



# Empirisches Forschungsseminar: Just My Luck!



Die Hybris von Managern

Zu Grunde liegender Text für die Folien: Homberg, Fabian, Osterloh, Margit (2010). Fusionen und Übernahmen im Licht der Hybris – Überblick über den Forschungsstand. Journal für Betriebswirtschaft 60, 269-294.



# Inhalt

1. Theoretische Grundlagen der Hybris von CEOs
2. Das Konzept der Hybris
3. Die Messung von Hybris in der CEO-Forschung
4. Empirische Befunde



## Misserfolg von Unternehmensakquisitionen

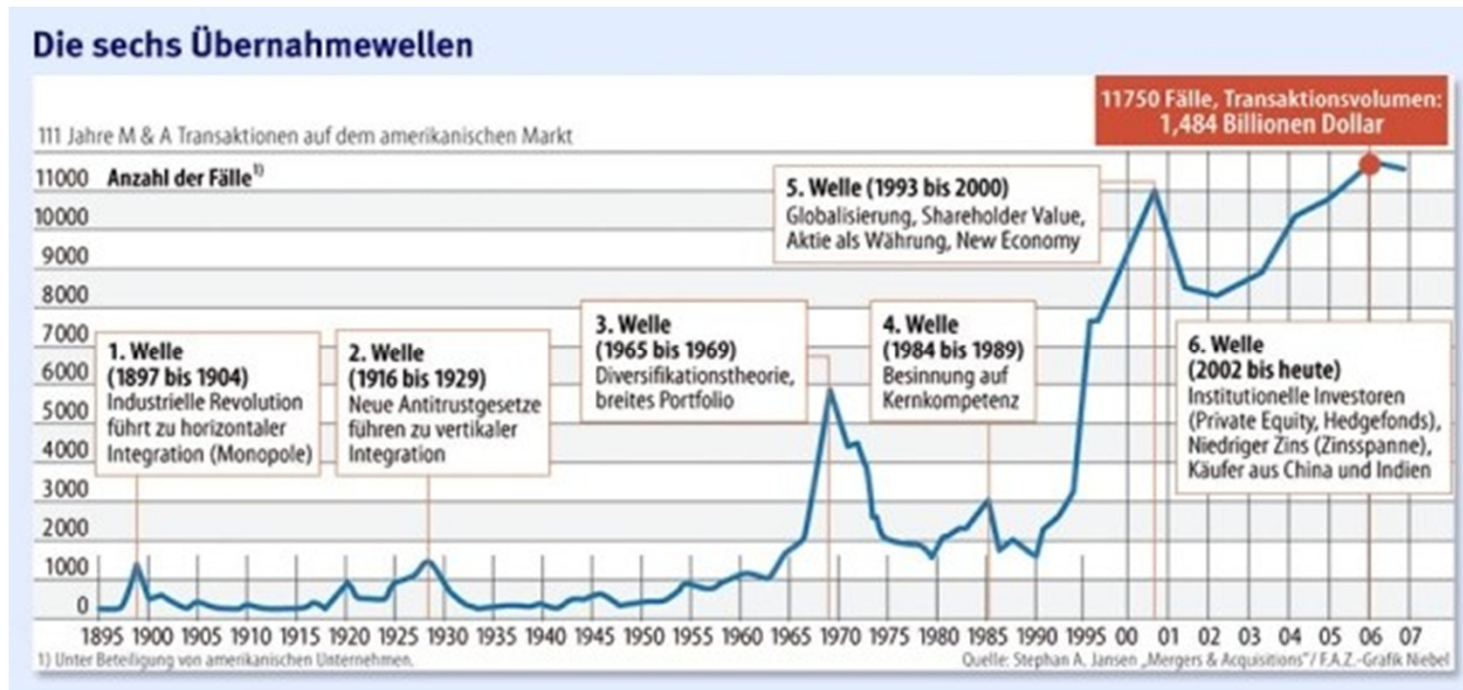
60 % der Manager, die ihr Akquisitionsmanagement als gut bis sehr gut bewerteten, können keine Kurs- oder Umsatzsteigerung verzeichnen.

Akquisitionen stellen sich in der Hälfte aller Fälle als Fehlentscheidungen heraus.

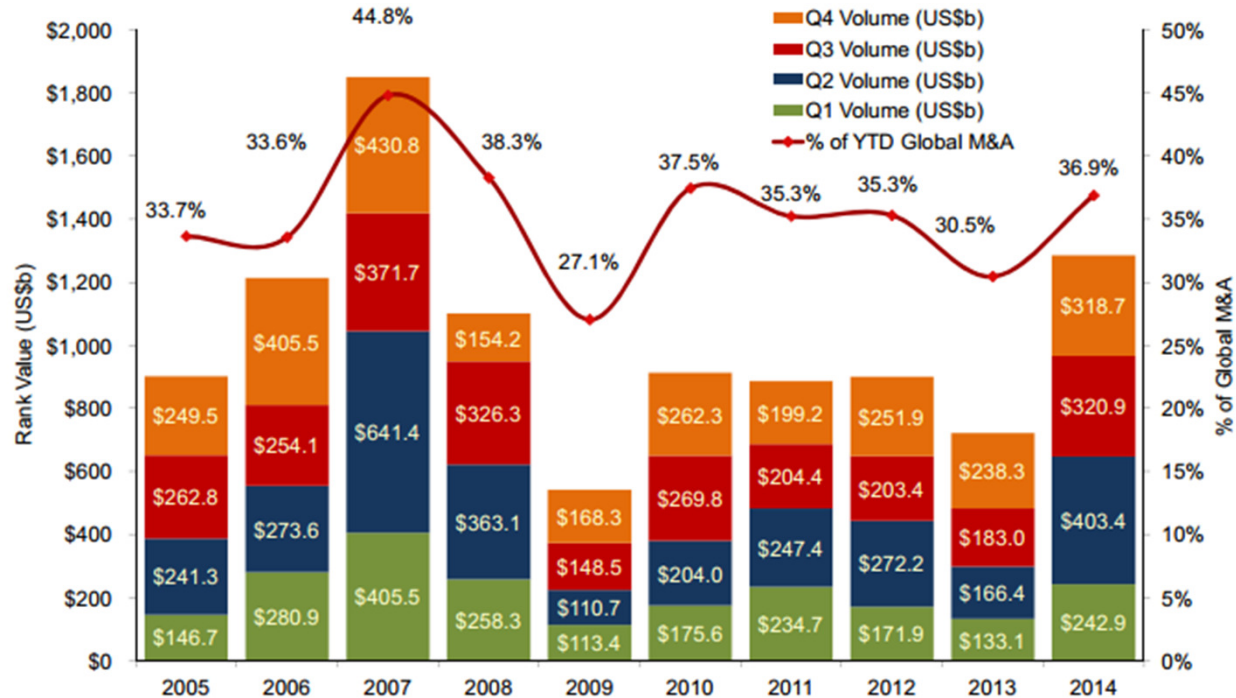
In der Literatur lassen sich unterschiedliche Erklärungen für das Scheitern von Akquisitionen finden

- fehlende oder verzerrte Informationen über tatsächliche Synergieeffekte
- Eigennutz der Manager
- unbewusste Überschätzung der eigenen Fähigkeiten durch das Management der aufnehmenden Unternehmung.

