



Viti i VIII-të i Botimit, Nr.1,
Korrik 2017

FINANCAT E SJELLJES KORPORATIVE

Manjola Islami

Departamenti i Financës dhe Ekonomiks, Universiteti European i Tiranës

Adresë kontakti: manjola.islami@uet.edu.al

Përmbledhje

Financa e ndërmarrjes ka si objekt studimin e kontratave financiare dhe investimeve që rezultojnë nga ndërveprimi i drejtuesve dhe investuesve të një kompanie. Një shpjegim i plotë i modeleve të financimit dhe investimit kërkon për këtë arsye një kuptim të qartë të perceptimeve dhe preferencave të këtyre dy grupeve agjentësh ekonomikë. Shumica e kërkimeve në fushën e financave të ndërmarrjes ngrihen mbi supozimet se këto perceptime dhe preferenca janë plotësisht racionale. Agjentët ekonomikë supozohen se realizojnë parashikime të paanshme në lidhje me ngjarjet e ardhshme dhe mbështeten në këto parashikime për të marrë vendimet që u shërbejnë më së miri interesave të tyre. Kjo nënkupton që drejtuesit e një kompanie mund të marrin për të mirëqenë se tregjet e kapitalit janë eficientë, me çmime që pasqyrojnë në mënyrë të arsyeshme informacion publik në lidhje me vlerat themelore. Në të njëjtën mënyrë, investuesit e një kompanie mund të marrin për të mirëqenë se drejtuesit do të veprojnë në interesin e tyre, duke iu përgjigjur në mënyrë racionale stimujve të kompensimit, të kontrollit dhe mekanizmave të tjerë të qeverisjes së korporatave.

Hulumtimet në fushën e financave të sjelljes korporative hedhin poshtë supozimet tradicionale të racionalitetit të agjentëve ekonomikë dhe marrin në konsideratë sjelljet e tyre dhe faktin që si drejtuesit, ashtu dhe investuesit e një kompanie mund të mos jenë racionale në perceptimet dhe vendimmarrjet e tyre.

Ky punim ka si synim që, duke u bazuar në faktorët e sjelljes dhe ata psikologjikë, të shpjegojë modelet e financimit dhe investimit të kompanive dhe investuesve.

Fjalë çelës: *sjellje, iracionalitet, financat e sjelljes korporative, drejtues, investues.*

BEHAVIORAL CORPORATE FINANCE

Abstract

Corporate finance is the area of finance studying the financial and investment contracts resulting from the interaction between managers and investors of a company. A full explanation of financing and investment models requires therefore a clear understanding of managers and investors perceptions and preferences. Most of the researchers in the field of corporate finance are based on the assumption that these perceptions and preferences are fully rational. Economic agents are supposed to realize impartial projections about future

events and they are based on these forecasts to make decisions that best serve their interests. This means that the managers of a company may take for granted that capital markets are efficient, with prices that reflect the reasonable public information about fundamental values. In the same way, the investor a company can take for granted that the managers of a company will act in their interests, responding rationally to compensation incentives, control and other mechanisms of corporate governance.

Researches in the field of behavioral corporate finance reject the traditional assumptions of economic agents' rationality and consider that both management and investors of a company may not be rational in their perceptions and decision-making.

This paper aims to present the behavior basics that effect financing and investment models of companies and investors.

Key words: *behavior, irrationality, behavioral corporate finance, manager, investor.*

1. Hyrje

Dega e financave të ndërmarrjes lidhet kryesisht me vendimmarrjet financiare të kompanive, faktorët përcaktues të tyre, si dhe implikimet financiare që rrjedhin prej vendimeve të kompanive. Ndonëse aktualisht hulumtimet në fushën e financave të ndërmarrjes janë të shumta, ende ekzistojnë disa çështje themelore të cilat kanë mbetur pa përgjigje për shkak se financat e ndërmarrjes në kontrast me financën e tregut karakterizohen nga ekzistenca e një shumëllojshmërie modelesh. Këto shumëllojshmëri modelesh çojnë në ngritjen e pyetjeve për diskutim, aq më tepër që rritja eksponenciale e punimeve dedikuar financave të ndërmarrjes bën që problematika të reja të dalin në pah.

