

## СКЛОННОСТЬ СЕО К НАРЦИССИЗМУ И ОПТИМИЗМУ: ВЛИЯНИЕ НА ДОЛГОВУЮ НАГРУЗКУ КОМПАНИЙ ДО НАЧАЛА И В ПЕРИОД ПАНДЕМИИ COVID-19 (2018–2021 гг.)

*Е. А. ФЕДОРОВА, Д. П. КРОТОВ, А. О. АНОСОВА*

*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Россия*

**Цель исследования:** оценить влияние уровня нарциссизма и оптимизма СЕО на структуру капитала компаний в развитых и развивающихся рынках до начала и в период пандемии COVID-19 (2018–2021 гг.). **Методология исследования:** исследование базируется на анализе 100 иностранных компаний из списка “Forbes Global 2000” 2021 г. и 50 российских компаний, лидирующих по выручке и капитализации. Оценка нарциссизма и оптимизма проводилась посредством применения текстового анализа на основе «мешка слов» и метода подсчета местоимений. С помощью словаря Anglin оценивалось четыре формы проявления нарциссизма — superiority (превосходство), vanity (тщеславие), exhibitionism (самолюбование), self-sufficiency (самонадеянность). Тестирование гипотез о взаимосвязи между личностными характеристиками СЕО (нарциссизмом и оптимизмом) и структурой капитала компании осуществлено с использованием панельной регрессии с фиксированными эффектами. **Результаты исследования:** установлено, что влияние поведенческих характеристик СЕО усилилось в кризисный период пандемии COVID-19. Это может свидетельствовать о склонности управленцев действовать менее рационально и более импульсивно, причем результат подтвердился в отношении как отечественных, так и зарубежных менеджеров. Связь нарциссизма и оптимизма имеет одинаковую направленность с уровнем долговой нагрузки в российских и иностранных компаниях, т.е. для принятия решений большее значение имеют личностные характеристики менеджмента, нежели региональная специфика. **Оригинальность и вклад авторов:** исследование вносит вклад в литературу по поведенческим финансам за счет оценки влияния нарциссизма и оптимизма СЕО в условиях пандемии COVID-19, расширяет имеющиеся наработки в направлении анализа кризисных ситуаций и поведенческих финансов в разных экономических и социокультурных пространствах. Кроме того, в статье предлагается использовать текстовый анализ для оценки личностных характеристик СЕО.

**Ключевые слова:** СЕО, нарциссизм, оптимизм, корпоративное управление, структура капитала, текстовый анализ, пандемия COVID-19.

*JEL:* G32, G41

Адрес организации: Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Ленинградский пр., 49, Москва, 125167, Россия.

© Е. А. Федорова, Д. П. Кротов, А. О. Аносова, 2024

<https://doi.org/10.21638/spbu18.2024.102>

## ВВЕДЕНИЕ

Одним из ключевых факторов, влияющих на долгосрочные стратегические и тактические решения компании, является показатель отношения уровня ее долга к собственному капиталу — долговая нагрузка; также важно состояние структуры капитала в целом. Уровень долга компании по отношению к собственному капиталу формируется в зависимости от множества аспектов. Например, в исследовании [Baker, Wurgler, 2002] отмечается, что структура капитала тесно связана с исторической рыночной стоимостью. Кроме того, значительное влияние обычно оказывают финансовые и инвестиционные факторы, при этом значимую роль играют корпоративная культура, состав и поведенческие характеристики членов совета директоров и правления, их образование, половозрастной состав, опыт, сроки работы на своих должностях.

Действительно, компания во многом подвержена влиянию личностных характеристик управляющих лиц и структур. Инвестиционные, стратегические и экономические факторы являются лишь основой для принятия ее руководством тех или иных решений. Далеко не всегда при одних и тех же стратегических и финансовых условиях менеджмент выносит одинаковые решения, так как разным индивидам свойственны различные поведенческие особенности: одни стремятся к риску, другие — к безопасности. Все это оказывает существенное влияние на функционирование компании и, в частности, на структуру ее капитала.

Настоящее исследование выступает продолжением развития теории поведенческих финансов. Рациональное поведение человека подразумевает, что он использует релевантную информацию, имеющуюся в открытом доступе, и обрабатывает ее стандартными методами. Согласно теории о рациональном поведении участников рынка, СЕО как единоличное лицо управления субъектом экономики всегда должен

принимать обоснованные с позиции разума решения, максимизирующие прибыль субъекта при заранее заданном уровне риска. Вместе с тем, как и любой другой участник рыночных отношений, СЕО не всегда может придерживаться правил такого поведения в силу асимметрии информации, эффектов рынка, личных убеждений и тех или иных действий рыночных игроков.

Вслед за нерациональным поведением инвесторов рынок начинает функционировать нерационально, что оказывает непосредственное влияние на корпорации и их управляющие структуры. Поведение участников рынка объясняется в рамках различных поведенческих теорий. Например, в соответствии с теорией перспектив люди принимают решения с учетом потенциальных выигрышей и потерь, используя определенные эвристики. Соответственно, в условиях нерационального рынка важно оценивать влияние поведенческих факторов на структуру капитала, особенно в кризисные для компании периоды.

Актуальность настоящего исследования обусловлена возросшей турбулентностью и рисками, возникшими из-за пандемии коронавируса на финансовом рынке в частности и в экономике в целом. Необходимо отметить, что поведенческие факторы, повлиявшие на структуру капитала развитых и развивающихся рынков в этот период, недостаточно изучены. В рамках исследования в качестве поведенческих факторов выбраны уровень оптимизма и уровень нарциссизма СЕО. Оптимизм и нарциссизм СЕО могут оказывать влияние на структуру капитала. Уровень нарциссизма демонстрирует, насколько самоуверенным и самовлюбленным является СЕО, что влияет на его решения по заемному капиталу компании.

Цель статьи — оценить влияние уровня нарциссизма и оптимизма СЕО на структуру капитала компаний в развитых и развивающихся рынках до начала и в период пандемии COVID-19 (2018–2021 гг.).

Задачи исследования включают постановку гипотез, выбор адекватной методологии, сбор массива данных и проведение анализа.

В рамках работы проводится исследование на основе данных по российским и зарубежным компаниям, которые рассматриваются по отдельности, в виде двух массивов. Российская система менеджмента и стандарты отчетности, а также практика публичной работы менеджмента находятся на более раннем этапе развития, что не раз было подтверждено различными исследованиями, имеет свою специфику, во многом обусловленную отличиями культуры и менталитета. Значимость исследования обусловлена в первую очередь необходимостью повышения качества управления финансами и формирования понимания того, как личные аспекты руководителя могут влиять на стратегию управления долгом и финансовую стабильность организации.

К научной новизне исследования можно отнести: 1) период исследования — оценивается изменение влияния поведенческих характеристик CEO на долговую нагрузку компании в результате возникновения социально-экономической нестабильности в период пандемии COVID-19; 2) проведение анализа на двух выборках — отдельно анализируются данные по российским и зарубежным компаниям. Благодаря этому вносится вклад в изучение отличий поведенческих особенностей российской и международной (в особенности западной) модели менеджмента; 3) использование нескольких методов оценки поведенческих характеристик CEO для валидности результатов исследования.

Важно отметить, что деление на данные по компаниям до начала и в период пандемии производится по следующему принципу: 2018–2019 гг. — период отсутствия пандемии, а 2020–2021 гг. — частичный период пандемии. При этом наиболее острая фаза пандемии наблюдалась во втором и третьем кварталах 2020 г., и вплоть до конца 2021 г. появлялись

волны новых вариантов коронавируса, что периодически приводило к новым локдаунам и ограничениям, в том числе с введением ковидных паспортов.

Статья имеет следующую структуру. В первом разделе представлены теоретические основы исследования. Во втором гипотезы исследования. В третьем описана методология исследования. В четвертом рассмотрена оценка нарциссизма и оптимизма CEO. В пятом предложена регрессионная модель исследования. В шестом разделе сделаны выводы о подтверждении или опровержении гипотез исследования. В заключении даны практические рекомендации и указаны направления дальнейших исследований.

