihološka misao, Beograd, 1985.
 118. Fromlet, H., *Behavioral Finance – Theory and Practical Applicatio*”, Business Economics, USA, 2001.
 119. Fuller, J. R., Behavioral finance and The Sources of Alpha. *Journal of Pension Plan Investing*, Winter 1998, Vol. 2, No. 3
 120. Fuller, R., Behavioral Finance And The Sources of Alpha, June, Fuller& Thaler Asset Management, Lugano, 2000.
 121. Ganc, G., Ročester G. B., *Pirati digitalnog doba*, Clio, Beograd, 2007.
 122. Gardner, H., *Frames of Mind*, Basic Books, New York, 1983.
 123. Geanakoplos, J., Liquidity, Default, and Crashes: Endogenous Contracts in General Equilibrium, In Mthias Dewartripont, Lars Peter Hansen, and Steven Turnovsky, eds, *Advances in Economics and Econometrics. Theory and Applicatons, Eight World Conference*, vol.2, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.
 124. Gibson, J., Ivancevich, J., Donnelly, J., *Organization: behavior, structure, process*, s.l. , 1985.
 125. Giddens, A., *Sociology*, Polity Press, Cambridge, 1990.
 126. Gigerenzer, G., Selten, R., *Bounded Rationality*, Cambridge, MIT Press, 2002.
 127. Gigerenzer, G., Snaga intuicije (inteligencija nesvjesnoga), Algoritam, Zagreb, 2008.
 128. Gilboa, I., (2010), Questions in Decision Theory, *The Annual Review of Economics*, 2
 129. Gilboa, I., *Racionalni izbor*, MATE d.o.o., Zagreb, 2010.
 130. Gino, F., et al., *Keeping the Illusion of Control under Control: Ceilings, Floors, and Imperfect Calibration*, u „Organizational Behavior and Human Decision Processes“, Volume 114, Issue 2, March 2011.
 131. Glaser, M., Noth M., *Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making*, University of Mannheim, Mannheim, s.a..
 132. Goleman, D., *Emocionalna inteligencija u poslu*, Mozaik knjiga, Zagreb, 2007.
 133. Goleman, D., *Socijalna Inteligencija*, Geopoetika, Beograd, 2008.
 134. Goodwin, P. i Wright, G. (2004), *Decision Analysis for Management Judgement*, John Wiley & Sons, New York, str. 21
 135. Goodwin, P. i Wright, G. (2004), *Decision Analysis for Management Judgement*, John Wiley & Sons, New York
 136. Gordon, J. R., Mondy, R. W., Sharplin, A. i Premeaux, S R. (1990), *Management and Organizational Behavior*, Allyn and Bacon, Boston
 137. Gourlay, *Le Conseil d’administration de la societes anonymes, these*, Pariz, 1971.

-
138. Graveter, F. J., Forzano, L.B., *Research Methods for the Behavioral Sciences*, Wadsworth Publishing, 2015.
 139. Gray, R., *Lažna zora: iluzije globalnog kapitalizma*, Masmedia, Zagreb, 2002.
 140. Greenberg, M. H., Arakawa, D., *Optimistic Managers & Their Influence on Productivity & Employee Engagement in a Technology Organization*, University of Pennsylvania, 2006.
 141. Grinberg, B., *Ponašanje ljudi u organizacijama*, Želnid, Beograd, 1998.
 142. Grinberg, DŽ., Baron, R. A., *Ponašanje u organizacijama – Razumevanje i upravljanje ljudskom stranom rada*, Beograd, Želnid, 1998.
 143. Grupa autora, *Leksikon računovodstvenih i finansijskih pojmova*, Savremena administracija, Beograd, 1987.
 144. Hajek, F.sF., *Poredak slobode*, Global book, Novi Sad, 1997;
 145. Hal, R. A., Blumer, C., *The Psychology of the Sunk Cost*, u „Organizational Behavior and Human Decision Process“, 25, 1985.
 146. Hal, R. A., Christensen, C., Cheryl, L., Blumer, C., *Two Methods of Reducing Overconfidence*, u „Organizational Behavior and Human Decision Process“, 1987.
 147. Haldun, I., *Muqaddima*, Logos, Sarajevo, 1982.
 148. Hamel, G., *The Future of management*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, 2007, u: M. Buble, *Modeli menadžmenta inherentni preduzeću 21. stoljeća*, u „Menadžment, vodstvo i organizacija u 21. stoljeću“, 2014, ur. Ivona Vrdoljak Raguž, ISBN 978-953-7153-32-8.
 149. Hammond, J. S., Keenzy, R. L., Raiffa, H., *Harvard business on decision making*, Harvard Business School Publishing, Boston, 2001.
 150. Hannerz, U., Cosmopolitans and locals in world culture, *Theory, Culture and Society*, 7, 1990.
 151. Hansson, S. O., *Decision Theory: A Brief Introduction*, Royal Institute of Technology, Stockholm, 2005.
 152. Haralambos, M., Holborn, M., *Sociologija – teme i perspektive*, Golden marketing, Zagreb, 2002.
 153. Harris, K. J., et al., *The Impact of Political Skill on Impression Management Effectiveness*, u „Journal of Applied Psychology“, Vol. 92, No. 1, 2007.
 154. Harris, R. C., Jenkins, M., *Gender Differences in Risk Assessment: Why do Women Take Fewer Risks than Men?*, u „Judgment and Decision Making“, Vol. 1, No. 1, July 2006.
 155. Harrison, E. F., *The Managerial Decision-Making Process*, 5th edition, Houghton Mifflin Company, Boston, 1999.
 156. Heath, C., Heat, H., *Ideje koje pokreću*, Lider, Zagreb, 2009.
 157. Heaton, J. B., *Managerial Optimism and Corporate Finance*, u „Financial Management“, Vol. 31, No. 2 (Summer, 2002).

-
158. Hechter, M., The Attainment of Solidarity in Intentional Communities, *Rationality and Society*, 2 2 , 1990.
 159. Heller, K. J., The Cognitive Psychology of Circumstantial Evidence, *Michigan Law Review*, Vol. 105, 2006.
 160. Herman, T., Study Suggests Tax Cheating Is on the Rise; Most Detailed Survey in 15 years Finds \$250 billion-Plus Gap; Rmping up Audits on Wealthy, *The Wall Street Journal* March 30 , DI. 2005.
 161. Hersh, S., *Behavioral Corporate Finance*, s.l., s.a.
 162. Hersh, S., *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Boston: Harvard Business School Press, 1999.
 163. Heylighen, F., *A Cognitive-Systemic Reconstruction of Theory of Self-Actualization*, u „Behavioral Science“, Volume 37, 1992.
 164. Hilferdin, R., *Finansijski kapital: studija o najnovijem razvoju kapitalizma*, Kultura, Beograd, 1958.
 165. Hirshleifer, D., *Behavioral finance*, Merage Shool of Business, University of California, Irvine, 2014.
 166. Hoch, J. S., Kunreuther, C.H., Gunther, E. R., *Wharton and Making Decisions*, John Wiley and Sons, New York, 2001.
 167. Hodge, B. J., Anthony, W. P., Glaes, L. M., *Organization Theory*, 6th edition, Prentice Hall, New Jersey, 2003.
 168. Hoje, J., Kim, D. M., Recent Development of Behavioral Finance, Santa Clara University,
 169. Holden, K., The Emotions and Cognitions Behind Financial Decisions: The Implications of Theory for Practice, Working Paper, Center for Financial Security, University of Wisconsin-Madison, Madison, 2010.
 170. Horowitz, M., Psihologija ekonomskog ponašanja – priručnik o osnovama bihejviorističke ekonomije, s.l., 2013.
 171. Howard, C.T., Behavioral Portfolio Management, Hariman House Ltd, 2014.
 172. Howard, R. A., Speaking of Decisions: Precise Decision Language, *Decision Analysis*, 1(2), 2004.
 173. Hribar, P., Yang, H., *Does CEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings Management*, mart 2010.
 174. Hsee, K. C., et al., *Wealth, Warmth and Wellbeing: Whether Happiness Is Relative or Absolute Depends on Whether It Is About Money, Acquisition or Consumption*, u „Journal of Marketing Research“, Vol. XLV, 2008.
 175. Hwang, C.L. i Zoon, K. (1981), *Multiple Attribute Decision Making-Methods and Applications*, Springer-Verlag, Berlin
 176. Ivanišević, M., *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet u Beogradu, 2010.
 177. Ivanović, M., Stojmirović, Lj., et.al., *Menadžment ljudskih resursa*, Visoka škola strukovnih studija, Beograd, 2013.