Shumë ekonomistë, mbështetur edhe në dy krizat e fundit, kanë vënë në pikëpyetje teorinë klasike të financave të ndërmarrjes dhe janë mbështetur në një nëndegë të financave të sjelljes, financat e sjelljes korporative, për të shpjeguar rolin e dimensionit psikologjik në vendimmarrjen financiare: vendimet e agjentëve ekonomikë, sidomos ato të drejtuesve, të cilët ndikohen në mënyrë rastësore ose sistematike prej paragjyqimeve kognitive dhe emocionale. Studimi i ndikimit të sjelljes në vendimmarrjen financiare, veçanërisht në vendimmarrjet e investuesve financiarë, ka qenë objekt diskutimesh dhe zhvillimesh të shumta, pasi këto paragjyqime ndihmojnë për të kuptuar më mirë gabimet e drejtuesve.

Në të vërtetë, në çdo kompani vendimet merren ose prej një individi (menaxheri/drejtuesi) ose nga një grup individësh, si shembull, në Qeverisjen e Korporatave, ky grup individësh mund të jetë bordi i drejtorëve. Të gjithë këta vendimmarrës ndikohen reciprokisht prej faktorëve të ndryshëm të sjelljes përmes:

- Modeleve të tyre kognitive dhe emocionale (gjendja psikologjike);
- Ndërveprimeve të tyre (efektet e socializimit/ efektet e grupit).

Në këto rrethana, sjellja është një element thelbësor për të kuptuar vendimmarrjen e kompanive. Gjithashtu, sjellja e drejtuesve mund të shkaktojë humbje më të mëdha sesa ato që lidhen me mungesën e oportunitetit.

Marrja në konsideratë e faktorëve të sjelljes, çon në ripërcaktimin e funksionit të sistemit të qeverisjes së korporatave, në mënyrë që të parandalojë që paragjykimet e drejtuesve të mos shfaqen fare, ose të korrigjojë efektet e tyre kur ato kanë impakt negativ. Këta faktorë të sjelljes, në rast se ndikojnë vendimmarrjen e drejtuesve, mund të prekin funksionimin e duhur të mekanizmave të qeverisjes. Si rezultat, Charreaux [1] dhe Marne [2] propozojnë integrimin e dimensionit të sjellje në modelin e qeverisjes, për të kuptuar më mirë dështimet e saj dhe për të rritur efektivitetin e veprimeve njohëse dhe disiplinore.

Në këtë kontekst, ky studim dëshiron të paraqesë një tablo të teorisë së financave të sjelljes korporative, duke u bazuar në një natyrë më realiste të individit sesa ajo përgjithësisht e përdorur në ekonomi (financa e tregut dhe financa e ndërmarrjes), duke u mbështetur në modelet e sjelljes të frymëzuara prej psikologjisë. Kështu, ky do të jetë një studim përshkrues, i zhvilluar përmes një rishikimi të literaturës.

2. Literatura e sjelljes në fushën e ekonomisë

Ndonëse analiza e sjelljes është e drejta kryesore e disiplinave antropologjike dhe e shkencave shoqërore, të tilla si: psikologjia, sociologjia, sjellja përmes teorisë së Financave të Sjelljes dhe nëndegëve të saj po konsiderohet gjithnjë e më shumë edhe në fushën e ekonomisë, kur ekonomistët dëshirojnë të kuptojnë vendimmarrjen e agjentëve ekonomikë dhe të bëjnë më realiste hipotezat e teorive ekonomike.

Charreaux [1] paraqet 4 degë kryesore të literaturës së sjelljes: financat e sjelljes, ekonomia e sjelljes, dega e sjelljes “E drejta dhe ekonomia” dhe dega e sjelljes në menaxhim strategjik. Charreaux [1] paraqet përmes një tablele katër degët kryesore, objektivat dhe autorët përfaqësues të tyre.

Tabela 1. Degët kryesore të literaturës së sjelljes [1]

	Financat e sjelljes	Ekonomia e sjelljes	Dega e sjelljes “E drejta dhe ekonomia “	Dega e sjelljes në menaxhim strategjik
Objektivi	Shpjegimi i anomalive të tregjeve financiare. Një zhvillim i fundit në lidhje me financat e ndërmarrjes për të kuptuar më mirë vendimmarrjen financiare.	Të kuptuarit më mirë i sjelljeve në ekonomi, duke integruar, veçanërisht, kontributet e psikologjisë kognitive dhe sociale.	Të paturit e një teorie shpjeguese më të mirë të ligjit, duke përfshirë edhe karakterin e tij autoritar.	Kuptimi i ndikimit të paragjyqimeve kognitive në vendimmarrjen e drejtuesve.
Autorët përfaqësues	Shiller, Sheffrin, Shleifer, Thaler...	Kahneman, Tversky, Vernon Smith, Rabin, Camerer...	Jolls, Korobkin, Langevoort, Cunningham...	Simon, March, Hogarth, Bazerman, Schwenk...

