

Федеральное государственное автономное образовательное
учреждение высшего образования
«Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

На правах рукописи

Анилов Артем Эдуардович

**Компенсация CEO, избыточная самоуверенность и решения о выплатах
собственникам**

РЕЗЮМЕ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:

д.э.н. Ивашковская Ирина Васильевна

JEL: G34, G35, G41

Москва – 2020

Диссертационное исследование выполнено в школе финансов факультета экономических наук Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики».

Генеральные директора компаний (Chief Executive Officer, далее – CEO) считаются одними из ключевых фигур, принимающих решения. Несмотря на то, что корпоративные финансовые решения должны быть одобрены акционерами и советами директоров, которые представляют интересы акционеров, согласно опросам, именно руководители компаний (в том числе и CEO) считают себя главными в принятии решений [Brav et al, 2005]. Поэтому последние исследования подчеркивают тот факт, что на корпоративные решения влияют не только показатели деятельности компаний, но и характеристики высшего руководства, особенно CEO. Эти характеристики могут иметь как рациональную основу, например, условия компенсации CEO [Fenn, Liang, 2001] или несклонность к риску [Graham et al., 2013], так и быть иррациональными по отношению к корпоративным решениям. К ним относятся, например, личные финансовые предпочтения [Cronqvist et al., 2012], пережитые негативные события в детстве или в начале карьеры [Dittmar, Duchin, 2016; Bernile et al., 2017], а также поведенческие аномалии, такие как избыточная самоуверенность [Malmendier, Tate, 2005] и другие. Рациональные стимулы компенсации и иррациональные поведенческие аномалии могут также влиять на корпоративные решения одновременно [Gervais, Heaton, Odean, 2011]. К корпоративным решениям, на которые оказывают влияние характеристики CEO, относятся и решения о выплатах собственникам.

Результаты исследований политики выплат в последние годы показывают, что решения о выплатах собственникам зависят от характеристик CEO и других руководителей компании. К этим

характеристикам относятся компенсационные стимулы CEO [Caliskan, Doukas, 2015; Burns et al., 2015; Geiler, Renneboog, 2016; Wu, Wu, 2020] и избыточная самоуверенность [Ben-David et al., 2007; Deshmukh et al., 2013; Shu et al., 2013; Banerjee, Humphery-Jenner, Nanda, 2018].

Во-первых, авторы исследований показали, что различные типы компенсации CEO (например, компенсация, основанная на стоимости собственного капитала, компенсация в форме внутреннего долга (inside debt)) влияют на решения о выплатах собственникам. Компенсация, основанная на стоимости собственного капитала, может способствовать снижению уровня совокупных выплат акционерам [Fenn, Liang, 2001; Cuny, Martin, Puthenpurackal, 2009] и выплат в виде дивидендов [Burns et al., 2015; Geiler, Renneboog, 2016], если такая компенсация не защищена от негативного влияния дивидендных выплат на стоимость ценных бумаг, лежащих в ее основе, что характерно для компенсации в виде опционов. При этом компенсация, основанная на стоимости собственного капитала, может стимулировать повышение выплат собственникам через программы выкупа акций [Fenn, Liang, 2001; Aboody, Kasznik, 2008], так как выкуп акций не оказывает негативное влияние на стоимость портфеля акций или опционов у CEO.

CEO с компенсацией в виде внутреннего долга будет поддерживать более высокий уровень выплат в виде дивидендов [Caliskan, Doukas, 2015; Wu, Wu, 2020], хотя при этом влияние данного типа компенсации на решения о выкупе акций на данный момент не подтверждено. Внутренний долг приводит интересы CEO в соответствие интересам держателей долга компании и стимулирует несклонность к риску, что может приводить к уменьшению набора привлекательных инвестиционных проектов и повышению уровня дивидендов.

Во-вторых, существующие исследования показали, что избыточно самоуверенные CEO поддерживают более низкий уровень дивидендных выплат [Ben-David et al., 2007; Deshmukh et al., 2013]. С другой стороны,

такие CEO могут быть более склонны к выкупу акций [Shu et al., 2013; Banerjee, Humphery-Jenner, Nanda, 2018]. Избыточно самоуверенные CEO могут считать акции компании недооцененными рынком и в целом иметь завышенные оценки стоимости компании. Кроме того, так как компенсация таких CEO в основном привязана к рыночной стоимости акций и/или опционов [Humphery-Jenner et al., 2016], они могут быть более склонны к выкупу акций для увеличения стоимости своего портфеля.