-
178. Jayne, W. Barnard, Narcissism, *Over-optimism, Fear, Anger and Depression: the Interior Lives of Corporate Leaders*, u „University of Cincinnati Law Review“, Vol. 77.
 179. Jeffrey, C. C., Knowles Myers, *Why Volunteer? Evidence on the Role of Altruism, Reputation, and Incentives*, 2007, IZA DP No. 3021.
 180. Jegadeesh, N., Titman, S., Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1., 1993.
 181. Jelić, N., Bihevioristička ekonomija, neuroekonomija, neuromarketing, *JAHR*, 5: 9, 2014.
 182. Jo, Hoje, Kim, Dong Man, *Recent Development of Behavioral Finance*”, Santa Clara University, Santa Clara, California, USA, 2008.
 183. Johnson, K. L., *Behavioral Investing*, Louis and Ford Publishing, 2015.
 184. Jones, R., *Corporate branding: the role of vision in implementing the corporate brand*, u „Innovative Marketing“, Volume 6, Issue 1, 2010.
 185. Jovanović, M., Živković, M., *Organizaciono ponašanje*, Megatrend Univerzitet, Beograd, 2007.
 186. Jung, J. Shiller, R. J., Samuelson’s Dictum and the Stock Market, *Economic Inquiry*, 43 (2), 2005.
 187. Kahneman, D., *A Psychological Perspective on Economics*, *American Economic Review* Volume 93 Issue 2, 2003.
 188. Kahneman, D., Deaton, A., *High income improves evaluation of life but not emotional well-being*, u „Proc Natl Acad Sci U S A.“, 2010 Sep 21; 107(38).
 189. Kahneman, D., *Misliti, brzo i sporo*, Heliks, Beograd, 2015.
 190. Kahneman, D., *Thinking, Fast and Slow*, Farrar, Straus and Giroux, 2013.
 191. Kahneman, D., Tversky, A., On the psychology of prediction, *Psychological Review*, 80, 1973.
 192. Kahneman, D., Tversky, A., Prospect theory: An analysis of decisions under risk, *Econometrica*, 47, 1979.
 193. Kalberg, S., Max Weber’s Types of Rationality: Cornerstones for the Analysis of Rationalization Processes in History, *The American Journal of Sociology*, 85(5), 1980.
 194. Kapor, P., *Bihevioralne finansije*, Vol. 11, No 2, Megatrend univerzitet, Beograd, 2014.
 195. Kashif, U. D. K., *et al.*, Crucial Factors Affecting Stress: A study Undergraduates in Pakistan, u „International Journal of Asian Social Science“, 3(2).
 196. Kayaalp, O., Towards a General Theory of Managerial Decisions: A Critical Appraisal, *SAM Advanced Management Journal*, 52(2), 1987.
 197. Keast, S., i Towler, M., *Rational Decision-making for Managers: An Introduction*, John Wiley & Sons, Chichester, 2009.

-
198. Kendall, E., *et al.*, *Occupational Stress: Factors that Contribute to its Occurrence and Effective Management*, Centre for Human Services, Griffith University, 2000, ISBN 0 7307 2693 2.
 199. Kihn, J., *Behavioral Finance 101*, Cognitive Financial Economics, Create Space Independent Publishing Platform, 2011.
 200. Klasens, R., Marković, D., *Korporativna kultura u bankarstvu*, UBS, Beograd, 2011.
 201. Knežević, S., *Finansijsko odlučivanje u bankama*, FON, Beograd, 2007.
 202. Kockenderfer, M., *et al.*, *Decision Making Under Uncertainty: Theory and Application*, MIT Lincoln Laboratory Series, Cambridge, Massachusetts, 2015.
 203. *Kodeks korporativnog upravljanja*, Skupština Privredne komore RS, 17.9.2012 („Službeni glasnik RS“, br. 65/01, 36/09 i 99/11, 45/02, 107/03, 44/05, 29/09, 35/11, 46/11 i 103/11).
 204. Konte, Mamadou A, *Behavioral Finance and Efficient Markets: Is the Joint Hypothesis Really the Problem?*, The IUP Journal of Behavioral Finance, Vol. VII, Nos. 1 & 2, 2010.
 205. Koontz, H., Weihrich, H., *Essentials of Management*, 5th edition, McGraw-Hill, New York, 1990.
 206. Koutsoyiannis, A., *Moderna mikroekonomika*, Mate, Zagreb, 2006.
 207. Kovačević, E., *Osnovi ekonomske psihologije*, Maunagić d.o.o.- Mauna-Fe, Sarajevo, 2007.
 208. Krishnan, R., Beena, F., *Measurement of Conformity to Behavioral Finance Concepts and Association with Individual Personality*, *The IUP Journal of Behavioral Finance*, Vol. VI, Nos. 3 & 4, 2009.
 209. Kruger, J., Dunning, D., *Unskilled and Unaware of It: How Difficulties in Recognizing One's Own Incompetence Lead to Inflated Self-Assessments*, u „Journal of Personality and Social Psychology“, 1999, Vol. 77, No. 6.
 210. Kuhner, C., *Financial rating agencies: Are they credible? – Insights into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk*, Schmalenbach Business Review, Vol. 53, Munchen, 2001.
 211. Labus, M., *Osnovi ekonomije*, Stubovi kulture, Beograd, 1999.
 212. Lakatos, I., *Falsification and the Methodology of Scientific Research Programmes*, u: Lakatos, I. and Musgrave, A. (eds), *Criticism and the Growth of Knowledge*, Cambridge: Cambridge University Press, 1970.
 213. Lakić, S., *Finansijska kriza – debalans rizičnih profila*. *Montenegrin Journal of Economics No 10* Mart. Podgorica: ELIT, 2009.
 214. Langer, E. J., *The illusions of Control*, *Journal of Personality and Social Psychology* 32, 1975.
 215. Leary, R. M., Kowalski, M. R., *Impression Management: A Literature Review and Two-Component Model*, u „Psychological Bulletin“ 1990, Vol. 107, No. 1.

-
216. Lease, R., Lewellen, G., Market Segmentation: Evidence on the Individual Investor, *Financial Analysts Journal*, vol. 32, br. 5, 1995.
 217. Leland, F., *Critical Decision Making Under Pressure*, u „The Homeland Security Review“, Vol. 3, No. 1 (Winter 2009).
 218. Levit, S., Dabner, S., *Otkaçena ekonomija*, Mono & Manana, Novi Sad, 2005.
 219. Levit, S., *Otkaçena ekonomija*, Mono&Manana, Novi Sad, 2009.
 220. Levitis, A. D., Lidicker, Z. W. Jr, Freund, G., *Behavioural biologists do not agree on what constitutes behaviour*, u „Animal Behaviour“ 78, 2009.
 221. Lewicki, R., Lying and Deception: A Behavioral Model, *Negotiation in Organizations*, Max H. Bazerman i Roy J. Lewicki, eds, Sage Publication, Beverly Hills, 1984.
 222. Lewis, M., A., Clayton, N., *Self-Determination and the Use of Self-Presentation Strategies*, u „The Journal of Social Psychology“, 2005, 145(4).
 223. Liserrch, M., Suri, A., Making Group Decisions the Behavioral Finance Way, *Wealth Management Institute Whitepaper*, Private banking and Investement Group, New York, fall 2012.
 224. Litterer, J., *The Analysis of Organizations*, John Wiley and Sons, New York, 1973
 225. Livingston, J. A., Quinn, M. A., The Psychology of Decision-Making in Economics: A Review. U: Murphy, D., Longo, D. (ur.), *Encyclopedia of Psychology of Decision Making*, Nova Science Publishers, New York, 2009.
 226. Lončarević, R., *Menadžment, principi, koncepti i procesi*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2007.
 227. Lopes, L., Between Hope and Fear: The Psychology of Risk, *Advances in Experimental Social Psychology*. 20, 1987.
 228. Malmendier, U., Geoffrey, T., *Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited*, u „European Financial Management“, Vol. 11, No. 5, 2005.
 229. Mandić, T., *Komunikologija*, Clio, Beograd, 2003.
 230. Maričić, B., *Ponašanje potrošača*, Savremena administracija, Beograd, 1996.
 231. Marić, D., *Poslovna psihologija*, FPM, Bar, 2010.
 232. Marinović, M. I., *Nagrađivanje menadžera u bankarskom sektoru Srbije*, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2012.
 233. Marsh, T., Merton. R. C., Dividend Variability and Variance Bound Tests for the Rationality of Stock Prices, *American Economic Review* 76(3), 483), 1986.
 234. Martin, J., Petty, J., *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, Boston: Harvard Business School Press, 2000.
 235. Maslov, A., *Psihologija u menadžmentu*, Graph Style, Novi Sad, 1998.
 236. Matthew, T. B., Yiming, Q., *Are Overconfident Managers Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers*, oktobar 2005.