## **ПОНИМАНИЕ НАРЦИССИЗМА И ОПТИМИЗМА: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ**

Нарциссизм как психологическая особенность давно изучается с точки зрения его влияния на разные сферы жизни человека. В настоящем исследовании под нарциссизмом понимается сочетание элементов высокомерия, самомнения, тщеславия, грандиозности и эгоцентризма. Данная трактовка нарциссизма представлена также в [Twenge, Campbell, 2009]. По мнению авторов этой работы, «нарцисс уверен в себе, он любит звук собственного голоса или является легендой в своем сознании, имеет завышенное представление о собственных способностях» [Twenge, Campbell, 2009, p.18].

Нарциссические личности имеют весьма позитивную самооценку и переоценивают свои способности, склонны достаточно агрессивно реагировать на информацию, которая не соответствует их высоким представлениям о себе (угроза эго). Обнаружено, что после возникновения угрозы эго наблюдается высокий уровень нарциссизма личности, связанный с большей готовностью выполнять сложные задачи,

позволяющие демонстрировать способности и повышать творческую работоспособность. Эти результаты были подтверждены посредством проведения метаанализа [Nevicka, Baas, Ten Velden, 2016].

В этой связи нарциссизм может способствовать повышению производительности работника. Нарциссизм также изучался как фактор, влияющий на предпринимательский успех. На основе выборки студентов МВА Тяньцзиньского университета в Китае была изучена связь нарциссизма с предпринимательскими намерениями и предпринимательской самоэффективностью. Авторы исследования пришли к выводу о том, что она находится в зависимости от культурного контекста респондентов [Wu et al., 2019].

Оптимизм ассоциируется с позитивным прогнозом исхода или приписыванием событиям оптимистического варианта развития, которое включает положительные эмоции и мотивацию и имеет оговорку быть реалистичным [Luthans et al., 2007]. В [Avolio et al., 2004] под оптимизмом понимаются когнитивный процесс, включающий ожидания положительного результата, а также возникающие причинно-следственные связи, которые выступают внешними, временными и специфическими при интерпретации плохих или негативных явлений, и внутренними, стабильными и глобальными, когда речь идет о хороших или позитивных событиях.

Вопросы, связанные с нарциссизмом и оптимизмом людей, которые имеют власть и возможность влиять на жизни других, исследуются довольно давно. Подчеркивается, что нарциссизм, как правило, подталкивает людей к власти и влиянию, а сами нарциссы часто слишком уверены в своей работоспособности [Campbell, Goodie, Foster, 2004]. За основу методологии оценки нарциссизма в этой работе взят нарциссический опросник личности NPI (narcissistic personality inventory) и другие опросники. NPI базируется на критериях оценки нарциссического расстройства личности и включает вопросы,

касающиеся уверенности человека в себе, оценки собственных способностей и имеющихся качеств. Однако для настоящего исследования данная методология не применима по причине отсутствия возможности проведения подобного опроса, а также из-за вероятной недостоверности точности и искренности ответов респондентов.

Исследование связи нарциссизма и инноваций также осуществлялось методом опроса. Основываясь на теории обработки социальной информации, авторы работы [Yang et al., 2021] подтвердили негативное влияние нарциссизма лидера на инновационное поведение сотрудников из-за возникновения когнитивной зависимости. Эмпирическое исследование помогает прояснить противоречивую взаимосвязь между нарциссизмом лидера и инновациями сотрудников и демонстрирует влияние на механизм когнитивной зависимости в процессе, посредством которого нарциссизм лидеров влияет на инновации сотрудников. Также авторы работы предположили, что для поощрения инновационного поведения сотрудников организации должны предотвращать негативные последствия нарциссизма лидеров.

Влияние личностных характеристик СЕО, в том числе их склонности к нарциссизму и оптимизму, на финансовые показатели компании изучалось многими исследователями. Например, в [Byun, Al-Shammari, 2021] представлен анализ частоты использования фотографий СЕО в PR-текстах компании, таких как обращения к акционерам, стейтменты и годовые отчеты, а затем воздействия этого фактора на структуру капитала. С помощью данной методологии авторы пришли к выводу о том, что нарциссизм СЕО связан с вероятностью отзыва продукции с производства: молодые нарциссические генеральные директора с большей вероятностью столкнутся с отзывами продуктов, чем более опытные.

В работе [Lin et al., 2020] рассматривается, как нарциссические и высокомерные тенденции в поведении генеральных ди-

ректоров влияют на взаимосвязь между корпоративной практикой устойчивого развития (corporate sustainability and responsibility — CSP) и эффективностью фирмы. Оценка оптимистичности производилась на основе экспертных оценок и интервью с участниками, применялись психометрические тесты для определения его надежности и достоверности. По итогам исследования было выявлено, что высокомерные и нарциссические генеральные директора усиливают положительное влияние CSP на корпоративную деятельность.

Однако не все исследователи подтверждают положительное влияние нарциссизма руководителей на деятельность компании. Некоторые авторы (см., напр.: [O'Reilly, Doerr, Chatman, 2018]) утверждают, что излишне нарциссические CEO подвергают компании серьезному риску и не всегда способствуют их наиболее эффективному пути развития. В [O'Reilly, Doerr, Chatman, 2018] подтверждается гипотеза о том, что руководители-нарциссы ведут себя нецелесообразно в вопросах использования финансовых ресурсов, содействуя неустойчивому финансовому положению компании из-за излишней уверенности в выигрыше. Необходимо отметить, что уровень нарциссизма и оптимизма рассчитывался с помощью рейтингов нарциссизма генерального директора, составленных с учетом мнения сотрудников и на основе сведений о судебных исках, предъявленных к компании.

Связь оптимизма CEO с пандемией COVID-19 также рассматривалась с разных позиций, например, изучалось ее влияние на медицинский персонал. С помощью корреляционного анализа и опросников, построенных на индексах благополучия Всемирной организации здравоохранения, установлено, что жизнестойкость выступает в качестве защитного фактора при стрессе, депрессии, тревожных состояниях и психологическом дистрессе [Pourehsan, Esfandabadi, Tajrobehkar, 2022]. Ряду исследователей (см., напр.: [Hambrick, 2007]) не удалось четко вы-

делить положительное или отрицательное влияние нарциссизма и оптимизма на финансовое положение компании. Утверждается, что излишне оптимистичные руководители приводили компанию к разным результатам деятельности.

Таким образом, вопросы оценки нарциссизма и оптимизма CEO и их влияния на финансовые показатели компании носят дискуссионный характер. В настоящей работе этот исследовательский вопрос развивается на примере компаний российского и международного рынка с применением более продвинутой методологии.

## ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Исследование базируется на предположении о том, что более оптимистичный, уверенный в себе руководитель, склонный к самолюбанию, будет способствовать увеличению долга компании, так как полагает, что сможет обеспечить достаточный уровень выручки и прибыли для стабильного возврата заемных средств. Это позволяет сформулировать первую гипотезу исследования.

*Гипотеза H1. Нарциссизм CEO приводит к увеличению доли долга в структуре капитала компании.*

Еще одна личностная характеристика генерального директора — склонность к оптимизму. Например, в исследовании [Langabeer, 2011], которое проводилось на данных компаний Кении путем анкетирования сотрудников, отмечается, что оптимизм CEO оказывает положительное влияние — оптимистичные руководители приводят компанию к новым открытиям и инновациям. Автор работы [Campbell, 2011] подтвердил гипотезу о том, что более оптимистичные CEO склонны к более оптимальным инвестиционным решениям, которые способны в будущем содействовать максимизации стоимости компании. Согласно исследованию, оптимизм CEO основывается на использовании модифици-

рованной версии меры оптимизма — опционов на акции.

В ряде работ изучается связь нарциссизма не с финансовыми, а с другими показателями бизнеса, например корпоративной социальной ответственностью. Используя выборку публичных ресторанов США, авторы работы [Ahn et al., 2020] сделали вывод о том, что внешний совет директоров играет сдерживающую роль в отношении развития взаимосвязи между проявлением нарциссизма генерального директора и корпоративной социальной ответственностью. По их мнению, самовлюбленные руководители будут чаще активнее участвовать в деятельности в области КСО [Ahn et al., 2020].

Однако не все исследователи указывают на связь оптимистичности CEO и функционирования корпорации. В [Puri, Robinson, 2007] положительная взаимосвязь отмечена только в отношении руководителей — умеренных оптимистов, в то время как чрезмерные оптимисты, наоборот, оказывают отрицательное влияние на деятельность компании.