Наконец, с учетом полученных результатов о том, что избыточная самоуверенность CEO способствуют установлению более низких уровней выплат дивидендов в виде денежных средств, в академической литературе возник вопрос о возможности мониторинга поведенческих аномалий CEO с целью защиты благосостояния акционеров от негативного воздействия данных аномалий. Было показано, что негативное воздействие поведенческих аномалий на корпоративные решения может быть значительным, если система корпоративного управления не справляется с задачами мониторинга поведения CEO с целью принятия ими рациональных решений [Baker, Wurgler, 2012]. Теория корпоративного управления, которая продемонстрировала, что советы директоров – один из основных инструментов защиты интересов акционеров, была дополнена новыми результатами о том, что советы директоров могут влиять на поведенческие аномалии CEO [Kolasinski, Li, 2013; Banerjee, Masulis, Upadhyay, 2018] и приводить к повышению уровня дивидендов в виде денежных средств в компаниях с излишне самоуверенными CEO [Banerjee et al., 2015]. Авторы соглашаются с тем, что более эффективно действующий совет директоров определяет оптимальный набор инструментов вознаграждения CEO, которые воздействуют на его поведенческие аномалии внутри компании и стимулируют CEO принимать рациональные решения, которые были бы оптимальными для благосостояния акционеров и эффективности компании.

Несмотря на то, что исследователи уже показали, что характеристики CEO могут оказывать влияние на политику выплат, и что данное влияние

может быть снижено улучшением системы корпоративного управления, мы выделили несколько направлений, в рамках которых могут быть получены новые результаты. Во-первых, было показано, что внутренний долг не оказывает влияние на уровень выкупа акций и на выбор способа выплат собственникам [Wu, Wu, 2020; Borah et al., 2020]. Так как величина и важность выкупа акций продолжают возрастать, мы считаем, что данная зависимость должна быть дополнительно проверена на более поздних данных.

Во-вторых, различные компоненты внутреннего долга (пенсии и отложенная компенсация) могут предоставлять CEO различные стимулы, так как обязательства по пенсионному обеспечению являются более долгосрочными, чем по отложенной компенсации. Несмотря на это, исследователи не обнаружили различий во влиянии обязательств по пенсионному обеспечению и отложенной компенсации на решения о выплатах собственникам.

В-третьих, для измерения излишней самоуверенности было разработано несколько подходов. Два из них считаются наиболее надежными: первый подход использует данные о цене исполнения опциона и о дате его исполнения для того, чтобы рассчитать меру самоуверенности, меняющуюся во времени [Deshmukh et al., 2013]. В то же время второй подход подразумевает расчет меняющейся во времени меры излишней самоуверенности, используя данные о стоимости и количестве опционов, которые еще не исполнены, но для которых прошел срок запрета на их исполнение [Banerjee, Humphery-Jenner, Nanda, 2018]. Мы полагаем, что второй подход может принимать во внимание не только излишнюю самоуверенность, но и компенсационные стимулы, так как он основывается на стоимости опционов, которыми владеет CEO и которые он получил в рамках компенсационных схем. Хотя отдельное применение данных двух подходов дает похожие результаты на различных выборках, может быть интересным проверить устойчивость результатов на единой выборке.

В-четвертых, для исследования возможностей советов директоров снизить влияние избыточной самоуверенности на корпоративные решения, в том числе на решения о выплатах собственникам, в предшествующих исследованиях в качестве меры качества корпоративного управления использовалось принятие закона Сарбейнса-Оксли в 2002 году [Banerjee et al., 2015]. Несмотря на то, что результаты подтвердили изначальную гипотезу о том, что улучшенное качество корпоративного управления повысило уровень выплат собственникам в компаниях с излишне самоуверенными CEO, данный эффект мог быть вызван налоговой реформой 2001 года. Поэтому мы считаем, что данный результат нуждается в дальнейшей проверке, в том числе с использованием иных мер качества корпоративного управления.