-
237. Mazar, N., On, A., Ariely, D., The Dishonesty of Honest People: A theory of Self-Concept Maintenance, *Journal of Marketing Research*, 45 6, 2008.
238. McAfee, R., Preston, H., Mialon, M., Mialon, H. S., Do Sunk Costs Matter?, u „Economic Inquiry“, Vol. 48, Issue 2, pp. 323-336, April 2010.
239. McCrae, R. M., John, O. P., „An introduction to the five-factor model and its applications“, *Journal of Personality* 60 (2), 1992.
240. MekFaden, L. D., Racionalnost za ekonomiste?, *Ekonomski anali*, 155, januar-mart, 2003.
241. Melanie, F. B., Hartle, T., Dow Theory, *Technical Analysis of Stockg and Commodities*, september, s.l., 1999.
242. Mescon, M., Albert, M., Khedouri, F., *Management*, Harper and Row, New York, 1985.
243. Michael, C., *Do Happier People Make More Money? An Empirical Study of the Effect of a Person's Happiness on Their Income*, u „The Park Place Economist“, Volume XIX.
244. Michael, W. K., et al., *Social Class, Contextualism, and Empathic Accuracy*, u „Psychological Science“, 21(11).
245. Michael, W. K., et al., *Social Class, Sense of Control, and Social Explanation*, u „Journal of Personality and Social Psychology“, Vol. 97, No. 6., 2009.
246. Miguel, A. M., *Corporate Governance: a US/EU Comparison*, Michael G. Foster School of Business at the University of Washington, 2012.
247. Mihailović, D., „Liderske kompetencije“, FON, Beograd, 2011.
248. Mihailović, D., „Menadžment ljudska strana“, FON, Beograd, 2011.
249. Mihailović, D., „Metodologija naučnih istraživanja“, FON, Beograd, 2013.
250. Mihailović, D., „Psihologija rada i organizacije“, FON, Beograd, 2010.
251. Mihailović, D., „Veštine pregovaranja“, FON, Beograd, 2011.
252. Mihailović, D., Ristić, S., „Organizaciono ponašanje“, FON, Beograd, 2009.
253. Miles, J. A., *Management and Organization Theory: A Jossey-Bass Reader*, Jossey-Bass, San Francisco, 2012
254. Milgram, S., *Obedience to Authority*, Harper & Row, New York, 1974.
255. Milivojević, Z., *Emocije*, Psihoprolis Institut, Novi Sad, 2007.
256. Mill, J. S., *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*, 2nd edn Longmans, Green, Reader & Dyer, 1984.
257. Millikin, P. J., Dean, F., *The Global Leadership of Carlos Ghosn at Nissan*, u: „Thunderbird International Business Review“, Vol. 47(1) 121–137 • January–February 2005.
258. Mishel, L., Jared, B., Allegretto, S., *The State of Working America 2006-2007*, an EPI Economic Policy institute Book, Ithaca, N.Y. ILR Press, an imprint of Cornell University Press, 2008.

-
259. Montier, J., *Behavioral investing*, Wiley, 2010.
 260. Morgan, M. S., *The Character of Rational Economic Man*, London School of Economics & Political Science, Working Papers in Economic History, no.34/96
 261. Mrvaljević, M., *Dometi finansijskog izveštavanja u optimizaciji poslovne politike banaka*, Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Priština, Kosovska Mitrovica, 2013.
 262. Mulanathan, S., Kliing, J., et.al., *Behavioral economics and Tax Policy*
 263. Mulanathan, S., Thaler, R., *Behavioral economics*, National bureau of economic research, Cambridge, 2000.
 264. Muminović, S., Milićević, L., et.al., *Rizici ulaganja u obveznice i akcije*, Ekonomski institut, Beograd, 2013.
 265. Mušura, A., Racionalnost u ekonomskim teorijama, u *Uvod u bihejviorističku ekonomiju*, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb, 2014.
 266. Naughton, Tony, "The winner is... behavioral finance?", *Journal of Financial Services Marketing* Vol. 7, 2, str. 110–112, 2002.
 267. Nikić, K. P., *Emocionalna inteligencija u menadžmentu i organizacionom ponašanju*, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2010.
 268. Nofsinger, J. R., *The Psychology of Investing*, Upper Saddle River, New Jersey, 2002.
 269. Nofsinger, J., *The Psihology of Investing*, Prentice Hall, New Jersey, 2002.
 270. Nordstrom, K., Riderstajl, J., *Funky business*, Copy paste, Beograd, 2004.
 271. Novak, M., *Organizacija rada u socijalizmu*, Informator, Zagreb, 1976.
 272. O'Barr, W. M., Conley, J. M., *Fortune and Folly, The Wealth and Power of Institutional Investing*, Irwin, Homewood, 1992.
 273. Ochmae, K., *Nova globalna pozornica*, Mate, Zagreb, 2007.
 274. Olcum, D., Tirtek, O., *The Effect Of School Administrators' Decision-Making Styles On*, 2015.
 275. Olsen, R. A., Cognitive Dissonance: The Problem Facing Behavioral Finance, *The Journal of Behavioral Finance*, USA, 9: 1–4, 2008.
 276. O'Reilly, C. A., et al., Narcissistic CEOs and executive compensation, *The Leadership Quarterly*, 2013.
 277. Ostrom, E., A Behavioral Approach to the Rational Choice Theory of Collective Action, *American Political Science Review*, 92 (1), 1998.
 278. Papadakis, V. M., Lioukas, S., Chambers, D., Strategic Decision-Making Processes: The Role of Management and Context, *Strategic Management Journal*, 19, 1998.
 279. Parikh, P., *Value Investing and Behavioral Finance*, TBS, 2009.

-
280. Paul, K., Piff, et al., *Having less, giving more: The influence of social class on prosocial behavior*, u „Journal of Personality and Social Psychology“, Vol 99(5), Nov 2010.
281. Paul, K., Piff, et al., *Higher social class predicts increased unethical behavior*, 4086–4091 PNAS March 13, 2012 vol. 109 no. 11.
282. Perez E. A., et al., *Why are managers happier than workers?*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2010, ISBN 978-92-79-16359-3, doi: :10.2788/47138.
283. Peters, Edgar, *Simple and Complex Market Inefficiencies: Integrating Efficient Markets, Behavioral Finance and Complexity*”, The Journal of Behavioral Finance, Vol. 4, br.4, 225-233, 2003.
284. Peterson, M., *An Introduction to Decision Theory*, Cambridge University Press, Cambridge, 2009.
285. Petković, M., *Organizaciono ponašanje*, Čugura print, Beograd, 2008.
286. Petković, V., Đokić, A., *Menadžment ljudskih resursa*, Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, Beograd, 2010.
287. Petrović, D., *Behavioral Analysis of Economic Choice: Contribution to Improving Economic Rationality*, *Facta universitatis*, Series: Economic and Organization, Vol 11, No. 3, University of Nis, Nis, 2014, pp. 191 – 205
288. Pettit, P., *Rational Choice, Functional Selection and Empty Black Boxes*, *Journal of Economic Methodology* 7, 2000.
289. Pettit, P., *Rules, Reasons and Norms*, Oxford:Oxford University Press, 2002.
290. Petz, B., et al., *Psiholgijski rječnik*, Naklada Slap, Jastrebarsko, 2000.
291. Pfeffer, J., *Understanding the Role of Power in Decision Making*, The Dorsey Press, Chicago, 1987.
292. Pink, D. H., *Šta nas pokreće: neobična istina o ljudskoj motivaciji*, Laguna, Beograd, 2011.
293. Plous, S., *The Psychology of Judgment and Decision Making*, McGraw-Hill, New York, 1993.
294. Polšek, D., Bovan, K., *Uvod u bihevioralnu ekonomiju*, Zbornici, Zagreb, 2014.
295. Pompian, M. M., *Behavioral Finance and Investor Types*, Wiley, 2012.
296. Pompian, M. M., Longo, John, M., *A New Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance: Creating Investment Programs Based on Personality Type and Gender to Produce Better Investment Outcomes*, *The Journal of Wealth Management*, 2004.
297. Pompian, M. M., Thaler, R., and *Wealth Management*, Wiley, 2012.
298. Pompian, Michael M; Longo, John M, *A New Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance: Creating Investment Programs Based on Personality Type*