Charreaux [1], për më tepër, prezanton dy mënyra të mundshme për të përmirësuar fuqinë shpjeguese të teorive të qeverisjes: një qasje partneriteti dhe levë njohëse të krijimit të vlerës (të cilat pa dyshim krijojnë aluzione rreth sjelljes së agjentit bazuar në teorinë e agjencisë, duke marrë parasysh aftësitë individuale dhe elemente të tjera) ose vendosjen e elementeve prej literaturës së sjelljes dhe në këtë mënyrë Qeverisjen e Sjelljes.

Në sintezën e tyre mbi themelet e financave të sjelljes, Debondt dhe Thaler [3] theksojnë se “Ndoshta gjetja më e rëndësishme në psikologjinë e gjykimit është se njerëzit kanë shumë vetëbesim.”. Vetëbesimi karakterizon një individ me besim të tepruar në kapacitetet, aftësitë apo njohuritë e tij. Ky faktor së bashku me atë të optimizmit, përbëjnë një aspekt qendror të literaturës aktuale të financave të sjelljes korporative, siç e theksojnë edhe Baker et al. [4].

Nga pikëpamja metodologjike, sipas Glaser et al. [5], të cilët studiojnë vetëbesim e tepruar të investuesve në tregun financiar, i cili gjeneron anomalitë e kuotimit të letrave me vlerë, financa e sjelljes ka dy qasje. E para rrjedh prej psikologjisë, e cila përshkruan sjelljen e individit në rrethana të caktuara ekonomike. Këto studime, më pas, janë përdorur për të ndërtuar një model të ri për të shpjeguar vëzhgimet e tregut. Në anën tjetër, qasja e dytë shqyrton devijimet empirike nga parashikimet e bëra nga teoritë financiare klasike. Në vijim, duhen kërkuar shkaqet e këtyre devijimeve, ose përmes iracionalitetit të individëve, ose përmes përdorimit të studimeve psikologjike të sjelljes humane. Këto dy qasje lidhen si me një qasje normative, ashtu dhe me një qasje përshkruese.

3. Rishikimi i literaturës

Termi “financat e ndërmarrjes” përshkruan ndërveprimin midis drejtuesve të kompanive dhe investuesve dhe ndikimin e këtij bashkëveprimi në vlerën e kompanisë. Teoria e financave të ndërmarrjes përqipet të shpjegojë kontratat financiare dhe sjelljen e investimeve që rezultojnë nga ndërveprimi midis drejtuesve dhe investuesve të një kompanie (bazuar në teorinë e financave të ndërmarrjes, drejtuesi duhet të realizojë parashikime të paanshëm të ngjarjeve të ardhshme dhe të mbështetet në këto parashikime gjatë procesit të vendimmarrjes në mënyrë që t’i përshtatet më së miri interesave të kompanisë) [6]. Sipas teorisë klasike të financave të ndërmarrjes, drejtuesit e kompanive dhe investuesit veprojnë në mënyrë racionale gjatë vendimmarrjes financiare. Nëse supozimi i sjelljes racionale është i saktë, drejtuesit presin që tregjet e kapitalit të jenë eficiente, duke nënkuptuar se aksionet dhe obligacionet vlerësohen në mënyrë korrekte në çdo moment (çmimet e aksioneve pasqyrojnë në çdo moment informacion publik në lidhje me vlerën e tyre themelore).

Ndërsa qasja tradicionale e financave të ndërmarrjes bazohet në menaxhimin e vlerës së kompanisë dhe tri kushteve - sjelljes racionale, modelin e çmimeve të aseteve fikse dhe tregjeve eficiente, mbështetësit e financave të sjelljes korporative argumentojnë se faktorët psikologjikë ndikojnë në paradigmen tradicionale të të tri komponentëve [7]. Ekonomistë të ndryshëm mendojnë se fenomenet psikologjike nuk lejojnë vendimmarrësit të veprojnë në mënyrë plotësisht racionale dhe se çmimet në tregun e aksioneve nuk pasqyrojnë vlerën e tyre themelore. Në kushtet e iracionalitetit të investuesve, shumë hulumtime në fushën e psikologjisë kognitive kanë vërtetuar se investuesit që kanë shumë besim në njohuritë dhe aftësitë e tyre, realizojnë gabime sistematike gjatë procesit të të menduarit dhe marrjes së vendimeve, ata i kushtojnë shumë rëndësi përvojës së tyre të kohëve të fundit, etj. [8].