В-пятых, предыдущие исследования рассматривали компенсационные стимулы CEO и излишнюю самоуверенность отдельно, на отдельных выборках. Невозможно было выяснить влияют ли рациональные компенсационные стимулы и иррациональные поведенческие аномалии на выборке одних и тех же компаний и сравнить это влияние. Это позволило бы лучше понять драйверы решений, принимаемых CEO.

Наконец, предшествующие исследования, особенно посвященные влиянию компенсации CEO на политику выплат, в большинстве своем были проведены на данных 1990-2010 годов. Проверка выявленных зависимостей на более свежих данных позволила бы проверить, сохранились ли эти зависимости до настоящего времени.

Анализ данных направлений обуславливает **актуальность диссертационного исследования.**

Цель работы – выявить влияние рациональных компенсационных стимулов и иррациональных поведенческих аномалий CEO, а именно избыточной самоуверенности - на решения о выплатах собственникам. В данной работе под решениями о выплатах собственникам понимаются решения о величине выплат в форме прямых денежных дивидендов и выкупа

акций; решения о начале выплат в виде дивидендов и выкупа акций; решения об изменении способа выплат, то есть о переходе от прямых дивидендов к выкупу акций и наоборот.

Для достижения данной цели необходимо решить следующие **задачи**:

1. Определить влияние различных типов компенсации CEO на вероятность начала выплат в виде дивидендов и выкупа акций, на их уровни и на выбор способа выплат;
2. Определить различия во влиянии различных типов компенсации (например, в виде акций, опционов и внутреннего долга) CEO на решения о выплатах собственникам;
3. Определить влияние CEO с избыточной самоуверенностью на вероятность начала выплат в виде дивидендов и выкупа акций, на их уровни и на выбор способа выплат;
4. Протестировать способность более эффективной системы корпоративного управления снизить влияние поведенческих аномалий CEO на решения о выплатах собственникам с целью повышения благосостояния акционеров.

Для достижения данных целей используется выборка по данным 813 компаний из США за период с 2007 по 2019 год. В качестве **источников информации** о финансовых показателях компании, характеристиках CEO и советов директоров используются базы данных S&P Capital IQ, Thomson Reuters Eikon и Bloomberg, а также данные о компенсации CEO из базы данных Комиссии по Ценным Бумагам и Биржам (Securities and Exchange Commission).

Новизна. Мы получили новые результат по следующим трем направлениям в литературе: влияние компенсации CEO на политику выплат; влияние излишней самоуверенности CEO на политику выплат; и способность более эффективных советов директоров отслеживать избыточную самоуверенность CEO с целью повышения благосостояния акционеров.

Влияние компенсации CEO на политику выплат. Во-первых, насколько нам известно, в данной работе мы впервые показываем взаимосвязь между компенсацией в виде внутреннего долга и решениями о выкупе акций. Мы показали, что вероятность выкупа акций и его уровень выше в компаниях, где у CEO больше компенсации в виде внутреннего долга. Более высокий внутренний долг также стимулирует CEO выбирать выкуп акций в качестве основного инструмента выплат. Это означает, что выкуп акций, как и денежные дивиденды, является каналом, через который внутренний долг снижает агентский конфликт.

Во-вторых, в данной работе мы впервые демонстрируем, что различные компоненты внутреннего долга могут давать различные стимулы относительно решений о выплатах собственникам. Отложенная компенсация стимулирует CEO повышать вероятность и уровень выкупа акций, в то время как обязательства по пенсионному обеспечению могут приводить к повышению вероятности и уровня выплат в виде денежных дивидендов. Так как обязательства по пенсионному обеспечению являются более долгосрочным инструментом компенсации, чем отложенная компенсация, мы полагаем, что данный тип компенсации стимулирует CEO принимать более осторожную и консервативную политику выплат, то есть платить дивиденды, чтобы избежать значительного сокращения средств в компании. Отложенная компенсация – не такой долгосрочный тип компенсации, и может стимулировать CEO принимать более гибкую политику выплат, то есть выкупать акции.