# Fusionswellen seit 1895



# Weltweite transnationale Fusionen





## Entwicklung der Hybris-Forschung

Entstand aus der Kritik am ökonomischen Standardmodell und wird unter dem Begriff «Verhaltensökonomik», «Psychologische Ökonomik», bzw. «Behavioral Finance» zusammengefasst.

Misserfolge in Akquisitionen werden mit psychologischen Erkenntnissen über das Entscheidungsverhalten von Individuen erklärt.

Hauptproblem ist dabei die Entwicklung verlässlicher Indikatoren für Hybris.



## Strömungen im Behavioral Finance

„Irrational investors approach“: Es sollen Über- oder Unterbewertungen bestimmter Anlageprodukte identifiziert werden. Der Finanzmarkt wird dabei als nicht informationseffizient angesehen. Dies führt dazu, dass die Preise am Finanzmarkt nicht den korrekten Wert einer Anlage abbilden.

„Irrational managers approach“: Es sollen Einflussfaktoren identifiziert werden, die zu Fehlentscheidungen von Managern führen, und deren Auswirkungen zu analysieren. Die Händler sind in der Lage, die Fehlentscheidungen der Manager zu erkennen und ihren Vorteil daraus zu ziehen. Diese Fehlentscheidungen führen auf effizienten Informationsmärkten, welche die Informationen aggregieren, zu Kursreduktionen.



# Inhalt

1. Theoretische Grundlagen der Hybris von CEOs
- 2. Das Konzept der Hybris**
3. Die Messung von Hybris in der CEO-Forschung
4. Empirische Befunde





## “Hubris is exaggerated self-confidence, with the connotation that retribution will follow.”

Der Begriff „Hybris“ bezeichnete in der Antike frevelhaften Übermut, Selbstüberhebung und Vermessenheit gegenüber den griechischen Göttern.

Gemäß von Roll (1986) führt Selbstüberschätzung („Hybris“ oder „overconfidence“) der Entscheidungsträger – ausgelöst durch Stolz, übertriebene Eitelkeit oder extrem ausgeprägtes Selbstvertrauen – zu Überbewertungen von Zielunternehmen und folglich zu einem zu hohen Kaufpreis.

„(. . .) overconfident managers feel that they have the ability to identify hidden synergies and pick promising targets that others cannot.“ (Doukas und Petmezas 2007: 537).



## Ursachen der Selbüberschätzung

**Self-Attribution Bias.** Dieser besagt, dass bei Erfolgen ein zu hoher Anteil und bei Misserfolgen ein zu geringer Anteil den eigenen Handlungen zugeschrieben wird (Kahnemann 2003; Kahnemann und Tversky 1986): „(. . .) self-attribution of past success leads to hubris in future decision making“ (Billet und Qian 2005: 22).

**Better than average-Effekt.** Individuen neigen dazu, ihre eigenen Fähigkeiten höher einzuschätzen als die anderer Individuen. Z.B. schätzt einer Umfrage zufolge eine Mehrheit von Autofahrern ihre Fahrqualitäten höher als die des Durchschnitts ein (Svenson, 1981).



## Verwandte Begriffe

Mit dem Begriff der Hybris verwandt ist der des Narzissmus.

Einige Autoren stellen Narzissmus als einen von mehreren Faktoren dar, die Hybris auslösen können (Kroll et al. 2000).

Andere Autoren sehen Hybris als kurzfristigen Zustand während Narzissmus als eine tief verwurzelte Persönlichkeitseigenschaft begriffen wird (Chatterjee und Hambrick 2007).

In der psychologischen Forschung wird Narzissten eine Übersensibilität für und eine aktive Suche nach Feedback attestiert (Morf und Rhodewalt 2001).

In der ökonomischen Hybris-Forschung, wird hingegen fehlendes Feedback als ein Auslöser für Hybris angesehen (Malmendier und Tate 2008)

“...celebrity does not involve attributions to other factors such as luck, environmental conditions, or the actions of other individuals and teams in the firm.”