Që prej gati 20 vjetësh, me botimin e artikullit revolucionar të Debondt dhe Thaler [9], dega e financës së sjelljes korporative ka tronditur teorinë financiare klasike duke marrë në konsideratë

faktorin human në vendimmarrjen financiare përmes paragjykimeve që ndryshojnë racionalitetin e përsosur të agjentëve ekonomikë dhe duke studiuar ndikimin e këtyre faktorëve në formimin e çmimeve të letrave me vlerë. Si nëndisiplinë e financave të sjelljes, financa e sjelljes korporative integron studimet ekonomike dhe psikologjike duke analizuar vendimmarrjen financiare nga ana e kompanive dhe devijimet nën kushtet e pasigurisë dhe kritikon teorinë klasike të financave të ndërmarrjes. Më së fundmi, kryesisht që prej fillimit të viteve 2000, kontributet e kësaj dege për financat e ndërmarrjes janë zhvilluar duke ndjekur “wish list” të formuluar në vitin 1999 nga Richard Thaler. Ky zhvillim ka marrë dy drejtime kryesore, kualifikuar si qasje të jashtme ose të brendshme nga Baker et al. [4] dhe Shefrin [7], bazuar në faktin nëse iracionaliteti është rezultat i tregjeve financiare apo i drejtuesve të korporatave:

- Qasja e parë analizon ndikimin që ka sjellja iracionale e investuesve tek drejtuesit racionalë të kompanive;
- Qasja e dytë analizon se si vendimet iracionale të drejtuesve ndikojnë vlerën e një kompanie.

Në terma të përgjithshëm, qasja e parë thekson efektin e sjelljes së investuesve, e cila nuk është plotësisht racionale dhe e dyta konsideron sjellje të drejtuesve, e cila gjithashtu nuk është plotësisht racionale.

Bazuar në qasjen e parë, vendimet e marra prej investuesve nuk janë plotësisht racionale dhe ato ndikojnë vendimet racionale të drejtuesve të kompanive. Me fjalë të tjera, vendimet e kompanive në lidhje me mënyrat e financimit dhe investimeve janë një përgjigje racionale ndaj çmimeve jo-korrekte të tregut të letrave me vlerë [4]. Pra, qasja e parë interesohet në përgjigjet e drejtuesve të kompanisë ndaj vlerësimit të gabuar (mispricing) të kompanisë së tyre nga ana e tregjeve financiare, gabime që financat e sjelljes korporative ia dedikojnë mungesë së racionalitetit të investuesve. Një drejtues racional i interesuar për të rritur vlerën e kompanisë, do të përdorë një strategji aktive investimi, në rast se çmimi i aksioneve të kompanisë është shumë i lartë, një drejtues racional do të emetojë më shumë aksione për të përfituar prej investuesve, ndërsa kur çmimi i aksioneve është shumë i ulët, një investues racional do të riblejë aksionet e kompanisë [6].

Bazuar në qasjen e dytë të financave të sjelljes korporative, drejtuesit e kompanive nuk janë plotësisht racionalë kur marrin vendimet në lidhje me investimet dhe financimin e kompanisë. Ky model i financave të sjelljes korporative është projektuar për të shqyrtuar ndikimin e preferencave dhe mendimeve jo standarde në vendimmarrjen e drejtuesve në kontekstin e tregjeve financiare eficiente [4]. Kjo qasje është duke përjetuar aktualisht një zhvillim të rëndësishëm. Vetëbesimi i tepruar është një nga faktorët më të dokumentuar që ndikojnë sjelljen e drejtuesve [10].

Në këto artikuj të Baker et al. [4] dhe Shefrin [7] për arsye thjeshtimi, drejtuesit dhe investuesit nuk janë trajtuar si “iracionalë” në të njëjtin moment. Për më tepër, në sintezën e Baker et al. [4], analiza e sjelljes nuk studion vetëm optimizmin dhe vetëbesimin e drejtuesve, i cili kufizon vizionin e sjelljes. Në të vërtetë, ekziston një numër sjelljesh që mund të ndikojnë vendimmarrjen.