На наш взгляд, склонный к оптимизму CEO будет также более склонен к увеличению долга в структуре капитала компании, нежели пессимистичный CEO. В этой связи можно высказать вторую гипотезу исследования.

*Гипотеза Н2. Оптимизм CEO приводит к увеличению доли долга в структуре капитала компании.*

В одной из ключевых работ по рассматриваемой теме [Patel, Cooper, 2014] изучается необходимость наличия либо отсутствия склонности к нарциссизму у управляющего лица во время сложных экономических ситуаций. Исследователи пришли к выводу, что в периоды сильных экономических шоков нарциссические руководители в особенности необходимы компании, так как чаще готовы идти на риск и брать на себя ответственность. Они способны проводить более агрессивные политики, что дает значительный толчок к восстановлению состояния ком-

пании после кризисов и шоковых ситуаций.

Схожая гипотеза о влиянии оптимизма на финансовое положение компаний изучалась на данных международных компаний в исследовании [Aktas, Bodt, Bollart, 2016], в основе которого лежала расшифровка интервью 334 генеральных директоров по 1780 документам. Уровень нарциссизма рассчитывался с помощью методологии «мешок слов» путем отслеживания числа местоимений. Необходимо подчеркнуть, что вместо поиска связи с уровнем долга авторы изучали связь с совершаемыми сделками, которая в итоге была статистически подтверждена.

В последние годы наблюдается значительная турбулентность в экономике, возникшая из-за пандемии COVID-19, и, следовательно, формируются новые возможности для анализа роли нарциссизма и оптимизма CEO. Можно предположить, что в период пандемии наиболее ярко проявляются такие поведенческие характеристики руководителей, как оптимизм и нарциссизм, чаще принимаются сложные и серьезные решения относительно структуры капитала, потому что пандемия внесла множество факторов неопределенности в большинство сфер общественной жизни и бизнеса. В этой связи можно представить третью гипотезу исследования.

*Гипотеза Н3. Пандемия COVID-19 усилила влияние нарциссизма и оптимизма CEO на структуру капитала компании.*

## МЕТОДОЛОГИЯ И ДАННЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

### Методология исследования

Методология исследования основана на оценке уровня нарциссизма и оптимизма CEO. При этом оценивать нарциссизм и оптимизм CEO можно разными способами, что, в свою очередь, способно привести к различным результатам.

Необходимо отметить, что в [Patel, Cooper, 2014] были использованы такие способы сбора информации, как определение числа фотографий СЕО в отчетах компании, установление наличия местоимений первого лица в единственном и множественном числе, а также уровня соотношения вознаграждений, выплачиваемых генеральному директору и второму по величине менеджеру в организации.

В качестве методологической основы исследования выбран именно текстовый анализ, так как иные способы сбора данных (анализ количества фотографий в годовом отчете, метод, связанный с опционами, опросы, анкеты и т.д.) не позволяют достаточно глубоко изучить истинное поведение СЕО, не прошедших консультации с PR- и комплаенс-отделами компании.

Именно анализ речи СЕО дает возможность уловить настроение руководителя и отношение к происходящим изменениям. Вместе с тем исследований отечественных авторов, в которых применяется инструментарий текстового анализа для различных целей, недостаточно. К рассматриваемой тематике наиболее близка работа [Федорова, Федоров, Толкачев, 2016], в которой производится текстовая оценка новостного фона и анализ его влияния на приток прямых иностранных инвестиций.

В исследовании текстовый анализ осуществляется на основе стемминга и определения тональности с помощью разбития текста на N-граммы, каждая из которых переведена на английский язык. В [Макеева, Аршавский, 2014] также применялся текстовый анализ для прогнозирования банкротства, при этом он касался учета необходимых слов контекстного анализа фраз.

Сходная методология задействована и в работе [Федорова и др., 2019]. Для определения уровня нарциссизма и оптимизма СЕО использована методология «мешок слов». Уровень оптимизма определяется путем подсчета числа позитивных и негативных терминов из словарей русского

языка, а уровень нарциссизма — посредством установления соотношения количества местоимений первого лица единственного и множественного числа. Выдвинутые в этой работе гипотезы о связи между уверенностью в текстах СЕО и долей собственного капитала в общей структуре были подтверждены лишь частично. Важно отметить, что исследование [Федорова и др., 2019] проводилось только на одном временном промежутке и не в период повышенной турбулентности. Кроме того, в основе работы лежат данные по российским компаниям без их сравнения с иностранными.

Дорожная карта исследования, состоящего из трех этапов, показана на рис. 1.

Первый этап. Сбор данных. Финансовая информация была получена из специализированных источников, информация о характеристиках СЕО — из публичных источников, а для оценки склонности СЕО к нарциссизму и оптимизму был собран массив текстов публичных выступлений/писем СЕО.

Второй этап. Оценка собранных текстов (сентимент-анализ) производилась на основе текстового анализа и использования готового инструментария с учетом количественных методов.

Третий этап. Построение панельной регрессионной модели и проверка выдвинутых гипотез.

## Данные и описательная статистика

При выборе компаний для анализа учитывалось несколько факторов: открытость и доступность информации, значительное число наблюдений (исследуемых текстов) на каждую компанию. Именно поэтому было принято решение о формировании выборки из компаний, листинговых на бирже: во-первых, по ним доступны все необходимые данные по финансовым показателям; во-вторых, часто это достаточно крупные и известные компании, менеджеры которых общаются с прессой

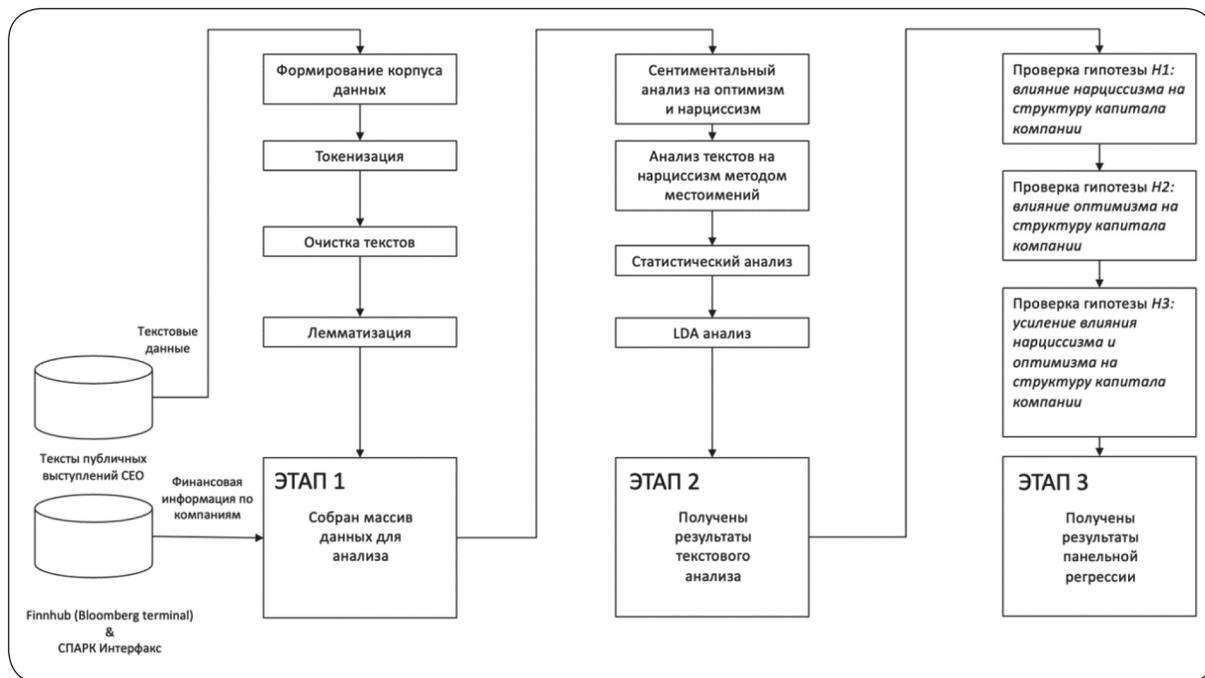


Рис. 1. Дорожная карта исследований

Составлено по: Finnhub. URL: <https://finnhub.io/docs/api/> (дата обращения: 10.05.2023); СПАРК-Интерфакс. URL: <https://spark-interfax.ru/> (дата обращения: 02.05.2023).