-
- and Gender to Produce Better Investment Outcomes”, *The Journal of Wealth Management*, 2004.
299. Popović, S., *Portfolio analiza – kvantitativni aspekti investiranja u hartije od vrednosti*, Postdiplomske studije „Preduzetnička ekonomija“ Ekonomskog fakulteta u Podgorici i MODUS – Centar za statistička istraživanja i prognoze, Podgorica, 2000.
300. Pratto, F., Sidanius, J., Lisa, M. S., Bertram F. M., *Social Dominance Orientation: A Personality Variable Predicting Social and Political Attitudes*, u „*Journal of Personality and Social Psychology*“, 1994, Vol. 67, No. 4.
301. Pratto, F., Sidanius, J., *Social Dominance: An Intergroup Theory of Social Hierarchy and Oppression*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 1999.
302. Previtro, A., Using Behavioral Finance to Help Employees Achieve Their Retirement Saving Goals – The Case of Mainspring Management, *Standard Retirement Service*, UCLA Anderson School of Management, s.l., 2010.
303. Pring, J. M., *Technical analysis Explained*, II izdanje, McGraw-Hill, New York, 1985.
304. Pugh, D. S., Hickson, D. J., *Writers on Organizations*, Penguin Books, London, 1996.
305. Quattrone, G. A., Tversky, A., Causal versus diagnostic contingencies: on self deception and on the voter's illusion, *Journal of Personality and Social Psychology*, 46, 1984.
306. Quawi, R. B., *Behavioral Finance: Is Investor Psyche Driving Market Performance?*, Georgia State University, Georgia, USA, 2010.
307. Quoidbach, J., et al., *Money Giveth, Money Taketh Away: The Dual Effect of Wealth on Happiness*, u „*Psychological Science*“, XX(X) 1 –5, 2010, str. 4. doi: 10.1177/0956797610371963.
308. Rakčević, G. N., *Razvoj ekonomske misli*, Ekonomski fakultet, Podgorica, 2004.
309. Rand, A., *Vrlina sebičnosti*, Global book, Novi Sad, 1997.
310. Randić, D., *Uloga menadžera i lidera u "Novoj ekonomiji"*, BPS, Beograd, 2007.
311. *Reforms*,: Zed Books Ltd., London and New Jersey, 1997.
312. Reich, B., Adcock, C., *Vrednosti, stavovi i promena ponašanja*, Nolit, Beograd, 1978.
313. Riderstrile, R., Jonas, K., *Karakoke kapitalizam: menadžment za čovječanstvo*, Differo, Zagreb, 2004.
314. *Risk Management Guidelines*, Companion to AS/NZS 4360:2004, ISBN 0 7337 5960 2.
315. Ritter, J. R., *Behavioral Finance*, Pacific-Basin Finance Journal, No 11, 2013.
316. Robbins, S. P., *Bitni elementi organizacijskog ponašanja*, MATE d.o.o., Zagreb, 1992.
317. Robbins, S. P., *Organizational Behavior*, NJ: Prentice Hall, 2003.

-
318. Robert, I. Bell, et al., *Conflict of Interest: The Common Thread Underlying Ethical Lapses*, u „*Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies*“, Vol. 10, No. 1, 2005.
 319. Robin, E. S., *Natural Born Leaders: An Exploration of Leadership Development in Children and Adolescents*, Department of Human Development and Applied Psychology, Ontario Institute for Studies in Education at the University of Toronto, 2009.
 320. Rockar, H. M., Kohun, F. G., Highs and Lows of Organizational Decision Making and the Relationship to Collaboration and Technology Tools, *Issues in Informing Science and Information Technology*, 8, 2011.
 321. Roger, F., Herbert, S., Artificial intelligence as framework for understanding intuition, *Journal of Economic Psychology*, 24, 2003.
 322. Roll, R., The Hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business*, 59, 1986.
 323. Ross, S., A Neoclassical Look at Alternative Finance: The Case of the Closed And Funds, *European Financial Management*, June, 2002.
 324. Rot, N., *Psihologija grupa: prvenstveno malih grupa i organizacija*, Zavod za nastavna sredstva, Beograd, 1999.
 325. Rot, N., *Psihologija ličnosti*, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, 1994.
 326. Roter, M., *Motivi ljudskog ponašanja*, Rad, Beograd, 1961. Richards, T., *Investing Psychology*, Wiley, 2014.
 327. Roth, P., *The strategic implications of sunk costs: A behavioral perspective*, u „*Journal of Economic Behavior and Organization*“, Vol. 28 (1995).
 328. Roy, A. D., Safety First and the Holding of Assets, *Econometrica* July, 1952.
 329. Ryan, T., Howell, et al., *Money Buys Financial Security and Psychological Need Satisfaction: Testing Need Theory in Affluence*, u „*Social Indicators Research*“, 110(1), 2012.
 330. Sadeghnia, M., Habibniko, A., Behavioral Finance and NeuroFinance and Research Conducted in This Area, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Islamic Azad University, Sarvestan, Vol. 4, No.12, 2013.
 331. Sajfert, Z., *Ciljevi menadžera*, Ekonomski fakultet, Podgorica, 2007.
 332. Salovey, P., Mayer, J., *Emotional intelligence*, Sage Publication, London, 1990.
 333. Sanders, A., *Financijska tržišta i institucije*, Masmedia, Zagreb, s.a.
 334. Sara, H. Konrath, et al., *Changes in Dispositional Empathy in American College Students Over Time: A Meta-Analysis*, u „*Personality and Social Psychology Review*“, 15(2).
 335. Savić, A., *Operativni rizici u bankama*, Zadužbina Andrejević, Beograd, 2012.
 336. Schank, R., Abelson, R., Knowledge and Memory: The Real Story. In Wyer Jr. R., *Knowledge and Memory: The Real Story*, Hillsdale, Erlbaum, 1995.
 337. Schank, R., Abelson, R., Scripts, Plans, Goals and Understanding, Wiley, New York, 1977.

-
338. Schermerhorn, J. R., *Management and Organizational Behavior Essentials*, John Wiley and Sons, New York, 1996.
 339. Seth, A. Rosenthal, Todd, L. Pittinsky, *Narcissistic leadership*, u „The Leadership Quarterly“, 17, 2006.
 340. Shafir, E., Tversky, A., Thinking through uncertainty: nonconsequential reasoning and choice, *Cognitive Psychology*, 24, 1996.
 341. Shah, P., Behavioral Corporate finance: A New Paradigm shift to understand corporate decisions, *Global Research Analysis*, Vol.2, Issue 1, Ahmedabad, 2013.
 342. Shefrin, H., and Statman, M., Behavioral Portfolio Theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 2 , University of Washington School of Business Administration, Washington, 2000.
 343. Shefrin, H., *Behavioral Corporate Finance*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 3, 2001.
 344. Shefrin, H., Building On Kahneman’s Insights in the Development of Behavioral Finance, *Loyola University Chicago Law Journal*, Vol 44., Chicago University, Chicago, 2014.
 345. Shefrin, H., Statman M., et., Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes, Santa Clara University, 2011.
 346. Shiller, R., *Irrational Exuberance, 2nd*, Princeton University, Princeton, 2005.
 347. Shiller, R., *Irrational Exuberance*, Princeton University, Princeton, 2000.
 348. Shleifer, A., Vishny R.W., The Limits of Arbitrage, *Journal of Finance* 52(1), 1997.
 349. Sikavica, P., Bahtijarević-Šiber, F., *Menadžment – Teorija menadžmenta i veliko empirijsko istraživanje u Hrvatskoj*, Masmedia, Zagreb, 2004.
 350. Sikavica, P., Hunjak, T., Begičević, Redžep, N., Hernaus, T., *Poslovno odlučivanje*, Školska knjiga, Zagreb, 2014.
 351. Sikavica, P., *Organizacija*, Školska knjiga, Zagreb, 2011.
 352. Sikavica, P., *Poslovno odlučivanje*, Informator, Zagreb, 1999.
 353. Sikavica, P., Skoko, H., Tipurić, D., Dalić, M., *Poslovno odlučivanje: teorija i praksa donošenja odluka*, Informator, Zagreb, 1994.
 354. Simon, F., Elke, H., Verena, T., *Germany’s Next Top Manager: Does Personality Explain the Gender Career Gap?*, Discussion Paper No. 5110, August 2010.
 355. Simon, H. A., prema: Koontz, H. i Wehrich, H. (1990), *Essentials of Management*, 5th edition, McGraw-Hill, New York, 1990.
 356. Simon, H., A Behavioural Model of Rational Choice, *Quarterly Journal of Economics*, 69, 1985.
 357. Simon, H., What Is an Explanation of Behavior, *Psychological science* 3, 150, 1992.
 358. Singh, S., Investor Irrationality and Self-Defeating Behavior: Insights from Behavioral Finance, *The Journal of Global Business Management*, Vol. 8, No. 1, 2012.