## Entstehung von Hybris bei CEOs

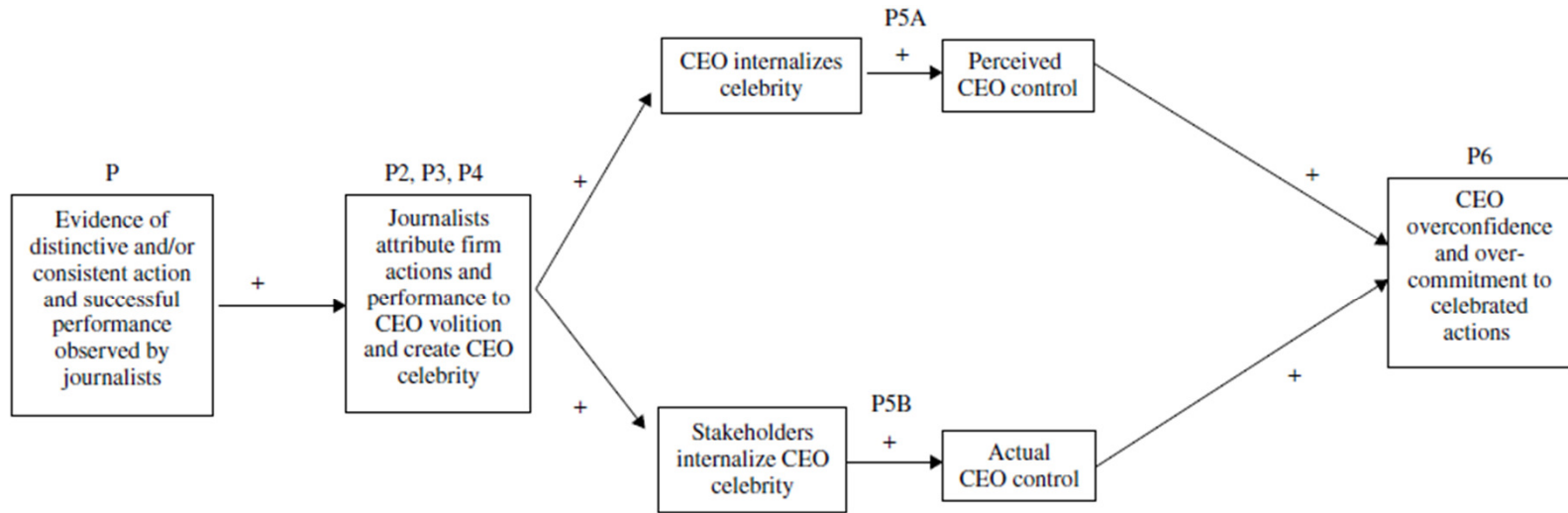


Figure 1. The causes and consequences of CEO celebrity



## Konsequenzen von Hybris bei CEOs

As Daniel Vassella, CEO of Novartis, notes: . . . You are idealized by the outside world, and there is a natural tendency to believe that what is written is true. It isn't though—no CEO is as good (or as bad) as the media makes him or her out to be. Nevertheless many come to believe their own press. Then it becomes difficult if not impossible to change the course you and your company are on . . . You must make the targets—must keep delivering record results at whatever cost to continue the celebration. (*Fortune*, 2002: 112) Together these arguments suggest that a celebrity CEO will become less willing or able to consider strategic alternatives thoroughly, thereby increasing the degree of strategic inertia in the behavior of her firm.



## Konsequenzen von Hybris bei CEOs

CEO celebrity negatively impacts strategic decision making and firm performance

- Underestimation of the speed, intensity, and quality of competitors' responses to an initiative, of potential for external environmental factors, or internal features of their firm
- Overestimation of expected returns from investing in new products or entering new markets
- Escalated commitment to a given course of action (believe that she can reverse undesirable outcomes by allocating more resources and effort to the chosen strategy; tendency to repeat actions that have made the firm successful in the past; by acting consistently with her celebrity, the CEO can better meet the expectations of stakeholders who believe that she is a celebrity )

# Concept of Core Self-Evaluation

Hiller, Nathan J., Hambrick, Donald, C. (2005). Conceptualizing executive hubris: the role of (hyper-) core self-evaluations in strategic decision-making, *Strategic Management Journal* 26 (4), 297-319.

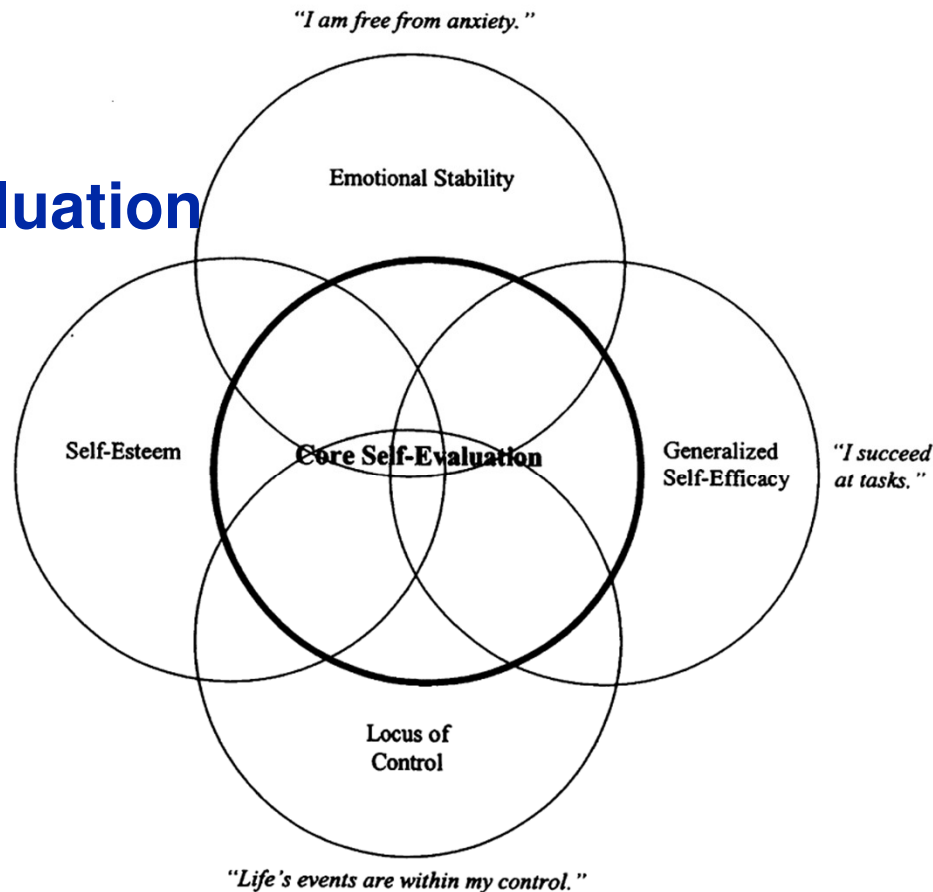
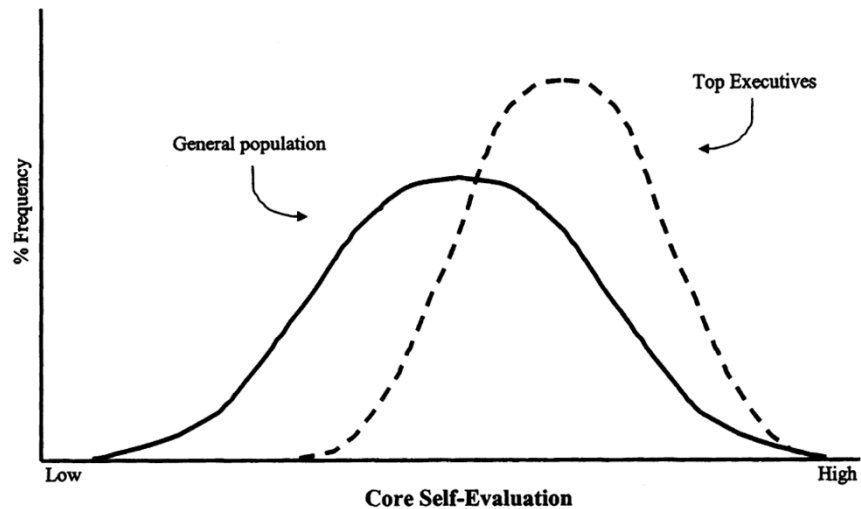
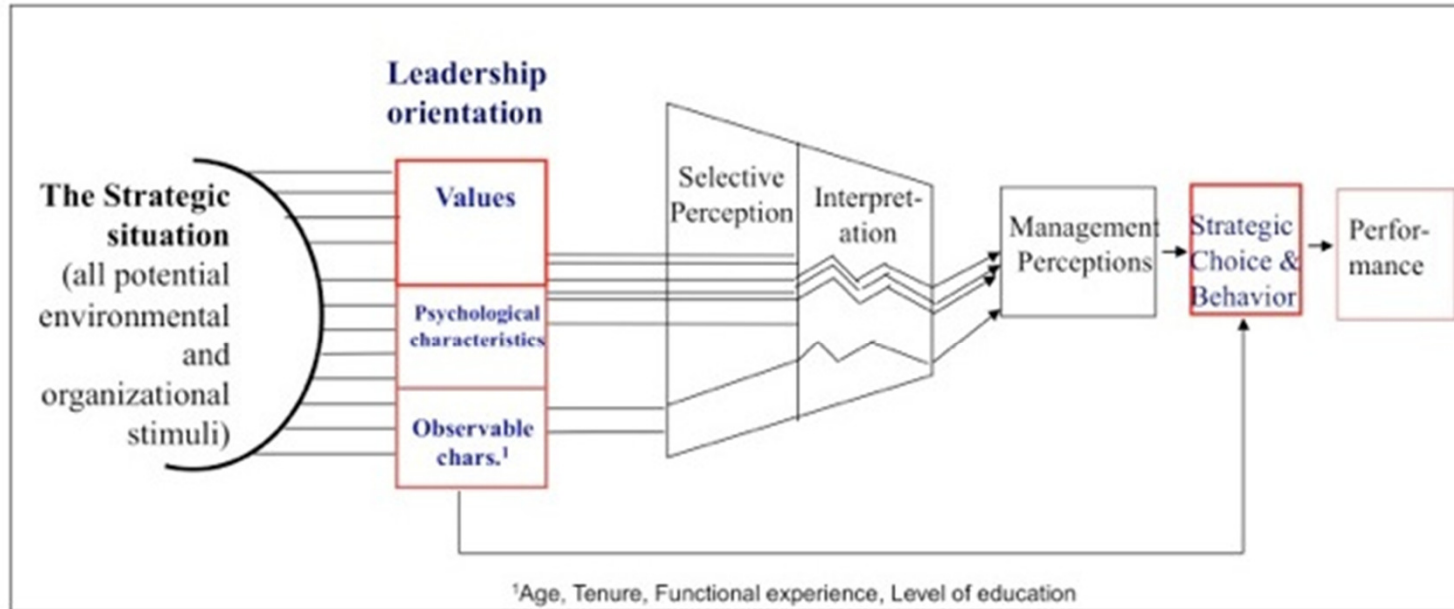