(значит, появляется возможность анализировать манеру поведения CEO). Для исследования были выбраны 100 иностранных компаний из списка “Forbes Global 2000” 2021 г. и 50 российских компаний, лидирующих по выручке и капитализации.

В процессе анализа проведен сбор трех типов данных: 1) финансовые показатели компаний; 2) контрольные переменные — данные по характеристикам CEO (пол, возраст, время нахождения на посту генерального директора); 3) текстовые данные публичных выступлений CEO и писем CEO к акционерам.

Финансовая информация по выбранному массиву иностранных компаний получена из источника финансового API Finnhub (Bloomberg terminal<sup>1</sup>), а по российским компаниям собрана вручную с по-

мощью ресурса СПАРК Интерфакс<sup>2</sup>. Итоговые данные были собраны в массив данных с помощью библиотеки pandas Python.

Данные по характеристикам CEO в российских компаниях получены из открытых источников, биографий CEO. Категориальный признак пола преобразован в дамми-переменную (1 — «мужской пол», 0 — «женский пол»).

Текстовые данные как по иностранным, так и по российским компаниям представляют собой тексты публичных выступлений CEO за рассматриваемый период: интервью, письма CEO, обращения к стейкхолдерам и клиентам. Они взяты из открытых источников: отчетов компании, опубликованных видео и текстовых интервью в международных и российских СМИ.

<sup>1</sup> Finnhub. URL: <https://finnhub.io/docs/api/> (дата обращения: 10.05.2023).

<sup>2</sup> СПАРК Интерфакс. URL: <https://spark-interfax.ru/> (дата обращения: 02.05.2023).



Рис. 2. Описательная статистика данных по CEO: российские и иностранные компании



Рис. 3. Топ позитивных и негативных по смыслу слов в речи CEO: российские компании

На основе собранного массива данных проводилась их первичная оценка (рис. 2). Прежде всего анализировались показатели в отношении CEO.

Исходя из данных, представленных на рис. 2, можно сделать ряд выводов. Во-первых, доля женщин-CEO крайне мала в обеих выборках, а в российских компаниях она меньше, чем в иностранных. Также в российских компаниях наблюдается более короткий средний срок пребывания CEO на посту, в иностранных компаниях он почти на 50% больше. Кроме того, в последних более высокий средний возраст CEO, чем в российских. Это можно объяснить тем, что в России относительно недавно стала складываться

корпоративная рыночная экономика, в связи с чем многие корпорации находятся в процессе становления и бюрократизации, в то время как иностранные корпорации и большие холдинги прошли данный путь развития десятки лет назад.

В ходе исследования осуществлен анализ текстов на предмет наиболее часто встречающихся позитивных и негативных по смыслу слов, употребляемых в речи CEO российских и иностранных компаний. На рис. 3, 4 показаны полученные результаты.

На рис. 3, 4 представлены наиболее часто употребляемые слова CEO, маркируемые библиотеками TextBlob и Dostoevsky как позитивные или негативные. Соответственно, чем чаще слово встречается в тек-

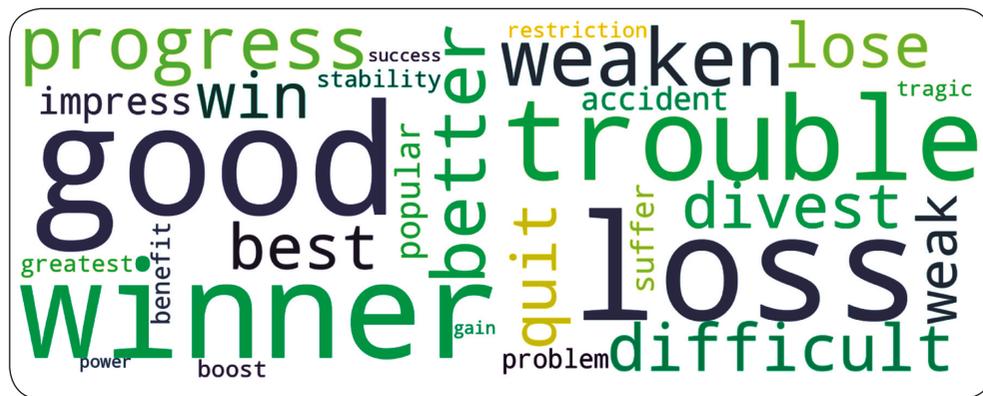


Рис. 4. Топ позитивных и негативных по смыслу слов в речи CEO: иностранные компании

стах, тем большую площадь оно занимает на рисунках. Видно, что ключевые позитивные и негативные по смыслу слова в речи CEO в российских и в иностранных компаниях совпадают. Прямой перевод в данном случае не будет точной проверкой их совпадения, так как из-за лингвистических особенностей одинаковые объекты и ситуации в разных языках могут называться синонимично, но неодинаково.

Таким образом, данные по российским и иностранным компаниям и их CEO имеют как сходства, так и различия. Вследствие этого особую актуальность приобретает вопрос о различиях связи между уровнем долга и нарциссизмом и оптимизмом в этих компаниях.

## ОЦЕНКА СКЛОННОСТИ CEO К НАРЦИССИЗМУ И ОПТИМИЗМУ

В данной работе склонность CEO к нарциссизму и оптимизму оценивалась с помощью автоматизированного анализа текстов. Обработка текста и построение на основе полученных результатов моделей осуществлялись с использованием языка программирования Python и специализированных библиотек.

Оценка склонности CEO к нарциссизму и оптимизму состояла из пяти стадий.

Стадия 1. Сбор данных. Эта стадия стала наиболее затратной по времени. Вручную из общедоступных ресурсов была собрана выборка из интервью и писем к акционерам CEO. Видеоинтервью проходили обработку с помощью средств транскрибирования перевода речи из видео в текст, все данные собраны за 2018–2021 гг.

Стадия 2. Обработка текстов. После сбора полученные тексты необходимо было обработать, для этого использовались алгоритмы машинного обучения. С помощью инструментов языка Python они были токенизированы. Токенизация — процесс превращения большого текста в более мелкие фрагменты (токены).

Стадия 3. Лемматизация текстов. После токенизации полученные фрагменты приводились к нормальной форме слова. Этот процесс называется лемматизация. С его помощью можно учесть при подсчете все схожие слова в тексте, а не только те, которые написаны в основной форме слова. Также здесь происходило удаление шума: стоп-слов, знаков пунктуации, специальных символов. При прохождении первой и второй стадий для текстов на русском языке использовалась библиотека Natasha, на английском — библиотека NLP.

Стадия 4. Оценка текстов на английском языке. Для сентимент-анализа (выявления оптимизма) применялась библиотека

TextBlob, уже обученная на предмет определения тональности текста и выдающая готовый коэффициент оптимистичности массива слов, принимающий значения от  $-1$  («максимально пессимистичный текст») до  $1$  («максимально оптимистичный текст»).

В рамках исследования рассматривались психологические характеристики CEO. Библиотека TextBlob обучена на предмет определения в речи слов, выражающих сильный оптимизм и пессимизм, и позволяет сформировать оценку того, к чему более склонна личность CEO.

Для расчета переменных нарциссизма использовались два метода — метод местоимений и метод «мешок слов». Местоимения в текстах были разделены на личные местоимения единственного числа (me, mine, my, myself, I) и множественного числа (we, us, our, ours, ourselves). С помощью счетчика, написанного на Python, производился подсчет числа тех или иных местоимений.

Итоговый коэффициент нарциссизма по местоимениям рассчитывался следующим образом:

$$\text{Коэффициент нарциссизма(мест.)} = \frac{\sum \text{местоимений 1 л. ед. числа}}{\sum \text{местоимений 1 л. ед. числа} + \sum \text{местоимений 1 л. мн. числа}}. \quad (1)$$

Метод «мешок слов» применялся на основе словаря Anglin с помощью инструментов языка Python. Оценивались четыре формы проявления нарциссизма — superiority (проявление превосходства; CEO показывает, что лучше других CEO, экспертов, сотрудников), vanity (тщеславие; CEO демонстрирует стремление выглядеть лучше других за счет эпитетов и иных инструментов речи); exhibitionism (самолюбование; CEO рекламирует себя и свои способности); self-sufficiency (самонадеянность; CEO проявляет независимость, способность самостоятельно решать все проблемы и реализовывать поставленные задачи).