-
359. Smith, A., *Istraživanje prirode i uzroka bogastva naroda*, Kultura, Beograd, 1954.
360. Smith, V., Adam, Smith, on Humanomic Behavior, *The Journal of Behavioral Finance & Economics*, Vol. 2, Issue 1, 1-20, Academy of Behavioral Finance, 2012.
361. Sorokin, B., *Socijalna psihologija*, Narodne novine, Zagreb, 1967.
362. Stanković, K., *Ekonomске doktrine*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Kragujevac, 2007.
363. Stiglitz, J., *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*, New York, W.W. Norton & Company, 2010.
364. Suknović, M. i Delibašić, B. (2010), *Poslovna inteligencija i sistemi za podršku odlučivanju*, FON, Beograd
365. Suknović, M., „Poslovna inteligencija i Sistemi za podršku odlučivanju“, FON, Beograd, 2010.
366. Suknović, M., Čupić, M., „Odlučivanje, FON, Beograd, 2010.
367. Supek, R., *Psihologija u privredi*, Rad, Beograd, 1958.
368. Szysyka, A., *Advances in Behavioral Finance and Capital Markets*, Palgrave Macmillan, 2013.
369. Szysyka, A., Behavioral Anatomy of The Financial Crisis, *Journal of Centrum catedra*, 2011.
370. Šunje, A., *Top-menadžer, vizionar i strateg*, Blickdruck, Sarajevo, 2002.
371. Šušnjić, Đ., *Metodologija*, Čigoja štampa, Beograd, 2005.
372. Švarc, B., *Paradoks izbora – preživjeti izobele*, Psihopolis, Beograd, 2010.
373. Takšić, V., Mohorić, T., Munjas, R., *Emocionalna inteligencija: teorija, operacionalizacija, primena i povezanost sa pozitivnom psihologijom. Društvena istraživanja*, 729-752, 2006.
374. Teacher Job Satisfaction. *Procedia - Social and Behavioral Sciences (197) 1936 – 1946*.
375. Thaler, R. H., From Homo Economicus to Homo Sapiens, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14 no.1 itd, 2000.
376. Thaler, R. H., The End of Behavioral Finance, *Financial Analyst Journal*, Association for Investment Management and Research, November/December, 1999.
377. Thaler, R. H., The End of Behavioral Finance, *Financial Analysts Journal* 56, 1999.
378. Thaler, R. H., The End of Behavioral Finance, *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 6, Association for Investment Management and Research, 1999.
379. Thaler, R. H., Toward a positive theory of consumer choice, *Journal of Economic Behavior and Organization*, No1, Vol 1, Cornell University, New York, 1980.
380. Thaler, Richard, *The End of Behavioral Finance*”, Association for Investment Management and Research, 1999.

-
381. Thomadakis, S. B., Are There Regulatory Implications for 'Behavioral Finance', Department of Economics, University Athena, Athena, 2008.
 382. Thomas, C., *A Critique of the Anglo-American Model of Corporate Governance*, u „Comparative Research in Law & Political Economy“, Research Report No. 15/2009, Osgoode Hall Law School of York University.
 383. Thunholm, P. Decision-making style: Habit, style or both? *Personality and Individual Differences*, 36(4), 931-944, 2004.
 384. Tim, K., *The High Price of Materialism*, MIT University Press, 2003, ISBN: 9780262611978.
 385. Todorović, M., Psihologija i finansijski menadžment – Bihevioralne korporativne finansije, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, 2011.
 386. Toth, A., *Istorija ekonomske misli*, Ekonomski fakultet, Subotica, 1994;
 387. Trebješanin, Ž., *Rečnik psihologije*, Stubovi kulture, Beograd, 2000.
 388. Treven, S., Mulej, M., Lynn, M., *The impact of culture on organizational behavior*, u „Management“, Management, Vol. 13, 2008, 2.
 389. Tri Nobela za ekonomiju, *Privredni pregled*, 2005.
 390. Trivers, L. R., *The Evolution of Reciprocal Altruism*, u „The Quarterly Review of Biology“, Vol. 46, No. 1, Mar., 1971.
 391. Tudor, G., et. al., *Učinkoviti menadžer*, Mep consult, Zagreb, 2004.
 392. Tudor, G., Srića, V., *Menadžer i pobjednički tim*, Mep consult, Zagreb, 2006.
 393. Tvede, L., *The Psychology of Finance*”, John Wiley & Sons Ltd, Chichester, UK, 2005.
 394. Tversky, A., Kahneman, D., Belief in the law of small numbers, *Psychological Bulletin*, 76, 1971.
 395. Tversky, A., Kahneman, D., Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185,
 396. Unčanin, R., Petković, T., et. al, *Operativni i strategijski menadžment*, Viša poslovna škola Čačak, Čačak, 2005.
 397. Vaidya, O.S. i Kumar, S. (2006), Analytic hierarchy process: An overview of applications, *European Journal of Operational Research*, 169, str. 1.-29.
 398. Veblen, T. B., *Why is Economics Not an Evolutionary Science*, u *The Place of Science in Modern Civilization* (New York: The Viking Press, 1948.
 399. Videnov, A. T., *Sociologija u biznisu*, Beogradska poslovna škola, Beograd, 2007;
 400. Vissing-Jorgensen, A., *Perspectives on Behavioral Finance: Does "Irrationality" Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions*, Kellogs School of Management, Northwestern University, Nber., 2004.
 401. Vučković, S., Biheviorističke finansije i finansijski menadžment, *Ekonomске Teme*, XLVIII, br. 4, str. 629-640, Niš, 2010.
 402. Vučo, N., *Ekonomska istorija svijeta: od industrijske revolucije do Drugog svjetskog rata*, Savremena administracija, Beograd, 1970;

-
403. Vujaklija, M., *Leksikon stranih reči i izraza*, Makarije, Beograd, 2012.
 404. Vukotić, V., *Markoekonomski računi i modeli*, CID, Podgorica, 2007.
 405. Wideman, R. M., *Dominant Personality Traits Suited to Running Projects Successfully (And What Type are You?)*, A paper presented to the Project Management Institute's Annual Seminar/Symposium "Tides of Change", Long Beach, California, USA, 1998.
 406. Widger, C., *Personal benchmark: Integrating Behavioral Finance and Investment Management*, Wiley, 2014.
 407. Wilber, K. C., Harrison R.S., *The Methodological Basis of Institutional Economics: Pattern Model, Storytelling, and Holism*, *Journal of Economic Issues*, 12 (1), 1978.
 408. William, L., Gardner, M., Martinko, J., *Impression Management in Organizations*, u „*Journal of Management*“, 1988, Vol 14. No-2.
 409. Wilson, C. Z., Alexis, M., *Basic Frameworks for Decisions*, *Journal of the Academy of Management*, 5(2), str. 151.–154., 1962.
 410. Wood, A. S., *Behavioral Finance and Investment Management*, Research Foundation of CFA Institute, 2010.
 411. WorldBank, *Household finance*, World Development Report 2015 - Mind, Society and Behavior, WorldBank, Washington, 2015.
 412. Wurtman, J. R., *Stress and the Adrenocortical Control of Epinephrine Synthesis*, u „*Metabolism*“, Vol 51, No 6, Suppl 1 (June), 2002.
 413. Yoon, K. (1987), *A reconciliation among discrete compromise solutions*, *Journal of the Operational Research Society*, 38(3), str. 277. – 288.
 414. York, M., *A Session on the Couch: Helping Clients Understand Behavioral Finance*” Solutions, 2007.
 415. Young, O’Byrne, S., *Value-Based Management*, New York: Irwin/McGraw-Hill, 2000.
 416. Yukl, G., *Rukovođenje u organizacijama*, Naklada Slap, 2008.
 417. Zheng, H., *Essays in Behavioral Corporate Finance*, University of California, Berkeley, 2012.
 418. Zimanji, V., Štangl Š., G., *Organizaciono ponašanje*. Ekonomski fakultet, Subotica, 2005.
 419. Zimbarda, F., *Luciferov učinak – kako dobri ljudi postaju zli*, Timpres, Zagreb, 2009.
 420. Žarkić-Joksimović, N., „Upravljanje finansijama – osnove i principi“, FON, Beograd, 2009.
 421. Žarkić-Joksimović, N., Benković, Slađana, Milosavljević, Miloš, „Finansijski menadžment“, FON, Beograd, 2013.