Figure 1. Qualitative portrayal of the conceptual space occupied by CSE

# Upper Echelons Theory



Source: Adapted from Hambrick and Mason (1984), Finkelstein and Hambrick (1996)



# Effekte von Core Self-Evaluation auf Unternehmen

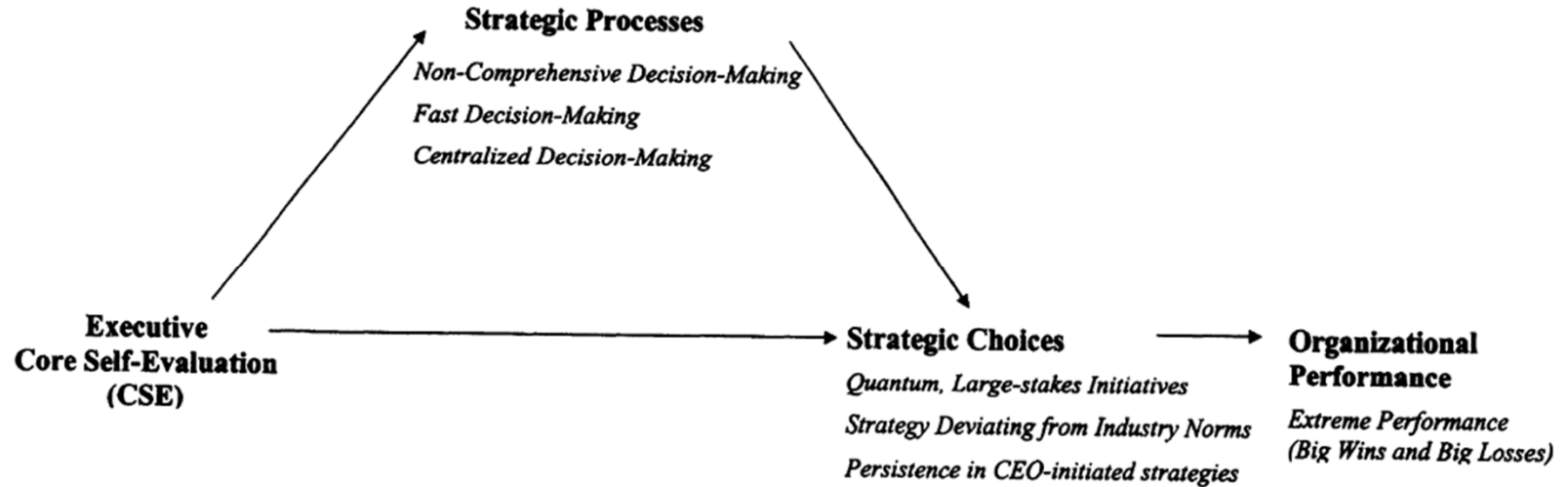


Figure 3. Effects of executive CSE on strategic processes, strategic choices, and organizational performance



# Inhalt

1. Theoretische Grundlagen der Hybris von CEOs
2. Das Konzept der Hybris
- 3. Die Messung von Hybris in der CEO-Forschung**
4. Empirische Befunde



## Forschungsproblem

Managerinnen und Manager stellen sich üblicherweise nicht für psychologische Tests zur Verfügung.

Deshalb wird nach beobachtbaren Indikatoren für Hybris gesucht, von denen gezeigt werden kann, dass es einen signifikanten statistischen Zusammenhang zwischen ihnen und einer Wertvernichtung durch Akquisitionen gibt.

Die Ermittlung verlässlicher Hybris-Indikatoren stellt das Hauptproblem der Hybris-Forschung dar.



## Indikatoren zur Erfassung der Hybris (1)

**Wertzuwachskorrelationen.** Mit Hilfe der abnormalen Renditen wird die Veränderung des Marktwertes des Zielunternehmens und des kaufenden Unternehmens berechnet. Dieses Vorgehen setzt voraus, dass sowohl Käufer als auch Zielunternehmen börsennotiert sind. Im Hybrisfall besteht kein Zusammenhang zwischen dem Wertzuwachs der Zielunternehmung und dem gesamten Wertzuwachs der (angenommenen) fusionierten Unternehmung.

**Markt-Buchwertverhältnis.** „Glamour stocks“ sind Aktien die durch ein hohes Markt- Buchwert-Verhältnis gekennzeichnet sind. „Value stocks“ Aktien sind durch ein niedriges Markt- Buchwert-Verhältnis gekennzeichnet. Investoren tendieren („representative heuristic“) dazu in „glamour stocks“ zu investieren. Bei Managern von „glamour firms“ entwickelt sich eher Hybris.