В этом случае в качестве переменной из данной оценки было извлечено значение коэффициента нарциссизма текста:

$$\text{Коэффициент нарциссизма(слов.)} = \frac{\sum \text{нарциссических слов}}{\sum \text{слов в речи CEO}}. \quad (2)$$

Стадия 5. Оценка текстов на русском языке. Для оценки оптимистичности текста использовалась библиотека Dostoevsky, формирующая готовый коэффициент оптимизма, принимающий значения от  $0$  до  $1$ . Методология оценки библиотеки Dostoevsky, как и TextBlob, заключается в оценке речи CEO на выявление в ней оптимистичных и пессимистичных тонов, на основе чего можно сформировать вывод о психологической склонности руководства к оптимизму, нейтральности или пессимизму.

Оценка уровня нарциссизма проводилась лишь посредством применения метода местоимений ввиду отсутствия аналогов словаря Anglin для русского языка. Методология позволила дать оценку уровня оптимизма и нарциссизма CEO каждой корпорации, входящей в выборку. На основе собранных массивов речи CEO за 2018–2021 гг. также рассчитаны финансовые показатели, в частности результирующий фактор debt/assets. Для первичной оценки данных, состоящих из информации об оценках уровня нарциссизма и оптимизма, а также о финансовых показателях по отдельно взятой корпорации за каждый рассматриваемый год, была произведена первичная визуализация.

На рис. 5, 6 представлены диаграммы рассеивания, позволяющие в динамике проследить изменение связи уровня оптимизма CEO с уровнем долга в российских и иностранных компаниях.

Как видно, после начала пандемии (2020–2021 гг.) в среднем уровень оптимизма CEO в иностранных компаниях снизился. При этом в среднем уровень долга сильно не изменился. В 2021 г. «облако» оптимизма вернулось приблизительно к 2019 г. В российских компаниях в целом уровень оптимизма несколько погреш, а средний уровень долга также

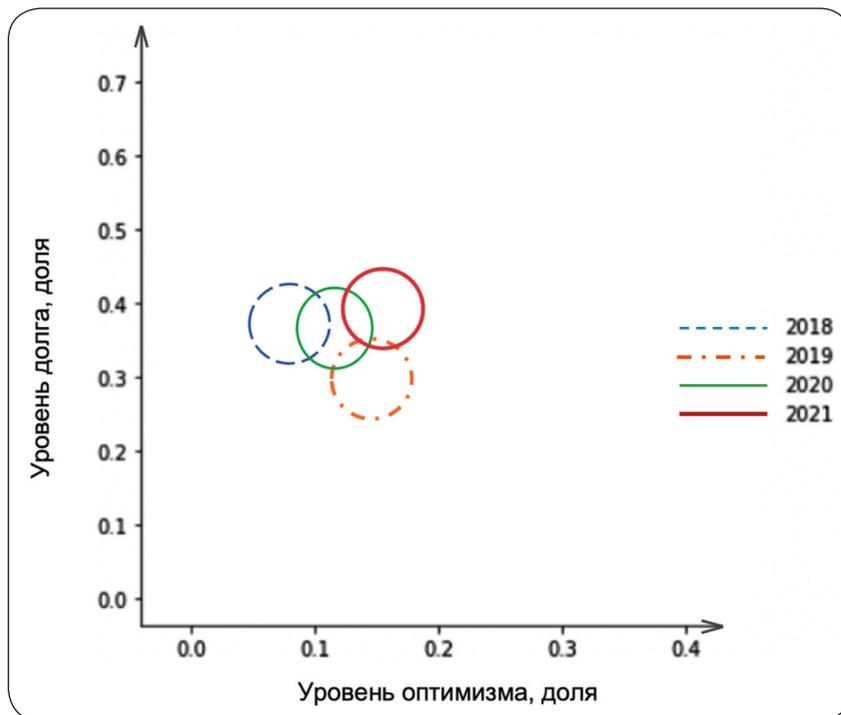


Рис. 5. Взаимосвязь уровня оптимизма SEO и уровня долга: российские компании, 2018–2021 гг.

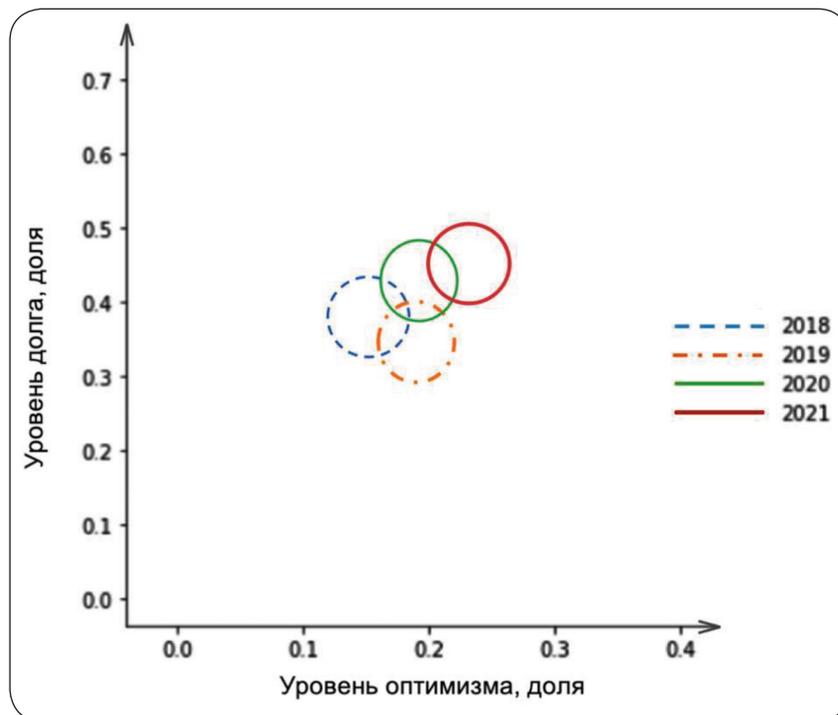


Рис. 6. Взаимосвязь уровня оптимизма SEO и уровня долга: иностранные компании, 2018–2021 гг.

несильно изменился. Что касается повышения уровня оптимизма у CEO российских компаний, то можно предположить о его намеренном завышении для сглаживания финансовой нестабильности в ситуации кризиса. В 2021 г. он вернулся на допандемийный уровень.

Таким образом, в данном разделе проведена оценка уровня нарциссизма и оптимизма на основе расчета количественных показателей и текстового анализа.

## РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

### Регрессионная модель исследования

Регрессионная модель — это математическая модель, которая используется для предсказания значения зависимой переменной на основе независимых переменных. Регрессионная модель помогает понять, как одна переменная влияет на другую и какие закономерности могут между ними возникать. В качестве результативной переменной взята переменная *Debt2assets*, которая обозначает уровень долга в структуре всего капитала компании.

В исследовании построена панельная регрессионная модель (3) для российских и иностранных компаний, а также по периодам — с 2018 по 2019 г. и с 2020 по 2021 г. Выбор модификации проводился на основе теста Хаусмана.

$$\begin{aligned} \text{Debt2assets} = & \text{ROA} + \text{Current ratio} + \\ & + \frac{\text{Taxes}}{\text{BV}} + \frac{\text{Profit}}{\text{BV}} + \text{Age}_{\text{CEO}} + \text{Term}_{\text{CEO}} + \\ & + \text{Self-Sufficiency} + \text{Superiority} + \text{Vanity} + \\ & + \text{Exhibitions} + \text{Nrcs}(\text{noun}) + \text{Optimism}, \quad (3) \end{aligned}$$

где *Debt2assets* — уровень долга в структуре капитала компании; *ROA* — показатель рентабельности активов компании; *Current ratio* — коэффициент текущей ликвидности;

*Taxes*

*BV* — уровень налогов в балансовой стоимости компании;

*Profit*

*BV* — уровень прибыли в балансовой стоимости компании;

*AgeCEO* — возраст генерального директора компании;

*Term<sub>CEO</sub>* — срок полномочий генерального директора компании;

*Self-Sufficiency* — параметр оценки самодостаточности директора;

*Superiority* — параметр оценки выставочности;

*Vanity* — параметр оценки выставочности;

*Exhibitions* — параметр оценки выставочности директора;

*Nrcs (noun)* — параметр оценки нарциссизма директора;

*Optimism* — параметр оценки оптимизма директора.