4. Qasja e investuesit iracional

Qasja e investuesit iracional bazohet në një supozim ekstrem, sipas të cilit drejtuesit racionalë të kompanive bashkëjetojnë me investuesit iracionalë.

Kjo qasje ndërtohet mbi 2 ide kryesore:

- Së pari, investuesit iracionalë ndikojnë çmimet e letrave me vlerë;
- Së dyti, drejtuesit duhet të jenë të aftë për të dalluar çmimet e tregut dhe vlera themelore të letrave me vlerë.

Literatura rreth tregut financiar jo eficient përfshin fenomene të tilla si: efekti Janar; efekti Momentum; reagimi i vonuar në lidhje me publikimin e informacioneve të reja; letrave me vlerë 'siameze' që kanë flukse monetare identike, por tregtohen me çmime të ndryshme, modelet e vlerësimit të fondeve të mbyllura të investimeve, flluskave në tregjet e aksioneve, etj.

Por edhe në qoftë se tregjet e kapitalit janë jo eficiente, përse supozohet se drejtuesit e kompanive janë të "aftë" për të identifikuar vlerësimin e gabuar të letrave me vlerë (mbivlerësimin ose nënvlerësimin)?

Së pari, drejtuesit e kompanive kanë më shumë informacion në lidhje me kompaninë e tyre sesa investuesit.

Së dyti, drejtuesit e kompanive gjithashtu kanë më pak kufizime sesa menaxherët e "aftë" të parave. Drejtuesit financiarë të kompanive priren të gjykojnë rezultatet në horizonte kohore më të gjata sesa menaxherët e parave, duke i lejuar drejtuesit financiarë të kenë një pamje rreth vlerësimeve të tregut në një mënyrë që menaxherët e parave nuk mundën. Gjithashtu, kufizimet e shitjes në pozicion të shkurtër parandalojnë menaxherët e parave nga imitimi i strategjive të drejtuesve financiarë. Kur aksionet e një kompani mbivlerësohen, kompania është kandidati natyral për të zgjeruar ofertën e aksioneve. Ndërsa menaxherët e parave nuk janë.

Së treti dhe së fundi, drejtuesit mundën që vetëm përmes ndjekjes së rregullave intuitive të identifikojnë vlerësimin e gabuar edhe pa pasur një avantazh informacioni. Një rregull i tillë i suksesshëm është emetimi i aksioneve kur tregu është veçanërisht likuid, në kuptimin e një ndikimi të vogël të çmimeve pas shpalljes së emetimit të ri. Në prani të kufizimeve në shitjen në pozicion të shkurtër, likuiditeti jashtëzakonisht i lartë është një simptomë e faktit se tregu dominohet prej investuesve iracionalë dhe për rrjedhojë, është i mbivlerësuar.

5. Qasja e drejtuesit iracional

Qasja e dytë e financave të sjelljes korporative analizon anën e kundërt, në të cilin drejtuesit iracionalë operojnë në tregje kapitali eficiente.

Literatura në fushën e psikologjisë dhe ekonomisë, dedikuar sjelljes menaxheriale është e shumtë. Temat kryesore lidhen me faktin që individët jo gjithmonë realizojnë parashikime në mënyrë logjike dhe për më tepër këto parashikime nuk përkthehen në vendime të qëndrueshme dhe racionale [11-12]. Deri më tani, hulumtimet në fushën e financave të sjelljes korporative janë fokusuar në iluzionet pozitive të optimizmit dhe vetëbesimit.

Përmes ilustrimit të modelit të optimizmit, Weinstein [13] konstaton se individët kanë tendencë për të besuar se kanë më shumë probabilitet se mesatarja për të përjetuar ngjarje pozitive në të ardhmen (p.sh., të fitojnë lotarinë, të jetojnë mbi 80 vjeç) dhe më pak të ngjarë të përjetojnë ngjarje negative (të pushohen nga puna, të divorcohen, të sëmuren).