В-третьих, несмотря на то, что как и предыдущие исследования [De Cesari, Ozkan, 2015], мы показываем, что вероятность и уровень денежных дивидендов и выкупа акций выше в компаниях, где компенсация CEO основана на стоимости акций, мы впервые демонстрируем, что CEO с высокой долей компенсации в виде опционов менее вероятно начинают выкуп акций и используют денежные дивиденды в качестве основного инструмента выплат собственникам. Данные результаты противоречат

предыдущим исследованиям, показавшим, что компенсация, основанная на опционах, приводит к замещению дивидендов выкупами акций [Fenn, Liang, 2001; Geiler, Renneboog, 2016]. Мы полагаем, что причиной полученного результата является тот факт, что такие СЕО могут пытаться повысить стоимость своего портфеля опционов, повышая волатильность акций компаний. Для этого они могут принимать проекты с высоким риском вместо того, чтобы распределять средства среди акционеров в виде выкупа акций.

Влияние излишней самоуверенности СЕО на политику выплат. Во-первых, наши результаты показывают, что вероятность дивидендных выплат в виде денежных средств выше в компаниях с избыточно самоуверенными СЕО. Хотя предшествующие исследования уже показывали, что уровень дивидендных выплат в таких компаниях ниже [Deshmukh et al., 2013], мы впервые демонстрируем такую зависимость для вероятности дивидендных выплат. Это означает, что излишне самоуверенные СЕО могут руководствоваться разными мотивами, когда принимают решения о выплате дивидендов и когда принимают решения об их уровне.

Во-вторых, мы демонстрируем, что доля выплат собственникам в виде выкупа акций выше в компаниях с избыточно самоуверенными СЕО. Это может значить, что такие СЕО выбирают выкуп акций в качестве основного инструмента выплат собственникам. Этот результат является новым, так как предыдущие исследователи либо не обнаружили взаимосвязи между долей выплат в виде выкупа акций в совокупных выплатах и излишней самоуверенностью [Deshmukh et al., 2013], либо показали, что излишне самоуверенные СЕО используют выкуп вместо дополнительных дивидендов, когда им нужно распределить больше свободных денежных средств [Banerjee, Humphery-Jenner, Nanda, 2018]. Наш подход не учитывает неожиданные изменения в дивидендных выплатах, вместо этого мы исследуем вопрос, является ли выкуп акций основным инструментом выплат собственникам в компаниях с излишне самоуверенными СЕО?

В-третьих, мы тестируем гипотезы, используя два подхода к измерению излишней самоуверенности CEO. Мы показываем, что разные подходы дают похожие результаты для вероятностей и уровней выкупа акций. Но для вероятностей и уровней дивидендных выплат результаты отличаются. Более низкий уровень дивидендов характерен для компаний с избыточно самоуверенными CEO в том случае, если самоуверенность измеряется показателями, меняющимися во времени (основанными на стоимости и количестве опционов, возможных к исполнению, у CEO). Более высокая вероятность дивидендных выплат в компаниях с излишне самоуверенными CEO проявляется при измерении самоуверенности с помощью мер, не меняющихся во времени (основанных на цене страйк опциона и дате его исполнения). Так как показатели самоуверенности, меняющиеся во времени, основаны на стоимости опционов, которые CEO получает в рамках компенсации, мы полагаем, что данные измерители могут отражать не только самоуверенность, но и эффекты компенсационных стимулов (методика расчета показателей самоуверенности будет приведена ниже в разделе о методологии).

Способность более эффективных советов директоров отслеживать избыточную самоуверенность CEO с целью повышения благосостояния акционеров. Во-первых, используя индекс качества корпоративного управления, разработанный в рамках диссертации, мы показываем, что более эффективные советы директоров могут снизить негативное влияние излишней самоуверенности CEO на уровень выплат в форме дивидендов и положительное влияние – на уровень выкупа акций. Это значит, что уровень дивидендных выплат будет выше, а уровень выкупа акций – ниже в компаниях с излишне самоуверенными CEO, если совет директоров в такой компании более эффективен. Возможно, советы директоров расценивают дивидендные выплаты как более предпочтительный способ распределения средств среди акционеров, чем выкуп акций. Мы вносим свой вклад в литературу по данной теме [Banerjee et al., 2015] в части получения данных

результатов, используя индекс качества корпоративного управления, который отражает различия в корпоративном управлении на уровне компаний. Данный подход, в отличие от применения факта принятия закона Сарбейнса-Оксли в 2002 году, позволяет напрямую измерить качество корпоративного управления в компании и изолировать возможное влияние снижения налогов в 2001 году, используя более свежие данные.