## Indikatoren zur Erfassung der Hybris (2)

**Managementvergütung.** (1) Verhältnis des CEO-Gehalts zum Gehalt des zweitbestbezahlten Mitarbeiters der Unternehmung gilt als „Selbstherrlichkeitsmaß“, da der CEO Einfluss auf die Vergütung hat. (2) Wenn das Management Aktienoptionen bis kurz vor Ablauf hält, gilt dies als ein Zeichen von Selbstüberschätzung. Manager sollten ihre Aktienoptionen schnell ausüben, sobald diese „in-the-money“ sind, weil sie ihr Risiko nicht diversifizieren können.

**Akquisitionshäufigkeit.** CEOs neigen zur Selbstüberschätzung, wenn sie zuvor schon in erfolgreichen Akquisitionsgeschäften tätig waren. Beruht auf dem „Self-Attribution Bias“, welcher besagt, dass Individuen dazu neigen, positive Ereignisse dem eigenen Können zuzuschreiben. Dagegen werden negative Ereignisse eher durch Pech oder widrige Umstände erklärt..



## Indikatoren zur Erfassung der Hybris (3)

**Pressemitteilungen.** Person mit Hybris leben gesteigerten Wert auf eine namentliche Erwähnung. Es wird gezählt, wie oft der CEO mit Namen in allen Pressemitteilungen der Firma genannt wird und durch die Gesamtanzahl der Worte in den Mitteilungen geteilt.

**Jahresberichte.** Jedes Foto eines CEOs wird mit einer Punktzahl von 1 bis 4 bewertet. Die Bewertung unterscheidet sich nach Größe des Fotos und Anzahl der abgebildeten Personen.



## Indikatoren zur Erfassung der Hybris (4)

**Anzahl der Berichte in Zeitungen und Zeitschriften.** Berichte über eine Person, die maximal drei Jahre vor dem Akquisitionszeitpunkt erschienen sind, werden im Hinblick auf positive oder negative Aussagen über die entsprechende Person analysiert.

**Beschreibung der CEOs.** Die Beschreibungen der CEOs in führenden Wirtschaftszeitschriften werden nach bestimmten Wörtern ausgezählt (z.B. „confident“ und „optimistic“ für Selbstüberschätzung sowie „conservative“ und „cautious“ für rationale Entscheider).

**Pronomen.** Aus Interviews mit dem CEO wird der Prozentsatz der Pronomen errechnet, mit dem der CEO sich selbst in der ersten Person Singular beschreibt.



## Indikatoren zur Erfassung der Hybris (5)

**Nicht-monetäre Vergünstigungen & Privilegie.** Als Beispiel für die Gewährung besonderer Privilegien, kann die private Nutzung eines Firmenjets durch den CEO betrachtet werden. Es wurde untersucht, ob eine solche zweckfremde Nutzung einen Einfluss auf den Erfolg oder Misserfolg des Unternehmens hat



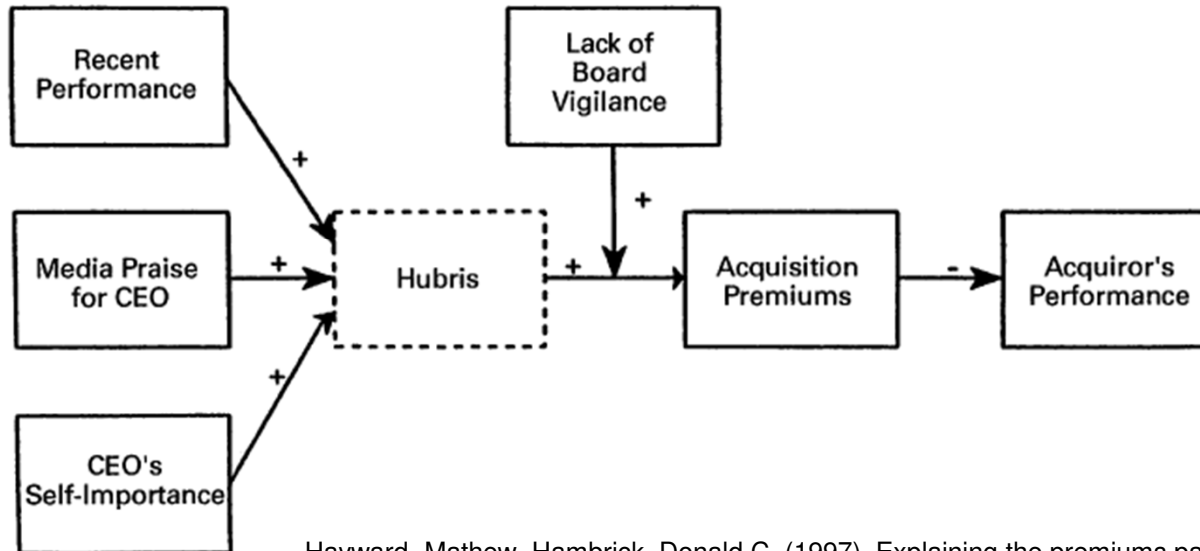


# Inhalt

1. Theoretische Grundlagen der Hybris von CEOs
2. Das Konzept der Hybris
3. Die Messung von Hybris in der CEO-Forschung
- 4. Empirische Befunde**

# Hayward, Mathew, Hambrick, Donald C. (1997)

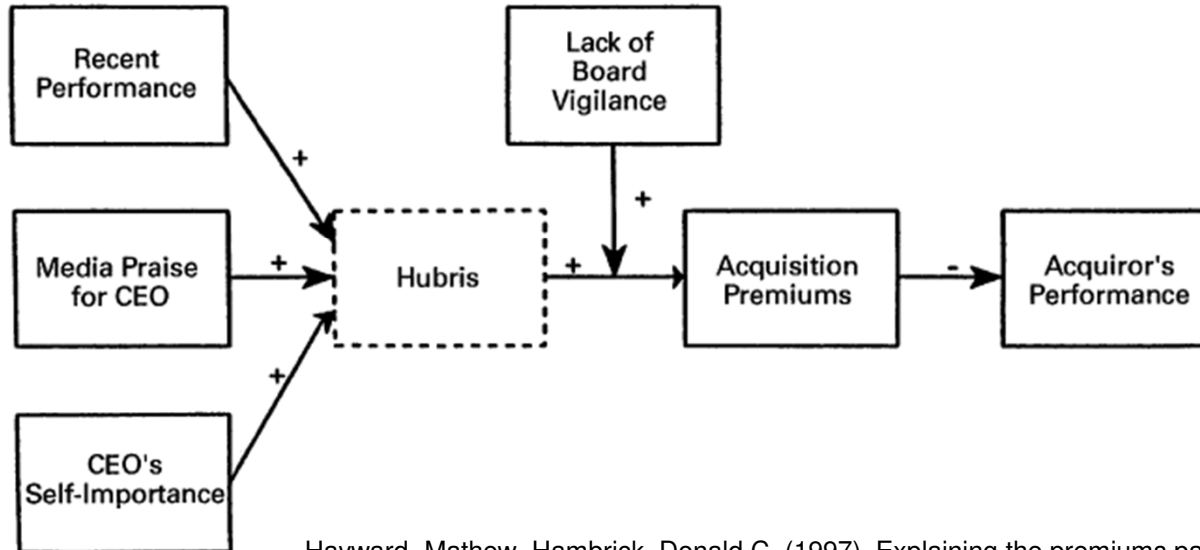
Figure 1. Model of the role of CEO hubris in large acquisitions.