Для построения модели использованы три блока переменных:

первый блок представлен контрольными переменными — финансовыми показателями (среди них — *ROE*, *ROA*, уплаченные налоги к балансовой стоимости, чистая прибыль к балансовой стоимости). В качестве результирующей переменной применяется переменная отношения долга к активам компании;

второй блок — переменные личностных характеристик CEO: уровни оптимизма и нарциссизма (рассчитанные по методу местоимений и методу «мешок слов»);

третий блок — контрольные характеристики CEO (пол, возраст и срок нахождения на посту генерального директора).

### Регрессионная модель: российские компании

Сначала необходимо построить регрессионную модель по данным российских компаний на основе описанной методологии. Важно отметить, что в силу отличий ин-

Таблица 1

**Результаты панельной регрессии с фиксированным и случайными эффектами:  
российские компании, период до и после пандемии COVID-19**

Переменная	До COVID-19		После COVID-19	
<i>Контрольные переменные по деятельности компании</i>				
<i>ROA</i>	0,1341 (0,531)	0,0893 (0,483)	-0,4121*** (0,0573)	-0,3421*** (0,0795)
<i>Current Ratio</i>	-0,1943 (0,034)	-0,1241 (0,034)	0,0243*** (0,0012)	0,0285*** (0,0008)
<i>Taxes/BV</i>	0,0241 (0,087)	0,0346 (0,095)	-0,4852*** (0,1236)	-0,3864*** (0,0731)
<i>Profit/BV</i>	0,0354 (0,031)	0,0372 (0,042)	0,2143*** (0,0431)	0,2984*** (0,0324)
<i>Переменные корпоративного управления</i>				
<i>CEO age</i>	0,0023 (0,008)	0,0011 (0,007)	0,0021 (0,0011)	0,0023 (0,0012)
<i>CEO gender</i>	0,2145 (0,153)	0,2421 (0,151)	-0,1134 (0,1235)	-0,0953 (0,1014)
<i>CEO term</i>	-0,2321 (0,008)	-0,132 (0,012)	0,0243*** (0,0014)	-0,0287*** (0,0013)
<i>Переменные нарциссизма и оптимизма</i>				
<i>Nrcs (noun)</i>	0,4321 (0,425)	—	-0,1965*** (0,0042)	—
<i>Optimism</i>	—	-0,365 (1,865)	—	1,5243*** (0,6394)
<i>Const</i>	0,1353 (0,276)	0,1476 (0,243)	—	—
<i>Параметры модели</i>				
$R^2$	0,1875	0,1821	0,1453	0,1354
Число наблюдений	50	50	50	50

*Примечания:* уровни статистической значимости: \*\*\* — 1%, \*\* — 5%, \* — 10%; в скобках приведены стандартные ошибки коэффициентов модели; прочерки обозначают, что сравнение первого блока метрик (финансовые показатели) и третьего блока (контрольные характеристики СЕО) рассчитываются отдельно по параметрам оптимизма и нарциссизма.

струментария оценки нарциссизма англоязычного и русскоязычного текста состав переменных в моделях по российским и иностранным компаниям несколько отличается. Результаты построения модели представлены в табл. 1.

Исходя из полученных значений регрессионного анализа по российским компаниям, можно сделать вывод о том, что у них наблюдается усиление связи между

склонностями СЕО к оптимизму и нарциссизму и уровнем долга в структуре капитала компании в кризисный период (в рассматриваемом случае — во время пандемии). До пандемии параметры нарциссизма и оптимизма не были статистически значимыми, а с ее началом стали показывать высокий уровень значимости. Аналогичная ситуация наблюдается и по другим параметрам модели.

Изучая значения коэффициентов, можно также сделать ряд важных выводов. Российские генеральные директора-оптимисты осуществляют займы чаще. Это показывает знак перед коэффициентом, имеющий положительное значение. Что касается переменной нарциссизма, то значимый коэффициент имеет отрицательное значение, следовательно, нарциссы занимают реже. Однако такая ситуация наблюдается только после пандемии, до ее начала оба коэффициента не значимы и подобные выводы сделать не представляется возможным.

### Регрессионная модель: иностранные компании

Полученные результаты моделей представлены в табл. 2–5. Значения параметров модели блока 1 (финансовые показатели) и 3 (контрольные переменные CEO) приведены в табл. 2 и 4. Значения параметров блока 2 (оптимизм и нарциссизм) представлены в формате матриц в табл. 3 и 5.

Исходя из полученных результатов можно сделать вывод о том, что до пандемии переменные оптимизма и нарциссизма не были значимы, что аналогично данным модели по российским компаниям. Что касается контрольных финансовых переменных, то показатели налогообложения и прибыльности оказались значимы как до начала, так и после пандемии почти во всех моделях. После начала пандемии все переменные, связанные с нарциссизмом, показали значимость, кроме переменной *Superiority*. При этом переменная оптимизма значима во всех моделях после начала пандемии.

Важно отметить, что все переменные нарциссизма, кроме *Vanity*, имеют отрицательный знак перед коэффициентом, что свидетельствует об обратной связи с коэффициентом *Debt2assets*. Отсюда следует, что чем более склонен CEO к проявлению одной из форм нарциссизма, кроме *Vanity*, тем меньше компания за-

нимает денежных средств. Фактор оптимизма, напротив, имеет положительный знак перед коэффициентом, что подтверждает прямую связь между уровнем оптимизма CEO и уровнем долга в структуре капитала компании. Иными словами, чем более CEO оптимистичен, тем больше он будет прибегать к займам.

В отношении выполнения исследования на двух массивах данных важно отметить следующее. С одной стороны, между иностранным (в том числе американским) и российским стилями управления существует достаточно много различий. В силу географических, социальных, культурных и исторических аспектов в России складывается своя, особенная система менеджмента, которая в определенные периоды совершенствовалась, в том числе и за счет использования международного опыта. С другой стороны, связь нарциссизма и оптимизма имеет одинаковую направленность с уровнем долговой нагрузки в российских и иностранных компаниях, т.е. для принятия решений более значимы личностные характеристики менеджмента, чем стиль управления. Данные выводы вносят научный вклад в рассмотрение теоретических и практических аспектов влияния поведенческих характеристик CEO на финансовые показатели компании.

Таким образом, пандемия коронавируса COVID-19 усилила взаимосвязь между оптимизмом и нарциссизмом CEO и структурой капитала компании. Это означает, что в условиях кризисных ситуаций руководители чаще проявляют черты своего характера и их влияние усиливается.

### ВЫВОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В исследовании проведен анализ влияния личности руководителя и его склонности к нарциссизму и оптимизму на уровень долга в структуре капитала компании. При этом применен массив данных финансовой отчетности и текстов речей публичных выступлений CEO по российским

Таблица 2

**Результаты панельной регрессии с фиксированными эффектами: иностранные компании, период до начала пандемии COVID-19 (2018–2019 гг.)**

Переменная	<i>Self-sufficiency</i>	<i>Superiority</i>	<i>Vanity</i>	<i>Exhibitionism</i>	<i>Nrcs (noun)</i>	<i>Optimism</i>
<i>Контрольные переменные по деятельности компании</i>						
<i>ROA</i>	0,0689 (0,362)	0,1073 (0,383)	0,1101 (0,392)	0,0756 (0,369)	0,1221 (0,385)	0,1032 (0,380)
<i>Current ratio</i>	0,131 (0,057)	0,1150 (0,054)	0,1273* (0,054)	0,1275* (0,054)	0,1176* (0,055)	0,1251* (0,057)
<i>Taxes/BV</i>	-0,6346** (0,238)	-0,6787** (0,236)	-0,6301** (0,220)	-0,6212** (0,216)	-0,6780** (0,235)	-0,6912** (0,241)
<i>Profit/BV</i>	0,1663 (0,097)	0,1712* (0,097)	0,1693* (0,101)	0,1695* (0,108)	0,1736* (0,099)	0,1731* (0,098)
<i>Контрольные переменные корпоративного управления</i>						
<i>CEO age</i>	0,0053** (0,002)	0,0051** (0,002)	0,0053** (0,002)	0,0053** (0,002)	0,0052** (0,002)	0,0052** (0,002)
<i>CEO gender</i>	-0,0244* (0,077)	-0,0191 (0,078)	-0,0197 (0,083)	-0,0211 (0,088)	-0,0214 (0,078)	-0,0237 (0,0091)
<i>CEO term</i>	-0,0035** (0,002)	-0,0033** (0,002)	-0,0034** (0,002)	-0,0033** (0,002)	-0,0034** (0,002)	-0,0034** (0,002)
<i>Параметры модели</i>						
<i>R<sup>2</sup></i>	0,187	0,178	0,175	0,189	0,179	0,1637
Число наблюдений	100	100	100	100	100	100

*Примечания:* уровни статистической значимости: \*\*\* — 1%, \*\* — 5%, \* — 10%; в скобках приведены стандартные ошибки коэффициентов модели.