Во-вторых, результаты показывают, что более эффективные советы директоров не только снижают влияние излишней самоуверенности на решения о выплатах собственникам, но и могут использовать положительные стороны самоуверенности СЕО с целью создания стоимости для акционеров. И рыночная, и операционная эффективность выше в компаниях с излишне самоуверенными СЕО, если совет директоров более эффективен. Наш вклад заключается в проверке данных взаимосвязей на основе индекса качества корпоративного управления, измеряющего качество на уровне отдельной компании, а не на основе показателей качества корпоративного управления на уровне государства (например, принятие закона Сарбейнса-Оксли).

В-третьих, наши результаты демонстрируют, что различные компоненты эффективности советов директоров имеют различные способности к снижению влияния избыточной самоуверенности СЕО на политику выплат. Гендерное разнообразие и независимость комитета по аудиту более эффективно снижают влияние избыточной самоуверенности СЕО на решения о выплатах собственникам, чем размер совета директоров и его независимость. Хотя исследователи уже использовали гендерное разнообразие советов директоров [Banerjee, Masulis, Upadhyay, 2018], а также размер и независимость совета [Kolasinski, Li, 2013] для оценки их способности снижать влияние избыточной самоуверенности СЕО на корпоративные решения, мы впервые применяем этот подход к решениям о выплатах собственникам.

Методология диссертационного исследования. Для того, чтобы учесть различные стимулы компенсации СЕО, мы используем данные о

компенсации CEO в форме зарплаты и премий; акций; акций с ограничениями; опционов; отложенной компенсации; и обязательств по пенсионному обеспечению [Geiler, Renneboog, 2016; Wu, Wu, 2020]. Мы используем эту информацию для расчета показателей, отражающих компенсационные стимулы CEO.

Для измерения излишней самоуверенности использованы два подхода. В рамках первого подхода мы используем данные о цене страйк опциона и о дате его исполнения из Формы 4 Комиссии по Ценным Бумагам и Биржам. Мы используем эти данные для определения того, был ли опцион «в деньгах», и, если да, то насколько, на начало последнего года обращения опциона, а также того, был ли он исполнен в течение последнего года обращения. Основываясь на предыдущих исследованиях [Malmendier, Tate, 2005; 2008; 2015], мы считаем CEO излишне самоуверенным, если хотя бы раз в течение исследуемого периода, он исполнял опцион в течение последнего года его обращения, несмотря на то, что на начало этого года опцион был на 40% «в деньгах». Данная мера самоуверенности не меняется в течение периода исследования.

Для второго подхода мы используем данные из S&P Capital IQ о стоимости и количестве опционов, возможных к исполнению, но не исполненных. Опираясь на предшествующие исследования [Banerjee, Humphery-Jenner, Nanda, 2018; Banerjee et al., 2020], мы рассчитываем стоимость 1 опциона путем деления стоимости всех опционов на их количество. Далее стоимость 1 опциона делится на цену акции на конец соответствующего года. Данная мера самоуверенности меняется со временем, чем она выше, тем более самоуверенным является CEO. Мы также используем еще одну альтернативную меру самоуверенности, полученную путем деления стоимости опционов, возможных к исполнению, но не исполненных, на стоимость всех возможных к исполнению опционов. Данная мера может отражать желание CEO отложить исполнение опционов, что может свидетельствовать о самоуверенности.

Для оценки влияния компенсации и самоуверенности СЕО на выбор способа выплат, на уровень выплат в виде дивидендов и выкупа акций использована панельная тобит регрессия с робастными стандартными ошибками, сгруппированными по компаниям. Для учета эндогенности используются дамми переменные для отраслей и годов.

Для проверки робастности результатов дополнительно использован обобщенный метод моментов с применением процедуры Ареллано и Бонда [Arellano, Bond, 1991] в редакции Рудмана [Roodman, 2009]. Данный метод исследования применим к выборке, используемой в диссертации, так как она имеет большое количество наблюдений (компаний) и малое количество лет. Данный метод позволяет учесть проблему эндогенности объясняющих переменных и учесть лаги зависимой переменной. Для оценки качества моделей проведены тесты Хансена на спецификацию и Ареллано-Бонда на автокорреляцию.