Hayward, Mathew, Hambrick, Donald C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris, *Administrative Science Quarterly* 42, 103-127.

# Hayward, Mathew, Hambrick, Donald C. (1997)

Figure 1. Model of the role of CEO hubris in large acquisitions.



Hayward, Mathew, Hambrick, Donald C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris, *Administrative Science Quarterly* 42, 103-127.

## Hayward, Mathew, Hambrick, Donald C. (1997)

**Acquisition Premiums: Results of Multiple Regression Analysis\***

Variable	Model 1	Model 2	Model 3
Recent acquiror performance	–	.004 <sup>**</sup> (.001)	–
Media praise for CEO	–	.016 <sup>**</sup> (.008)	–
CEO relative pay	–	.152 <sup>**</sup> (.081)	–
Hubris factor	–	–	.170 <sup>***</sup> (.037)
Combined CEO/chair	–	–	.113 (.090)
% Inside directors	–	–	.134 (.252)
Smallness of outside director holdings	–	–	.022 (.021)
<i>N</i>	106	102	100
<i>R</i> square	.142	.319 <sup>***</sup>	.326 <sup>***</sup>

\*  $p < .10$ ; \*\*  $p < .05$ ; \*\*\*  $p < .01$ .

\* Standard errors are in parentheses. Model 1: control variables; model 2: control variables and hubris variables; and model 3: control variables, hubris factor, and board vigilance variables.



## Hayward, Mathew, Hambrick, Donald C. (1997)

### Acquisition Premiums: Interaction Terms between Hubris and Board Vigilance\*

Interaction term	Interaction coefficient	Standard error	$R^2$
Hubris factor × combined CEO/chair	.364 <sup>***</sup>	.157	.367 <sup>***</sup>
Hubris factor × % of inside directors	.620 <sup>***</sup>	.242	.374 <sup>***</sup>
Hubris factor × smallness of outside director holdings	.020	.029	.330 <sup>***</sup>

•  $p < .10$ ; ••  $p < .05$ ; •••  $p < .01$ .

\* The results are for the addition of respective interaction terms to model 3; reported are coefficients, standard errors, and  $R$  squares.

Hayward, Mathew, Hambrick, Donald C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris, *Administrative Science Quarterly* 42, 103-127.

## Hayward, Mathew, Hambrick, Donald C. (1997)

**Postacquisition Performance: Results of Multiple Regression Analysis (N = 94)\***

Variable	Immediate Returns		1-Year Returns		
	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
Target financial synergies	-.007 (.014)	-.007 (.014)	-.129 <sup>***</sup> (.040)	-.120 <sup>***</sup> (.039)	-.129 <sup>***</sup> (.040)
Acquisitions premiums	-	.002 (.034)	-	-.208 <sup>**</sup> (.093)	-
Hubris factor	-	-	-	-	-.083 <sup>**</sup> (.034)
R square	.089	.092	.155	.201 <sup>**</sup>	.204 <sup>**</sup>

•  $p < .10$ ; \*\*  $p < .05$ ; \*\*\*  $p < .01$ .

\* Standard errors are in parentheses. Models 4 and 6: control variables; model 5: control variables, acquisition premium, and hubris factor; and model 7: control variables and hubris factor.

## Tang, Yi et al. (2015)

Table 2. Regression analysis of CEO hubris on a firm's CSR

	CSR strength				
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
CEO hubris	-0.086*	-0.088*	-0.079†	-0.081*	-0.083*
	(-2.17)	(-2.15)	(-1.95)	(-1.97)	(-2.00)
CEO hubris × firm size		-0.016	0.006	0.003	0.001
		(-0.68)	(0.24)	(0.14)	(0.06)
CEO hubris × slack			-0.181**	-0.198**	-0.183*
			(-2.71)	(-2.68)	(-2.46)
CEO hubris × market uncertainty				0.348†	0.354†
				(1.74)	(1.72)
CEO hubris × market competition					0.053
					(0.59)
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted $R^2$	0.908	0.908	0.908	0.908	0.908
Observations	1,925	1,925	1,925	1,925	1,925



## Tang, Yi et al. (2015)

	CSR concern				
	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
CEO hubris	0.057*	0.060*	0.061*	0.064*	0.069*
	(1.97)	(2.12)	(2.06)	(2.19)	(2.37)
CEO hubris × firm size		0.032*	0.035*	0.038*	0.042*
		(2.14)	(1.99)	(2.27)	(2.39)
CEO hubris × slack			-0.023	-0.003	-0.035
			(-0.40)	(-0.05)	(-0.67)
CEO hubris × market uncertainty				-0.433**	-0.445***
				(-3.34)	(-3.56)
CEO hubris × market competition					-0.113†
					(-1.94)
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted $R^2$	0.865	0.865	0.865	0.865	0.865
Observations	1,925	1,925	1,925	1,925	1,925



# Wade, James B. et al. (2006)

## Results of Fixed-Effects Regression Analysis for Performance<sup>a</sup>

Variable	Market Return			Return on Equity	
	Model 1	Model 2	Model 3 <sup>b</sup>	Model 4	Model 5
ROE	-0.42** (0.05)	-0.41** (0.05)	-0.45** (0.11)		
Market return				0.06** (0.02)	0.06** (0.02)
Total assets, lagged	-4.87 (4.28)	-5.06 (4.26)	-3.19 (6.18)	-6.30* (3.52)	-6.31* (3.53)
Industry return	0.44** (0.07)	0.44** (0.07)	0.39** (0.12)	0.04 (0.05)	0.04 (0.05)
CEO tenure	0.12 (0.24)	0.13 (0.25)	0.19 (0.30)	-0.17 (0.20)	-0.17 (0.20)
Institutional ownership	-89.25** (15.07)	-88.64** (15.02)	-160.87** (54.45)	0.89 (12.71)	0.88 (12.71)
Outside CEO	11.73** (3.95)	12.20** (3.93)	0.38 (6.19)	-1.72 (3.23)	-1.70 (3.23)
New CEO	2.01 (3.17)	0.57 (3.20)	-1.10 (3.44)	-4.30* (2.60)	-4.35* (2.63)
1993	-0.85 (2.33)	-1.20 (2.33)	10.23** (3.30)	1.66 (1.98)	1.65 (1.98)
1994	-13.23** (2.27)	-13.68** (2.36)		5.04** (1.96)	5.03** (1.97)
1995	19.04** (2.57)	18.46** (2.57)	44.49** (5.45)	6.04** (2.29)	6.03** (2.29)
1996	9.45** (2.69)	8.79** (2.69)	36.13** (6.00)	5.86** (2.20)	5.84** (2.21)
Medal winner this year		-8.33** (2.64)	-11.18** (2.86)		-0.26 (2.16)
Medals won in last five years		-0.21 (1.45)	0.14 (1.58)		-0.03 (1.19)
Market return, lagged			0.16** (0.05)		