Таблица 3

**Матрица переменных нарциссизма и оптимизма: иностранные компании, период до начала пандемии COVID-19 (2018–2019 гг.)**

	<i>Self-sufficiency</i>	<i>Superiority</i>	<i>Vanity</i>	<i>Exhibitionism</i>	<i>Nrcs (noun)</i>	<i>Optimism</i>
<i>Self-sufficiency</i>	-3,8953 (3,833)					
<i>Superiority</i>		2,7689 (6,586)				
<i>Vanity</i>			0,1699 (1,019)			
<i>Exhibitionism</i>				-2,6278 (3,353)		
<i>Nrcs (noun)</i>					0,0192 (0,101)	
<i>Optimism</i>						0,3894 (0,275)

*Примечание:* в скобках приведены стандартные ошибки коэффициентов модели.

Таблица 4

**Результаты панельной регрессии с фиксированными эффектами: иностранные компании, период после начала пандемии COVID-19 (2020–2021 гг.)**

Переменная	<i>Self-sufficiency</i>	<i>Superiority</i>	<i>Vanity</i>	<i>Exhibitionism</i>	<i>Nrcs (noun)</i>	<i>Optimism</i>
<i>Контрольные переменные по деятельности компании</i>						
<i>ROA</i>	0,1314 (0,0951)	0,1379 (0,1207)	0,1416 (0,1235)	0,1279 (0,0965)	0,1708 (0,1057)	0,1433 (0,1071)
<i>Current ratio</i>	0,1436 (0,061)	0,1271 (0,056)	0,1383* (0,063)	0,1365* (0,062)	0,1273* (0,056)	0,1356* (0,062)
<i>Taxes/BV</i>	-0,5461*** (0,0438)	-0,5823*** (0,0439)	-0,5701*** (0,0333)	-0,5303*** (0,0387)	-0,5291*** (0,0599)	-0,5901*** (0,0569)
<i>Profit/BV</i>	0,1267*** (0,0171)	0,1289*** (0,0174)	0,1293*** (0,0177)	0,1288*** (0,0175)	0,1249*** (0,0170)	0,1298*** (0,0181)
<i>Контрольные переменные корпоративного управления</i>						
<i>CEO age</i>	0,0054*** (0,0005)	0,0055 (0,0003)	0,0054*** (0,0005)	0,0054*** (0,0005)	0,0052*** (0,0005)	0,0053*** (0,0005)
<i>CEO gender</i>	-0,0017 (0,0119)	0,0011 (0,0179)	0,0067 (0,0093)	-0,0015 (0,0115)	0,0039 (0,0131)	-0,0004 (0,013)
<i>CEO term</i>	-0,0038*** (0,000)	-0,0039*** (0,000)	-0,0037*** (0,000)	-0,0038*** (0,000)	-0,0036*** (0,0001)	-0,0038*** (0,000077)
<i>Параметры модели</i>						
$R^2$	0,1935	0,1947	0,1921	0,1906	0,1953	0,2031
Число наблюдений	100	100	100	100	100	100

Примечания: уровни статистической значимости: \*\*\* — 1%, \*\* — 5%, \* — 10%; в скобках приведены стандартные ошибки коэффициентов модели.

Таблица 5

**Матрица переменных нарциссизма и оптимизма: иностранные компании, период после начала пандемии COVID-19 (2020–2021 гг.)**

	<i>Self-sufficiency</i>	<i>Superiority</i>	<i>Vanity</i>	<i>Exhibitionism</i>	<i>Nrcs (noun)</i>	<i>Optimism</i>
<i>Self-sufficiency</i>	-3,8953 (3,833)					
<i>Superiority</i>		2,7689 (6,586)				
<i>Vanity</i>			0,1699 (1,019)			
<i>Exhibitionism</i>				-2,6278 (3,353)		
<i>Nrcs (noun)</i>					0,0192 (0,101)	
<i>Optimism</i>						0,3894 (0,275)

Примечание: в скобках приведены стандартные ошибки коэффициентов модели.

и иностранным компаниям. В качестве инструментария были использованы библиотеки по работе с массивами данных и текстовыми данными языка программирования Python. На основе собранных массивов данных были построены регрессионные модели, с помощью которых проверялась значимость факторов исследования.

Исходя из полученных в процессе регрессионного анализа результатов, можно сделать выводы о подтверждении/опровержении гипотез исследования.

*Гипотезу H1* о влиянии нарциссизма на уровень долга в структуре капитала компании можно принять, так как и по российским, и по иностранным компаниям наблюдается статистическая значимость факторов, за исключением *Vanity*. Однако данная гипотеза принимается с оговоркой о том, что значимость выявилась после пандемии. В данной гипотезе подтверждается обратная взаимосвязь факторов: чем CEO более склонен к нарциссизму, тем ниже уровень долга в структуре капитала. Значит, более самовлюбленные CEO готовы к риску меньше, так как не хотят подвергать сомнению свой имидж и репутацию. Данный вывод не совпадает с результатами исследования [Gerstner, Hambrick, Konig, 2014], в котором, наоборот, утверждается, что CEO-нарциссы более склонны к риску, чем менее нарциссические. Не совпадает он и с выводами работы [Chatterjee, Hambrick, 2011], где связь между уровнем нарциссизма и показателями долга не была найдена.

Аналогичная ситуация складывается и с *гипотезой H2* о влиянии оптимизма на уровень долга в структуре капитала компании. Гипотеза подтверждается только в период после начала пандемии как по российским, так и по иностранным компаниям. Но в отличие от *гипотезы H1* здесь подтверждается прямая связь: чем более оптимистичен CEO, тем выше уровень долга в структуре капитала компании. Следовательно, более оптимистичные

CEO готовы к большему риску и большим обязательствам, так как верят в то, что смогут пройти трудности успешно и сохранить стабильность. Полученные выводы частично не совпадают с выводами работы [Campbell et al., 2011], где подтверждена гипотеза о том, что более оптимистичные CEO склонны к более оптимальным инвестиционным решениям, которые способны в будущем приводить компанию к максимизации ее стоимости. Увеличение долга в период турбулентности — далеко не всегда наиболее оптимальное инвестиционное решение.

*Гипотеза H3* о том, что пандемия коронавируса повлияла на связь между оптимизмом и нарциссизмом CEO с уровнем долга в структуре капитала компании также принимается, так как до пандемии ни по российским, ни по иностранным компаниям не улавливалась статистическая значимость параметров, в то время как после начала пандемии по всем факторам она появилась. Иными словами, в пандемию усилилась связь личностных характеристик CEO (склонность к нарциссизму и оптимизму) и уровня долговой нагрузки в структуре капитала компании.

Таким образом, на основе проведенных исследований все гипотезы подтвердились полностью или частично.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Настоящее исследование посвящено проблематике оценки связи между склонностями CEO к нарциссизму и оптимизму и финансовой устойчивостью компании, которая становится крайне актуальной в периоды высокой финансовой турбулентности, когда привычных инструментов рыночной оценки компаний становится недостаточно.

Исследование обладает научной новизной в сфере изучения поведенческих финансов и расширяет имеющиеся наработки в области анализа кризисных ситуаций и поведенческих финансов в разных эко-

номических и социокультурных пространствах.