Ka arsye të forta për t'u fokusuar në këto paragjykime të veçanta për sa i përket drejtuesve të kompanive. Së pari, këto elemente janë dokumentuar në shumë popullata, në veçanti tek drejtuesit e kompanive [14-15-16]. Së dyti, këto iluzione shpesh janë mjaft të lehta për t'u integruar në modelet ekzistuese, pasi optimizmi mund të modelohet si një mbivlerësim i mesatares dhe vetëbesimi si nënvlerësimin i devijimit standard. Së treti, vetëbesimi ndikon natyrshëm në marrjen përsipër të më shumë rreziku. Së katërti, edhe në rast se drejtuesi fillimisht nuk është subjekt i këtyre paragjykimeve, paragjykimi i atribuimit, pra tendenca për të marrë përgjegjësi më të madhe në rast suksesi sesa dështimi [17] mund të bëjë që drejtues të suksesshëm të zhvillojnë vetëbesim të tepruar, siç analizohet në studimin e Gervais dhe Odean [18].

6. Përfundime

Fusha e financave të sjelljes korporative është një fushë e re e financës, megjithatë hulumtimet në këtë fushë po zhvillohen gjithnjë e më shumë. Në përgjithësi, studimi i sjelljes në fushën e ekonomisë përqipet të moderojë hipotezat e “homo economicus” brenda paradigmës së racionalitetit perfekt të agjentit ekonomik në financat e ndërmarrjes.

Në literaturën shkencore rreth financave të sjelljes korporative identifikohen dy qasje kryesore:

- Qasja e parë analizon ndikimin që ka sjellja iracionale e investuesve tek drejtuesit racionalë të kompanive;
- Qasja e dytë analizon se si vendimet iracionale të drejtuesve ndikojnë vlerën e një kompanie.

Bazuar në këto dy qasje, duket që shpjegohet më mirë realiteti në lidhje me vendimmarrjen financiare, të investimeve dhe politikave të dividendit. Në fakt, marrja në konsideratë e sjelljes plotëson dimensionin disiplinor dhe produktiv të qeverisjes dhe vizioneve të partneritetit dhe të aksionerëve.

Referenca

1. Charreaux, G. Pour une gouvernance d'entreprise “comportementale”: une reflexion exploratoire. *Revue Francaise de Gestion* 2005; 31; pp. 215–238.
2. Marnet, O. Behavior and Rationality in Corporate Governance. Routledge: Routledge Studies in Corporate Governance 2008; pp. 613–632.
3. DeBondt W. & Thaler R. Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective. NBER Working Paper 1994; No. W4777; pp. 233–268.
4. Baker M., Ruback R. & Wurgler J. Behavioral Corporate Finance: A Survey. NBER Working Paper 2004; n° W10863; pp. 105–168.
5. Jost, J. T., Glaser, J., Sulloway, F. & Kruglanski, A. W. Political conservatism as motivated social cognition. *Psychological Bulletin* 2003; 129; pp. 339–375.
6. Baker, M. & Wurgler, J. Behavioral corporate finance: an updated survey. NBER Working Paper 2011; No.17333; pp. 352–385.
7. Shefrin H. Behavioral Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance* 2001; vol.14; n° 3; pp. 113–126.
8. Shah, P. Behavioral corporate Finance: a New Paradigm shift to understand corporate decisions. *Global Research Analysis* 2013; 2(1); pp. 85–86.
9. DeBondt, Werner F. M. & Thaler, Richard H. Does the stock market overreact? *Journal of Finance* 1985; 40; pp.793-805.
10. Daniel K. & Titman S. Market Efficiency in an Irrational World. *Financial Analysts Journal* 1999; vol. 55; pp. 28-40.
11. Gilovich, T., Griffin, D., & Kahneman D. Heuristics and Biases: The psychology of intuitive judgment. Cambridge; Cambridge University Press; 2002.
12. Kahneman, D. & Tversky A. Choices, Values, and Frames. Cambridge; Cambridge University Press; 2000.
13. Weinstein, Neil D. Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology* 1980; 39; pp. 806-820.
14. Larwood, L. & Whittaker W. Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning. *Journal of Applied Psychology* 1977; 62; pp. 194-198.
15. March, James G. & Shapira, Z. Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science* 1987; 33; pp.1404-1418.
16. Ben-David, I. Optimism in managerial forecasts and plans. University of Chicago working paper 2004; pp. 204-227.
17. Langer, Ellen J. & Roth J. Heads I win tails its chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. *Journal of Personality and Social Psychology* 1975; 32; pp. 951-955.
18. Gervais, S. and Odean, T. Learning to be overconfident. *Review of Financial Studies* 2001; 14; pp. 1-27.