Internet izvori:

1. <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=903dd2ad-77c3-424a-b573-3088cf9b3d65%40sessionmgr15&vid=5&hid=13>
2. <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=903dd2ad-77c3-424a-b573-3088cf9b3d65%40sessionmgr15&vid=11&hid=10>
3. <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=903dd2ad-77c3-424a-b573-3088cf9b3d65%40sessionmgr15&vid=17&hid=13>
4. <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=903dd2ad-77c3-424a-b573-3088cf9b3d65%40sessionmgr15&vid=19&hid=13>
5. (<http://www.worldbank.org/en/publication/wdr2015>)
6. http://www.academia.edu/3791284/Ekonomija_i_ljudska_priroda_I
7. <http://dpolsek.wordpress.com/2010/03/18/ljudska-priroda-i-ekonomija-nulta-verzija-za-casopis-banka/>
8. <http://www.maticacrnogorska.me/files/51-52/01%20slobodan%20vukicevic.pdf>
9. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1574071406010104>
10. <http://www.jstor.org/stable/1822708?seq=1>
11. <http://www.dereta.rs/6c5a6024-4d31-4924-9a87-caed8f3be5be/Uspon-novca.aspx>
12. <http://muse.jhu.edu/journals/hpe/summary/v033/33.1wennerlind.html>
13. http://www.moneynews.com/MKTNewsIntl/Financial-bibleHyman/2013/08/06/id/519032?promo_code=146F3-1&utm_source=taboola&utm_medium=referral
14. <http://www.investopedia.com/terms/a/arms.asp>;
15. <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/t/trin>
16. <http://www.efzg.unizg.hr/>

PRILOG A

Upitnik

Poštovani/a, pred Vama se nalazi nekoliko anketnih upitnika namenjenih ispitivanju značajnih aspekata poslovanja. Veoma nam je dragoceno mišljenje uspešnih i iskusnih rukovodilaca, te Vas molimo za saradnju i učešće u ovom istraživačkom projektu. Istraživanje je anonimno i sprovodi se u cilju izrade doktorske disertacije. Podaci će biti korišćeni isključivo u istraživačke svrhe.

I Opšti podaci

Pol

- a) muško b) žensko

Država

- a) Republika Srbija b) Crna Gora

Pozicija u organizaciji

- a) top menadžer b) menadžer srednjeg nivoa c) linijski menadžer

Vrsta finansijske institucije u kojoj ste zaposleni

- a) banka b) investicioni fond c) berza d) brokerska kuća e) nešto drugo

Radno iskustvo u struci

- a) manje od godinu dana b) od 1 do 5 godina c) 6 do 15 godina d) preko 15 godina)

Obrazovanje

- a) srednja škola b) viša škola c) fakultet d) master e) doktorat

Godine starosti

- a) 20 – 25 b) 26 – 35 c) od 36 – 45 d) preko 46

Svoj materijalni status ocenjujem kao:

- a) ispod prosečan b) prosečan c) natprosečan

Svoje dosadašnje rezultate rada ocenjujem kao:

- a) ispod prosečne b) prosečne c) natprosečne

U poslednjih godinu dana da li ste bili nagrađeni za svoje rezultate rada u organizaciji

- a) da b) ne

Sa biheviorističkim finansijama

- a) uopšte nisam upoznat/a b) upoznat/a sam delimično c) dobro poznajem taj pristup

II UEK45

Ovo nije test kojim ispitujemo Vaše znanje i zato ne možete dati pogrešan odgovor. Zanima nas kako se obično osećate i kako razmišljate. Na postavljena pitanja odgovarajte po prvom utisku i nemojte previše razmišljati o njima.

Odgovaraćete koliko se ponuđene tvrdnje odnose na Vas i to zaokruživanjem jednog od brojeva koji imaju sledeće značenje: **1 - uopšte NE** **2 - uglavnom NE** **3 - kako kada** **4 - uglavnom DA**

5 - u potpunosti DA

	Tvrdnje	1	2	3	4	5
1	Dobro raspoloženje mogu da zadržim i ako mi se nešto loše dogodi.	1	2	3	4	5
2	Gotovo uvek mogu rečima da opišem svoje osećaje i emocije.	1	2	3	4	5
3	I kada je moja okolina loše raspoložena, mogu da zadržim dobro raspoloženje.	1	2	3	4	5
4	Iz neprijatnih iskustava učim kako se ubuduće ne treba ponašati.	1	2	3	4	5
5	Kada me neko pohvali (nagradi), radim s više elana.	1	2	3	4	5
6	Kada mi nešto ne odgovara, to odmah i pokažem.	1	2	3	4	5
7	Kada mi se neka osoba sviđa, učinicu sve da joj se i ja svidim.	1	2	3	4	5
8	Kada sam dobro raspoložen, teško me je oneraspoložiti.	1	2	3	4	5
9	Kada sam dobrog raspoloženja svaki mi se problem čini lako rešiv.	1	2	3	4	5
10	Kada sam s osobom koja me ceni, pazim kako se ponašam.	1	2	3	4	5
11	Kada se osećam srećno i raspoloženo, tada najbolje učim i pamtim.	1	2	3	4	5
12	Kada se zainatim, rešicu i naizgled nerešiv problem.	1	2	3	4	5
13	Kada sretnem poznanika, odmah shvatim kako je raspoložen.	1	2	3	4	5
14	Kada vidim kako se neko oseća, obično znam šta mu se dogodilo.	1	2	3	4	5
15	Kod prijatelja mogu da razlikujem kada je tužan, a kada razočaran.	1	2	3	4	5
16	Lako ću smisliti način da priđem osobi koja mi se sviđa.	1	2	3	4	5
17	Lako mogu nabrojati emocije koje trenutno doživim.	1	2	3	4	5
18	Lako primetim promenu raspoloženja svoga prijatelja.	1	2	3	4	5
19	Umem lako da smislim kako da obradujem prijatelja kojem idem na rođendan.	1	2	3	4	5
20	Lako uverim prijatelja da nema razloga za zabrinutost.	1	2	3	4	5

21	Mogu dobro da izrazim svoje emocije.	1	2	3	4	5
22	Mogu da opišem kako se osećam.	1	2	3	4	5
23	Mogu da opišem svoje sadašnje stanje.	1	2	3	4	5
24	Mogu reći da znam puno o svom emocionalnom stanju.	1	2	3	4	5
25	Mogu tačno odrediti emocije neke osobe ako je posmatram u društvu.	1	2	3	4	5
26	Mogu da zapazim kada se neko oseća bespomoćno.	1	2	3	4	5
27	Moje ponašanje odražava moje unutrašnje osećaje.	1	2	3	4	5
28	Na meni se uvek vidi kakvog sam raspoloženja.	1	2	3	4	5
29	Nastojim ublažiti neprijatne emocije, a pojačati pozitivne.	1	2	3	4	5
30	Nema ništa loše u tome kako se obično osećam.	1	2	3	4	5
31	Obaveze ili zadatke radije odmah izvršim, nego da o njima mislim.	1	2	3	4	5
32	Obično razumem zašto se loše osećam.	1	2	3	4	5
33	Pokušavam održati dobro raspoloženje.	1	2	3	4	5
34	Prema izrazu lica mogu da prepoznam nečija osećanja.	1	2	3	4	5
35	Prepoznajem prikrivenu ljubomoru kod svojih prijatelja.	1	2	3	4	5
36	Primetim kada neko nastoji prikriti loše raspoloženje.	1	2	3	4	5
37	Primetim kada neko oseća krivicu.	1	2	3	4	5
38	Primetim kada neko prikriva svoja prava osećanja.	1	2	3	4	5
39	Primetim kada se neko oseća potišteno.	1	2	3	4	5
40	Što se mene tiče, potpuno je u redu ovako se osećati.	1	2	3	4	5
41	Uglavnom mi je bilo lako izraziti simpatije osobi suprotnog pola.	1	2	3	4	5
42	Uočim kada se neko ponaša različito od onoga kako je raspoložen.	1	2	3	4	5
43	Većinu svojih osećanja lako mogu da imenujem.	1	2	3	4	5
44	Većinu svojih osećanja mogu da prepoznam.	1	2	3	4	5
45	Znam kako mogu prijatno iznenaditi svakog svog prijatelja.	1	2	3	4	5

III GDMSQ

U narednom upitniku nalaze se tvrdnje vezane za načine donošenja odluka. Molimo Vas da ocenite od 1 do 5 u kojoj meri se slažete sa određenim tvrdnjama.