Для оценки влияния компенсации и самоуверенности СЕО на вероятность начала выплат используется панельная пробит регрессия [Wooldridge, 2005] с дамми переменными для отраслей и годов.

Для оценки способности эффективных советов директоров корректировать влияние самоуверенности СЕО на решения о выплатах собственникам разработан индекс качества корпоративного управления на основе анализа исследований различных характеристик корпоративного управления и советов директоров. Выделены и включены в состав индекса следующие значимые характеристики эффективности совета директоров: размер совета директоров [Kolasinski, Li, 2013; Muravyev, Berezinets, Ilna, 2014]; количество независимых директоров [Kolasinski, Li, 2013]; гендерное разнообразие совета [Green, Homroy, 2018; Banerjee, Masulis, Upadhyay, 2018]; независимость комитета по аудиту [Mande et al., 2012; Zhu, 2014]; совмещение СЕО компании должности председателя совета [Al-Ahdal et al., 2020]. К данным характеристикам применен метод главных компонент для сведения их в единый индекс. Для проверки робастности результатов мы

также применяем альтернативный подход к конструированию индекса, используя одинаковые веса для компонентов индекса, а также используем компоненты индекса по отдельности.

Теоретическая значимость диссертационного исследования заключается в том, что результаты подтверждают предсказания некоторых теорий. Во-первых, результаты дополняют агентскую теорию. Так как компенсация в виде внутреннего долга может приводить к повышению уровней как дивидендов, так и выкупа акций, мы полагаем, что данный тип компенсации может приводить интересы СЕО в соответствие интересам и держателей облигаций, и акционеров. Внутренний долг снижает агентский конфликт через дивиденды и выкуп акций, что соответствует агентской теории.

Во-вторых, результаты дополняют теорию корпоративного управления. Мы показали, что уровни выплат выше в компаниях с излишне самоуверенными СЕО в том случае, если советы директоров в таких компаниях более эффективны. Это подтверждает теоретические предсказания, что улучшения в корпоративном управлении повышают уровень выплат.

В-третьих, предложены методы исследования, которые могут быть использованы в последующих работах, исследующих вопросы поведенческих аномалий СЕО. Эконометрические модели, предложенные в диссертации, могут быть использованы в исследованиях, проводимых на компаниях из других стран, включая развивающиеся рынки капитала. Кроме того, для анализа способности корпоративного управления снижать влияние поведенческих аномалий СЕО на решения о выплатах собственникам предложен авторский индекс качества корпоративного управления, измеряющий эффективность функционирования совета директоров. Методика построения индекса может быть использована в дальнейших исследованиях в поведенческих корпоративных финансах.

Практическая значимость работы. Во-первых, на основании результатов, полученных в диссертационном исследовании, акционеры могут инициировать процессы повышения эффективности систем корпоративного управления в своих компаниях, чтобы защитить себя от влияния поведенческих аномалий CEO. Система корпоративного управления может разрабатываться и настраиваться с учетом интересов акционеров и поведенческих аномалий CEO с целью использования преимуществ данных аномалий для создания стоимости и повышения эффективности компании.

Во-вторых, акционеры компаний и советы директоров, представляющие их интересы, могут устанавливать такие схемы вознаграждения для CEO, которые бы корректировали его поведенческие аномалии оптимальным образом. Методы, предложенные в работе, могут быть использованы для оценки самоуверенности CEO и ее влияния на решения о выплатах акционерам и для принятия акционерами последующих кадровых решений.

Результаты диссертации опубликованы в следующих статьях:

1. Анилов, А. Э., (2017). “Поведенческие мотивы в принятии решений о выплатах собственникам: обзор литературы”, *Journal of Corporate Finance Research*, 11(4), стр. 93-112 (на англ.);
2. Анилов, А.Э., Ивашковская И.В. (2019). “Влияют ли советы директоров на поведение CEO? Случай политики выплат”. *Journal of Management and Governance* 24 (4), стр. 989-1017, <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09491-z>. (Scopus Q2; на англ.);
3. Анилов, А. Э., (2019) “Выплачивают ли излишне самоуверенные CEO больше акционерам? Свидетельства из компаний из США” // *Journal of Corporate Finance Research*. 2019. Vol. 13. No. 2. стр. 25-35 (на англ.).