# Wade, James B. et al. (2006)

## CEO Total Compensation

Variable	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5 <sup>a</sup>
ROE	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
Market return	0.00** (0.00)	0.00** (0.00)	0.00** (0.00)	0.00* (0.00)	0.00** (0.00)
Total assets, lagged	0.09 (0.07)	0.09 (0.07)	0.11 <sup>†</sup> (0.07)	0.10 <sup>†</sup> (0.07)	0.202** (0.02)
Industry return	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
CEO tenure	0.03** (0.01)	0.02* (0.01)	0.02* (0.01)	0.02* (0.01)	0.02* (0.01)
CEO tenure squared	-0.00** (0.00)	-0.00** (0.00)	-0.00** (0.00)	-0.00** (0.00)	-0.00* (0.00)
Institutional ownership	0.46* (0.27)	0.47* (0.27)	0.47* (0.27)	0.45* (0.27)	0.65** (0.23)
Outside CEO	0.10 <sup>†</sup> (0.07)	0.09 <sup>†</sup> (0.07)	0.09 (0.07)	0.09 <sup>†</sup> (0.07)	0.17* (0.08)
New CEO	0.05 (0.06)	0.06 (0.06)	0.06 (0.06)	0.06 (0.06)	0.10* (0.06)
1993	0.10* (0.04)	0.11** (0.04)	0.10** (0.04)	0.11** (0.04)	0.08* (0.04)
1994	0.37** (0.04)	0.38** (0.04)	0.37** (0.04)	0.38** (0.04)	0.35** (0.04)
1995	0.44** (0.05)	0.45** (0.05)	0.44** (0.05)	0.45** (0.05)	0.41** (0.05)
1996	0.57** (0.05)	0.59** (0.05)	0.57** (0.05)	0.59** (0.05)	0.53** (0.04)
Medal winner this year		0.10* (0.05)	0.10* (0.05)	0.10* (0.05)	0.10* (0.05)
Medals won in last five years		0.05* (0.03)	0.00 (0.03)	0.04 <sup>†</sup> (0.03)	0.04 (0.03)
Medals won in last five years × ROE			0.00** (0.00)		0.00** (0.00)
Medals won in last five years × market return				0.00** (0.00)	

Wade, James B. et al. (2006). The burden of celebrity: The impact of CEO certification contests on CEO pay and performance, *Academy of Management Journal* 49 (4), 643-660.

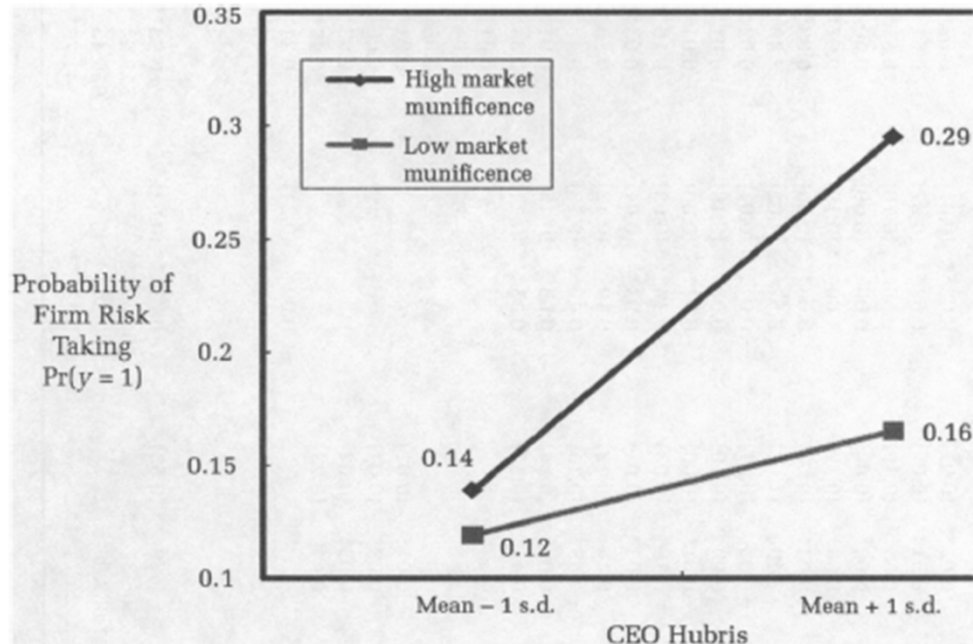
## Li, Jiatao, Tang, Yi (2010)

Logit Estimates of Firm Risk Taking<sup>a</sup>

Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
CEO hubris		0.34*** (0.11)	0.29** (0.11)	0.41*** (0.12)	0.33*** (0.11)	0.34** (0.12)
CEO hubris × market munificence			5.71** (2.32)			5.31* (2.37)
CEO hubris × market complexity			0.04** (0.01)			0.04** (0.01)
CEO hubris × market uncertainty			-0.04 (0.17)			-0.06 (0.18)
CEO hubris × firm age				-0.01* (0.01)		-0.01* (0.01)
CEO hubris × firm size				-0.08* (0.04)		-0.06 (0.04)
CEO hubris × firm R&D intensity				0.03* (0.02)		0.03* (0.02)
CEO hubris × chair-CEO duality				0.44* (0.23)		0.47* (0.24)
CEO hubris × state-owned firm					0.09 (0.21)	0.21 (0.24)
CEO hubris × politically appointed CEO					-0.55** (0.21)	-0.42* (0.22)