1 – Uopšte se ne slažem 2 – Donekle se ne slažem 3 – Neodlučan sam 4 – Donekle se slažem 5 - U potpunosti se slažem

Red. broj	Tvrdnje	1 Uopšte se ne slažem	2 Donekle se ne slažem	3 Neodlučan sam	4 Donekle se slažem	5 U potpunosti se slažem
1	Dva puta proverim informacije koje imam kako bih bio siguran/a	1	2	3	4	5
2	Prilikom donošenja odluke oslanjam se na svoje instikte	1	2	3	4	5
3	Često mi je potrebna pomoć drugih ljudi prilikom donošenja važnih odluka	1	2	3	4	5
4	Kada donosim odluke važnije mi je da osećam da je odluka ispravna nego da imam racionalan razlog	1	2	3	4	5
5	Retko donosim važne odluke bez konsultacija sa drugim ljudima	1	2	3	4	5
6	Imam sve potrebne informacije pre donošenja odluke	1	2	3	4	5
7	Kada donosim odluke uglavnom se oslanjam na svoju intuiciju	1	2	3	4	5
8	Izbegavam donošenje važnih odluka dok sam pod pritiskom	1	2	3	4	5
9	Volim da imam nekoga da me usmeri u pravom smeru kada sam suočen sa važnim odlukama	1	2	3	4	5
10	Ako imam podršku drugih ljudi lakše mi je da donesem važne odluke	1	2	3	4	5
11	Moje donošenje odluka zahteva pažljivo razmišljanje	1	2	3	4	5
12	Često donosim odluke bez planiranja unapred	1	2	3	4	5

13	Odlazem donošenje odluka kad god je to moguće	1	2	3	4	5
14	Koristim savete drugih ljudi u donošenju svojih važnih odluka	1	2	3	4	5
15	Obično ishitreno donosim odluke	1	2	3	4	5
16	Često odugovlačim kada je u pitanju donošenje važnih odluka	1	2	3	4	5
17	Donosim odluke na logičan i sistematičan način	1	2	3	4	5
18	Generalno donosim odluke koje se meni čine kao ispravne	1	2	3	4	5
19	Odlazem donošenje mnogih odluka jer mi postaje nelagodno kada razmišljam o njima	1	2	3	4	5
20	Brzo donosim odluke	1	2	3	4	5
21	Prilikom donošenja odluke razmatram različite opcije u odnosu na cilj koji želim da ostvarim	1	2	3	4	5
22	Često donosim impulsivne odluke	1	2	3	4	5
23	Obično važne odluke donosim u poslednjem trenutku	1	2	3	4	5
24	Kada donosim odluku, verujem svojim unutrašnjim osećanjima i reakcijama	1	2	3	4	5

IV VM skala

Pred Vama se nalazi lista vrednosti. Molimo Vas da osnačite u kom stepenu je dole navedena vrednost važna za Vas lično. A potom da izdvojite tri vrednosti koje su za Vas najvažnije i da ih rangirate po stepenu važnosti.

Uopšte mi nije važno

Izuzetno mi je važno

1

7



Red. broj	Karakteristike	1	2	3	4	5	6	7
1	Timski rad	1	2	3	4	5	6	7
2	Autonomija u radu	1	2	3	4	5	6	7
3	Raznovrstnost posla	1	2	3	4	5	6	7
4	Dobri međuljudski odnosi	1	2	3	4	5	6	7
5	Moralna načela	1	2	3	4	5	6	7
6	Poverenje	1	2	3	4	5	6	7
7	Altruizam	1	2	3	4	5	6	7
8	Poslovna etika	1	2	3	4	5	6	7
9	Podrška ličnom razvoju	1	2	3	4	5	6	7
10	Disciplinovanost	1	2	3	4	5	6	7
11	Autoritet	1	2	3	4	5	6	7
12	Finansijska sigurnost	1	2	3	4	5	6	7
13	Stručnost	1	2	3	4	5	6	7
14	Stalno učenje	1	2	3	4	5	6	7
15	Orijentacija na rezultat	1	2	3	4	5	6	7

Molimo Vas da izdvojite tri vrednosti koje su vam najvažnije i da ih rangirate po važnosti:

1. _____
2. _____
3. _____

Hvala na saradnji!

PRILOG B

**Emocionalna kompetentnost i vrednosne orijentacije menadžera kao prediktori
zavisnog stila odlučivanja**

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.081 ^a	.007	-.014	.81788	.007	.325	3	146	.808
2	.256 ^b	.065	.033	.79878	.059	4.534	2	144	.012

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.651	3	.217	.325	.808 ^b
	Residual	97.664	146	.669		
	Total	98.315	149			
2	Regression	6.437	5	1.287	2.018	.080 ^c
	Residual	91.878	144	.638		
	Total	98.315	149			

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3.504	.625		5.611	.000
	uocavanje i razumevanje emocija	-.171	.175	-.111	-.978	.330
	izrazavanje i imenovanje emocija	.085	.140	.066	.609	.543
	regulacija i upravljanje emocija	.061	.152	.036	.405	.686
2	(Constant)	1.842	.826		2.230	.027
	uocavanje i razumevanje emocija	-.226	.179	-.147	-1.261	.209
	izrazavanje i imenovanje emocija	.029	.139	.023	.211	.833
	regulacija i upravljanje emocija	.004	.149	.002	.028	.978
	vrednosti rezultat	.010	.016	.063	.634	.527
	moralne vrednosti	.050	.019	.229	2.631	.009

Emocionalna kompetentnost i vrednosne orijentacije menadžera kao prediktori spontanog stila odlučivanja

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.059 ^a	.003	-.017	.88322	.003	.173	3	148	.915
2	.177 ^b	.031	-.002	.87675	.028	2.096	2	146	.127

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.405	3	.135	.173	.915 ^b
	Residual	115.450	148	.780		
	Total	115.855	151			
2	Regression	3.627	5	.725	.944	.455 ^c
	Residual	112.228	146	.769		
	Total	115.855	151			

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.959	.674		4.388	.000
	uocavanje i razumevanje emocija	.066	.187	.040	.353	.724
	izrazavanje i imenovanje emocija	-.090	.151	-.065	-.598	.551
	regulacija i upravljanje emocija	-.056	.163	-.031	-.345	.731
2	(Constant)	3.113	.906		3.435	.001
	uocavanje i razumevanje emocija	.180	.195	.108	.923	.357
	izrazavanje i imenovanje emocija	-.051	.152	-.037	-.336	.738
	regulacija i upravljanje emocija	-.060	.164	-.033	-.366	.715
	vrednosti rezultat	-.035	.018	-.202	-2.002	.047
	moralne vrednosti	.021	.021	.089	1.004	.317

Razlike u stilovima donošenja odluka s obzirom na to da li su bili materijalno nagrađeni u poslednjih godinu dana

Group Statistics					
	v1	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
racionalan stil	1.00	65	4.0892	.59690	.07404
	2.00	175	4.1063	.56884	.04300
intuitivan stil	1.00	71	3.4169	.80338	.09534
	2.00	178	3.6112	.69240	.05190
zavisan stil	1.00	69	3.4464	.98228	.11825
	2.00	178	3.4191	.80301	.06019
izbegavajući stil	1.00	72	2.6639	.90434	.10658
	2.00	168	2.6417	.81125	.06259
spontani stil	1.00	72	2.6285	.90479	.10663
	2.00	179	2.4344	.83478	.06239