Результаты диссертации обсуждались на следующих конференциях и семинарах:

1. Доклад на 15-th Workshop on Corporate Governance of European Institute of Advanced Studies in Management (EIASM) в ноябре, 2018 в Брюсселе, Бельгия на тему «Do Boards of Directors Affect the CEO's Behavior? The Evidence from Payout Decisions». Работа получила одну из наград Best Paper Awards и была рекомендована к публикации в Journal of Management and Governance.
2. Доклад на 4-й международной конференции “Emerging Markets Conference – 2017” в Graduate School of Management (Saint-Petersburg State University) в октябре, 2017 с работой «CEO risk preferences and payout policy choice».
3. Доклад на международном PhD Workshop “Financial Markets and Corporate Strategies: Comparative Studies” в рамках XIX April International Academic Conference of Higher School of Economics в апреле, 2018 с работой «Overconfident CEOs and payout policy choice».
4. Доклад на международной конференции «Lomonosov-2018» in Moscow State University в апреле, 2018 с работой «Overconfident CEOs and payout policy choice». Работа получила второй приз секции.
5. Доклад на “EURAM – 2019” of European Academy of Management в июне, 2019 в Лиссабоне, Португалия с работой «Do Boards of Directors Affect the CEO's Behavior? The Evidence from Payout Decisions». Доклад был признан одним из лучших в рамках специального направления “Special interest group in corporate governance”.

Результаты исследования также неоднократно докладывались на научно-исследовательских семинарах Школы Финансов и Аспирантской Школы по Экономике.

Список литературы

1. Aboody, D., and R. Kasznik. (2008), “Executive stock-based compensation and firms’ cash payout: The role of shareholders’ tax-related payout preferences”. *Review of Accounting Studies* 13, pp. 216–251;
2. Al-Ahdal, W. M., Alsamhi M. H., Tabash M. I., Farhan N. H. S., (2020), “The Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Indian and GCC Listed Firms: An Empirical Investigation”, *Research in International Business and Finance* 51, pp. 1-13;
3. Anilov, A. (2017). “Behavioral Motives of the Payout Policy Choice: Literature Review”, *Journal of Corporate Finance Research*, 11(4), pp. 93-112;
4. Anilov, A.E., Ivashkovskaya, I.V. (2019). “Do Boards of Directors Affect CEO Behavior? Evidence from Payout Decisions”. *Journal of Management and Governance*, <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09491-z>;
5. Anilov A. (2019), Do Overconfident CEOs Pay More to Shareholders? Evidence from the US Market // *Journal of Corporate Finance Research*. Vol. 13. No. 2. pp. 25-35;
6. Arellano, M., Bond S. (1991), Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58, pp. 277–297;
7. Baker, M., Wurgler J., (2012), Behavioral corporate finance: An updated survey. In *Handbook of the Economics and Finance*, ed. G.M. Constantinides, M. Harris, R.M. Stulz, NY:Elsevier, Chapter 5, pp. 357-424;
8. Banerjee, S., M. Humphery-Jenner, and V. Nanda (2015). Restraining overconfident CEOs through improved governance: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act. *The Review of Financial Studies* 28 (10), pp. 2812-2858;
9. Banerjee, S., Humphery-Jenner M., Nanda V., (2018), “Does CEO Bias Escalate Repurchase Activity?”, *Journal of Banking and Finance* 93, pp. 105-126;