## Li, Jiatao, Tang, Yi (2010)

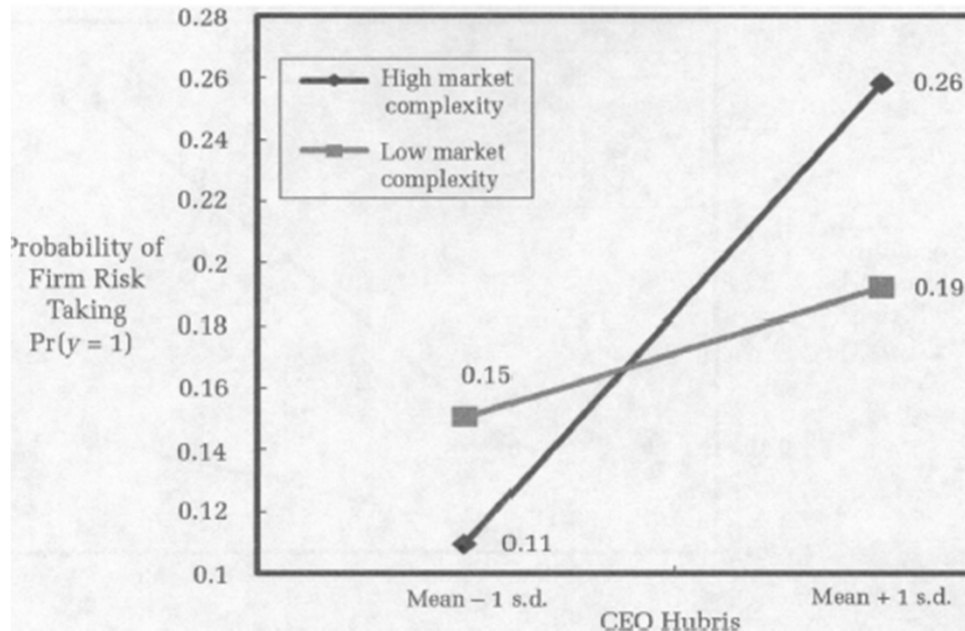
**FIGURE 1**  
**Moderating Effect of Market Munificence**



Li, Jiatao, Tang, Yi (2010). CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion, *Academy of Management Journal* 53 (1), 45-68.

## Li, Jiatao, Tang, Yi (2010)

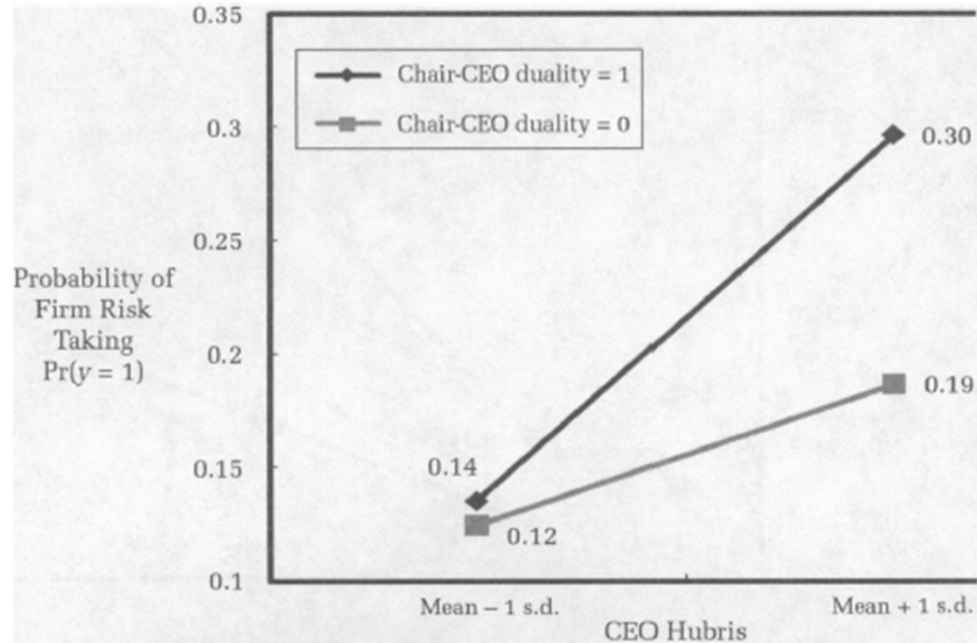
**FIGURE 2**  
**Moderating Effect of Market Complexity**



Li, Jiatao, Tang, Yi (2010). CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion, *Academy of Management Journal* 53 (1), 45-68.

## Li, Jiatao, Tang, Yi (2010)

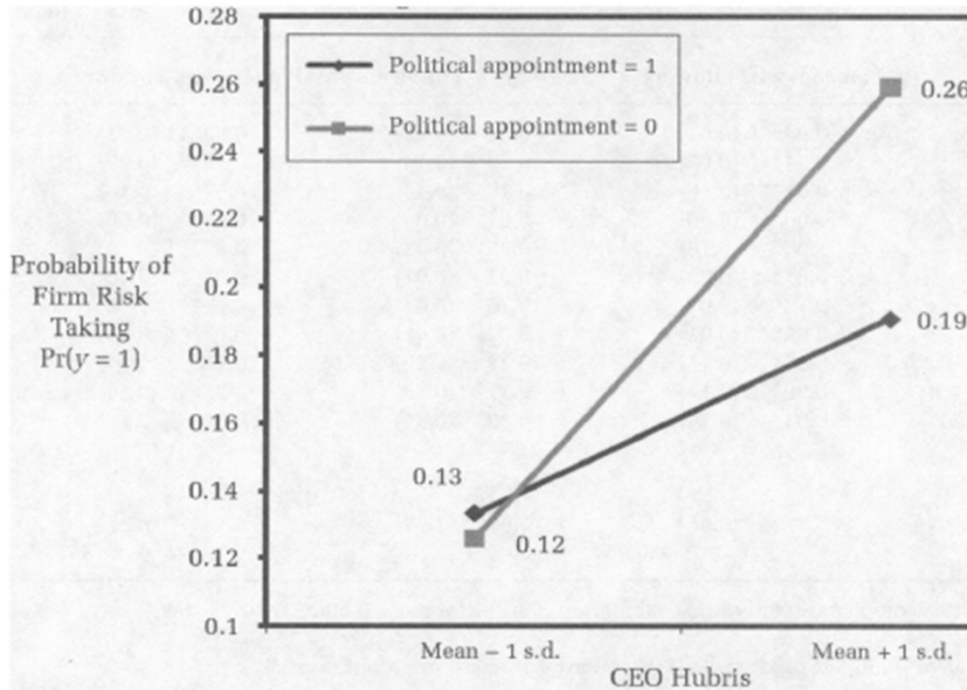
**FIGURE 5**  
**Moderating Effect of Chair-CEO Duality**



Li, Jiatao, Tang, Yi (2010). CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion, *Academy of Management Journal* 53 (1), 45-68.

# Li, Jiatao, Tang, Yi (2010)

**FIGURE 6**  
**Moderating Effect of CEO Political Appointment**



Li, Jiatao, Tang, Yi (2010). CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion, *Academy of Management Journal* 53 (1), 45-68.