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
racionalan stil	Equal variances assumed	.009	.927	-.204	238	.839	-.01705	.08374	-.18203	.14792
	Equal variances not assumed			-.199	109.863	.842	-.01705	.08562	-.18673	.15262
intuitivan stil	Equal variances assumed	3.558	.060	-1.908	247	.058	-.19433	.10185	-.39493	.00626
	Equal variances not assumed			-1.790	113.678	.076	-.19433	.10855	-.40938	.02072
zavisan stil	Equal variances assumed	8.355	.004	.225	245	.823	.02728	.12147	-.21198	.26653
	Equal variances not assumed			.206	105.087	.838	.02728	.13269	-.23582	.29037
izbegavajući stil	Equal variances assumed	.874	.351	.188	238	.851	.02222	.11834	-.21090	.25534
	Equal variances not assumed			.180	122.237	.858	.02222	.12360	-.22245	.26689
spontani stil	Equal variances assumed	.247	.619	1.626	249	.105	.19411	.11937	-.04098	.42921
	Equal variances not assumed			1.571	122.228	.119	.19411	.12354	-.05045	.43868

Polne razlike u stilovima donošenja odluka

Group Statistics					
	pol_1	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
racionalan stil	1.00	118	4.0356	.57505	.05294
	2.00	124	4.1597	.57025	.05121
intuitivan stil	1.00	124	3.4774	.78842	.07080
	2.00	127	3.6268	.65870	.05845
zavisan stil	1.00	121	3.3388	.87439	.07949
	2.00	128	3.5063	.82517	.07294
izbegavajuci stil	1.00	122	2.7230	.84870	.07684
	2.00	120	2.5733	.82561	.07537
spontani stil	1.00	125	2.5200	.89668	.08020
	2.00	128	2.4492	.81892	.07238

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
racionalan stil	Equal variances assumed	.027	.870	-1.685	240	.093	-.12408	.07364	-.26915	.02098
	Equal variances not assumed			-1.685	239.190	.093	-.12408	.07365	-.26918	.02101
intuitivan stil	Equal variances assumed	7.782	.006	-1.630	249	.104	-.14935	.09162	-.32979	.03109
	Equal variances not assumed			-1.627	239.288	.105	-.14935	.09181	-.33021	.03151
zavisan stil	Equal variances assumed	1.617	.205	-1.554	247	.121	-.16741	.10770	-.37954	.04473
	Equal variances not assumed			-1.552	243.818	.122	-.16741	.10788	-.37990	.04509
izbegavajuci stil	Equal variances assumed	.984	.322	1.390	240	.166	.14962	.10766	-.06245	.36169
	Equal variances not assumed			1.390	239.971	.166	.14962	.10763	-.06240	.36164
spontani stil	Equal variances assumed	3.947	.048	.656	251	.513	.07078	.10792	-.14176	.28332
	Equal variances not assumed			.655	247.770	.513	.07078	.10803	-.14200	.28357

Razlike u stilovima donošenja odluka između Srbije i Crne Gore

Group Statistics					
	država	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
racionalan stil	1.00	111	4.0955	.59748	.05671
	2.00	131	4.1023	.55712	.04868
intuitivan stil	1.00	114	3.5544	.73595	.06893
	2.00	137	3.5518	.72417	.06187
zavisan stil	1.00	114	3.4842	.83630	.07833
	2.00	135	3.3748	.86471	.07442
izbegavajući stil	1.00	112	2.6179	.77183	.07293
	2.00	130	2.6754	.89487	.07848
spontani stil	1.00	116	2.5259	.84209	.07819
	2.00	137	2.4489	.87139	.07445

Independent Samples Test									
		Levene's Test for Equality of Variances	t-test for Equality of Means						
			F	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference
								Lower	Upper
racionalan stil	Equal variances assumed	.822	-.091	240	.927	-.00679	.07430	-.15316	.13958
	Equal variances not assumed		-.091	227.363	.928	-.00679	.07474	-.15406	.14047
intuitivan stil	Equal variances assumed	.186	.028	249	.978	.00256	.09249	-.17959	.18471
	Equal variances not assumed		.028	239.347	.978	.00256	.09262	-.17990	.18502
zavisan stil	Equal variances assumed	.381	1.010	247	.314	.10940	.10835	-.10401	.32281
	Equal variances not assumed		1.013	242.475	.312	.10940	.10804	-.10343	.32222
izbegavajući stil	Equal variances assumed	2.477	-.531	240	.596	-.05753	.10832	-.27091	.15585
	Equal variances not assumed		-.537	239.999	.592	-.05753	.10714	-.26858	.15353
spontani stil	Equal variances assumed	.022	.711	251	.478	.07696	.10827	-.13627	.29019
	Equal variances not assumed		.713	246.632	.477	.07696	.10796	-.13569	.28960

BIOGRAFIJA AUTORA

Milena Vučinić je završila osnovnu školu i prvi i drugi razred gimnazije u Podgorici, a treći i četvrti razred gimnazije je završila na Cetinju sa odličnim uspehom. Diplomirala je na Ekonomskom fakultetu u Podgorici, Univerzitet Crne Gore, (smer Preduzetništvo) sa prosečnom ocenom 8,17 tokom studija i ocenom 10 na diplomskom radu na temu „Analiza rizika kod dugoročnih hartija od vrednosti”.

Postdiplomske studije na Fakultetu organizacionih nauka, smer Menadžment finansijskog rizika, završila je sa prosečnom ocenom 10. Magistarsku tezu „Merenje i analiza performansi portfolija investicionih fondova” odbranila je 2014. godine i time stekla akademsko zvanje magistra tehničkih nauka – područje organizacionih nauka za menadžment finansijskog rizika.

Poseduje licencu brokera, dilera i portfolio menadžera, kao i licencu za Public relations.

Ima petnaest godina radnog iskustva na tržištu kapitala, radila je kao ovlašćeni broker i diler u Monte Adria Broker Diler - Podgorica, a u prethodnih devet godina obavlja posao portfolio menadžera u investicionom fondu Atlas Mont - Podgorica.

U njena stalna zaduženja spadaju obračun neto vrednosti imovine otvorenog fonda Atlas Mont, izrada mesečnog izveštaja o kretanju novčanih sredstava otvorenog i zatvorenog investicionog fonda Atlas Mont, trgovina hartijama od vrednosti u ime i za račun investicionog fonda, procena izloženosti riziku portfolija investicionog fonda, kao i priprema mesečnog izveštaja društva koje upravlja fondovima. Pored navedenih, obavlja i posao zamenika ovlašćenog lica za sprečavanje pranja novca.

U periodu od 2006. do 2009. godine je bila urednik ekonomskog programa na Atlas Televiziji, gde je bila autor i voditelj emisije „Biznis, novac i profit” i svakodnevno pripremala izveštaje i prezentovala dešavanja sa crnogorske berze. Njenu autorsku emisiju i izveštaje sa berze je preuzimala i emitovala poslovna televizija - Kapital TV iz Zagreba. Tokom rada se profesionalno i stručno usavršavala kroz posete regionalnim finansijskim tržištima i institucijama, a pored toga imala je priliku da poseti i da se upozna sa poslovanjem poznatih korporacija i banaka u Evropi, gde je pratila brojne stručne seminare, predavanja i prezentacije.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Потписани-а _____

број индекса _____

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

Потпис докторанда

У Београду, _____

Прилог 2.

**Изјава о истоветности штампане и електронске верзије
докторског рада**

Име и презиме аутора _____

Број индекса _____

Студијски програм _____

Наслов рада _____

Ментор _____

Потписани/а _____

Изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

Потпис докторанда

У Београду, _____

Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство
2. Ауторство - некомерцијално
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима
5. Ауторство – без прераде
6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

Потпис докторанда

У Београду, _____

-
1. Ауторство - Дозвољавање умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце, чак и у комерцијалне сврхе. Ово је најслободнија од свих лиценци.
 2. Ауторство – некомерцијално. Дозвољавање умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела.
 3. Ауторство - некомерцијално – без прераде. Дозвољавање умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, без промена, преобликовања или употребе дела у свом делу, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела. У односу на све остале лиценце, овом лиценцом се ограничава највећи обим права коришћења дела.
 4. Ауторство - некомерцијално – делити под истим условима. Дозвољавање умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце и ако се прерада дистрибуира под истом или сличном лиценцом. Ова лиценца не дозвољава комерцијалну употребу дела и прерада.
 5. Ауторство – без прераде. Дозвољавање умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, без промена, преобликовања или употребе дела у свом делу, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце. Ова лиценца дозвољава комерцијалну употребу дела.
 6. Ауторство - делити под истим условима. Дозвољавање умножавање, дистрибуцију и јавно саопштавање дела, и прераде, ако се наведе име аутора на начин одређен од стране аутора или даваоца лиценце и ако се прерада дистрибуира под истом или сличном лиценцом. Ова лиценца дозвољава комерцијалну употребу дела и прерада. Слична је софтверским лиценцама, односно лиценцама отвореног кода.