10. Banerjee, S., Masulis R. W., Upadhyay A., (2018), “Mitigating Effects of Gender Diverse Boards in Companies Managed by Overconfident CEOs”, SSRN Working Paper, pp. 1-71;
11. Banerjee, S., Dai L., Humphery-Jenner, M., Nanda, V., (2020), “Governance, Board Inattention, and the Appointment of Overconfident CEOs”, *Journal of Banking and Finance* 113, pp. 1-26;
12. Ben-David, I., Graham, J.R., Harvey, C.R. (2007), *Managerial Overconfidence and Corporate Policies*: NBER Working Paper No. 13711. Cambridge, MA: NBER;
13. Bernile, G., Bhagwat V., Rau P.R., (2017), What Doesn’t Kill You Will Only Make You More Risk-Loving: Early-Life Disasters and CEO Behavior. *Journal of Finance*, 72(1), pp. 167-206;
14. Borah, N., Hui Liang J., Jung C.P. (2020) “Does CEO Inside Debt Compensation Benefit both Shareholders and Debtholders?”, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 54, pp. 159-203;
15. Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R., (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, pp. 483–527;
16. Burns, N., McTier, B., Minnick, K. (2015), Equity-Incentive Compensation and Payout Policy in Europe. *Journal of Corporate Finance*, 30, pp. 85—97;
17. Caliskan, D., Doukas, J. (2015), CEO Risk Preferences and Dividend Policy Decisions. *Journal of Corporate Finance*, 35, pp. 18—42;
18. Cronqvist, H., Makhija, A., & Yonker, S. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics* 103, pp. 20-40;
19. Cuny, C.J., Martin, G.S., Puthenpurackal, J.J. (2009), Stock Options and Total Payout. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 2, pp. 391—410;
20. De Cesari, A., Ozkan, N. (2015). “Executive Incentives and Payout Policy: Empirical Evidence from Europe”, *Journal of Banking and Finance*, 55, pp. 70—91;

21. Deshmukh, S., Goel, A.M., Howe, K.M. (2013), CEO Overconfidence and Dividend Policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22, 3, pp. 440–463;
22. Dittmar, A., and Ran Duchin, (2016), Looking in the rearview mirror: The effect of managers’ professional experience on corporate financial policy, *Review of Financial Studies* 29, pp. 565–602;
23. Fenn, G.W., Liang, N. (2001), Corporate Payout Policy and Managerial Incentives. *Journal of Financial Economics*, 60, 1, pp. 45—72;
24. Geiler, P., Renneboog, L. (2016) Executive Remuneration and the Payout Decision. *Corporate Governance: An International Review*, 24, 1, pp. 42—63;
25. Gervais, S., Heaton, J.B., Odean, T., (2011). “Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting”. *The Journal of Finance* 65, pp. 1735–1777;
26. Graham, J., Campbell, H., Manju P. (2013) “Managerial Attitudes and Corporate Actions”. *Journal of Financial Economics*, 109, pp. 103—121;
27. Green, C. and Homroy, S. (2018). Female Directors, Board Committees and Firm Performance. *European Economic Review*, 102, pp. 19-38;
28. Humphery-Jenner, M., L. L. Lisic, V. Nanda, and S. D. Silveri (2016). Executive Overconfidence and Compensation Structure. *The Journal of Financial Economics* 119 (3), pp. 533- 558;
29. Kolasinski, A., and X. Li. (2013). “Do strong boards and trading in their own firm’s stock help CEOs make better decisions? Evidence from corporate acquisitions by overconfident CEOs”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48, pp. 1173–206;
30. Malmendier, U., Tate, G. (2005) CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, 60, 6, pp. 2661—2700;
31. Malmendier, Ulrike and Geoffrey Tate, (2008), “Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction,” *Journal of Financial Economics* 89, pp. 20-43;
32. Malmendier, U., Tate, G. (2015), Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, 29, 4, pp. 37-60;

33. Mande, V., Park, Y., & Son, M. (2012). Equity or debt financing: does good corporate governance matter? *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), pp. 195-211;
34. Muravyev, A., Berezinets I., Ilina Y., (2014), "The Structure of Corporate Boards and Private Benefits of Control: Evidence from the Russian Stock Exchange", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 34, pp. 247-261;
35. Roodman, D. (2009), "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata", *The Stata Journal* 9 (1), pp. 86-136;
36. Shu, P.G., Yeh Y.H., Chiang T.L., Hung J.Y., (2013), "Managerial Overconfidence and Share Repurchases", *International Review of Finance* 13:1, pp. 39-65;
37. Wooldridge, Jeffrey M. (2005). "Simple Solutions to the Initial Conditions Problem in Dynamic, Nonlinear Panel Data Models with Unobserved Effects". *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 20, No. 1, pp. 39-54;
38. Wu, Ruei-Shian, Wu Yi-Rong, (2020), "Payout policy decisions: the effect of compensation structures", *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 27:1, pp. 71-92;
39. Zhu, F. (2014). "Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study", *International Review of Finance* 14, pp. 393-429.