Теоретическая значимость работы заключается во вкладе в поведенческую теорию и в доказательстве того факта, что СЕО действует менее рационально, более импульсивно, исходя из собственных личностных установок, в периоды экономической нестабильности.

Что касается практической значимости исследования, то его результаты могут быть использованы при анализе поведенческих характеристик СЕО и структуры капитала управляемой им компании. Для разных экономических агентов информация о финансовом состоянии корпорации, полученная исходя из уровня нарциссизма и оптимизма СЕО, может способствовать принятию грамотных финансовых и инвестиционных решений.

Например, мажоритарным инвесторам корпораций это позволит строить оптимальную инвестиционную стратегию и принимать наиболее эффективные решения при управлении ею. Для миноритариев данная информация может служить важнейшим аспектом при инвестировании в данную корпорацию или выходе из нее в наиболее подходящий период. Для контрагентов корпорации — это важный фактор при принятии решений о совместной работе в отношении

того, сможет ли корпорация действительно исполнить свои обязательства, несмотря на заявления топ-менеджмента.

Инвестиционное сообщество может использовать настоящую работу как основу для проведения анализа финансового состояния корпораций, исходя из публичных выступлений СЕО, с учетом которых могут приниматься инвестиционные решения и разрабатываться инвестиционные стратегии компаний.

Основное ограничение исследования сводится к использованию в рамках анализа только двух массивов данных — без их подразделения на отрасли, регионы мира.

В ходе дальнейшего анализа можно провести подробные исследования на массивах данных других стран в целях оценки страновых особенностей. Кроме того, представляется целесообразным расширение анализа посредством изучения влияния нарциссизма и оптимизма СЕО на финансовые показатели компании для отдельных отраслей, а также применение других методов оценки нарциссизма и оптимизма. Особое внимание исследователей может быть направлено на изучение поведения СЕО на примере различных кризисных ситуаций, возникающих в экономике.

## ЛИТЕРАТУРА НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

- Макеева Е. Ю., Аршавский И. В. 2014. Применение нейронных сетей и семантического анализа для прогнозирования банкротства. *Корпоративные финансы* 8 (4): 130–141.
- Федорова Е. А., Демин И. С., Хрустова Л. Е., Федоров Ф. Ю., Осетров Р. А. 2017. Влияние тональности писем СЕО на финансовые показатели компании. *Российский журнал менеджмента* 15 (4): 441–462.
- Федорова Е. А., Ледяева С. В., Федоров Ф. Ю., Демин И. С., Денисова Т. М. 2019. Влияние уровня оптимизма и уровня нарциссизма СЕО на структуру капитала компании. *Корпоративные финансы* 13 (1): 60–75.
- Федорова Е. А., Федоров Ф. Ю., Толкачев А. В. 2016. Взаимосвязь новостного фона и притока прямых иностранных инвестиций в регионы России. *Пространственная экономика* (4–5): 75–92.

## REFERENCES IN LATIN ALPHABET

- Ahn J.S., Josiassen A., Assaf G., Baker M. 2020. Narcissistic CEOs and corporate social responsibility: Does the role of an outside board of directors matter? *International Journal of Hospitality Management* **85**. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2019.102350>
- Aktas N., de Bodt E., Roll R., Bollaert H. 2016. CEO narcissism and the takeover process: From private initiation to deal completion. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* **51** (1): 113–137. <https://doi.org/10.1017/S0022109016000065>
- Avolio B.J., Gardner W.L., Walumbwa F.O., Luthans, F., May D.R. 2004. Unlocking the mask: A look at the process by which authentic leaders impact follower attitudes and behaviors. *The Leadership Quarterly* **15** (6): 801–823. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2004.09.003>
- Baker M., Wurgler J. 2002. Market timing and capital structure. *The Journal of Finance* **57** (1): 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Ben-David I., Graham J.R., Harvey C.R. 2007. Managerial overconfidence and corporate policies. *National Bureau of Economic Research* (13711): 1–55.
- Byun K.A.K., Al-Shammari M. 2021. When narcissistic CEOs meet power: Effects of CEO narcissism and power on the likelihood of product recalls in consumer-packaged goods. *Journal of Business Research* **128**: 45–60. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.02.001>
- Campbell T.C., Gallmeyer M., Johnson S.A., Rutherford J., Stanley B.W. 2011. CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics* **101** (3): 695–712. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.004>
- Campbell W.K., Goodie A.S., Foster J.D. 2004. Narcissism, confidence, and risk attitude. *Journal of Behavioral Decision Making* **17** (4): 297–311. <https://doi.org/10.1002/bdm.475>
- Chatterjee A., Hambrick D.C. 2011. Executive personality, capability cues, and risk taking: How narcissistic CEOs react to their successes and stumbles. *Administrative Science Quarterly* **56** (2): 202–237. <https://doi.org/10.1177/0001839211427534>
- Gerstner W.C., König A.E., Hambrick D.C. 2014. CEO narcissism, audience engagement, and organizational adoption of technological discontinuities. *Administrative Science Quarterly* **59** (1): 257–291. <https://doi.org/10.1177/0001839214524154>
- Hambrick D.C. 2007. Upper echelons theory: An update. *The Academy of Management Review* **32** (2): 334–343. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.24345254>
- Jiraporn P., Chintrakarn P., Liu Y. 2012. Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of Financial Services Research* **42** (3): 139–158. <https://doi.org/10.1007/s10693-011-0109-8>
- Langabeer II J.R., Dellifrairie J.L. 2011. Incorporating strategic management into public health emergency preparedness. *Journal of Emergency Management* **9** (2): 17–25. <https://doi.org/10.5055/jem.2011.0050>
- Lin C.Y., Ho P.H., Chen Y., Yen J.F. 2020. CEO overconfidence and bank loan contracting. *Journal of Corporate Finance* **64** (C). <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101637>
- Luthans F., Avolio B.J., Avey J.B., Norman S.M. 2007. Positive psychological capital: Measurement and relationship with performance and satisfaction. *Personnel Psychology* **60** (3): 541–572. <https://doi.org/10.1111/j.1744-6570.2007.00083.x>
- Nevecká B., Baas M., Ten Velden F.S. 2016. The bright side of threatened narcissism: Improved performance following ego threat. *Journal of Personality* **84** (6): 809–823. <https://doi.org/10.1111/jopy.12223>
- O'Reilly III C.A., Doerr B., Chatman J.A. 2018. “See You in Court”: How CEO narcissism increases firms’ vulnerability to lawsuits. *The Leadership Quarterly* **29** (3): 365–378. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2017.08.001>
- Patel P.C., Cooper D. 2014. The harder they fall, the faster they rise: Approach and avoidance focus in narcissistic CEOs. *Strategic Management Journal* **35** (10): 1528–1540. <https://doi.org/10.1002/smj.2162>

- Peni E. 2014. CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management & Governance* **18** (1): 185–205. <https://doi.org/10.1007/s10997-012-9224-7>
- Pourehсан S., Esfandabadi S.A.J., Tajrobehkar M. 2022. The relationship between economic resilience, age and psychological well-being with the mediating role of optimism in COVID-19 epidemic in small and medium businesses. *Iran Occupational Health Journal* **19** (1): 215–227. <https://doi.org/10.52547/ioh.19.1.215>
- Puri M., Robinson D.T. 2007. Optimism and economic choice. *Journal of Financial Economics* **86** (1): 71–99. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.003>
- Tversky A., Kahneman D. 1992. Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty* **5**: 297–323. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-20451-2\\_24](https://doi.org/10.1007/978-3-319-20451-2_24)
- Twenge J.M., Campbell W.K. 2009. *The Narcissism Epidemic: Living in the Age of Entitlement*. Simon and Schuster: New York.
- Wu W., Zheng C., Wang H., Wu Y.J. 2019. Effect of narcissism, psychopathy, and machiavellianism on entrepreneurial intention — the mediating of entrepreneurial self-efficacy. *Frontiers in Psychology* **10** (360). <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2019.00360>
- Yang J., Chang M., Li J., Zhou L. 2020. Exploring the moderated mediation relationship between leader narcissism and employees' innovative behavior. *Chinese Management Studies* **15** (1): 137–154. <https://doi.org/10.1108/CMS-10-2019-0363>

## TRANSLATION OF REFERENCES IN RUSSIAN INTO ENGLISH

- Makeeva E.Yu., Arshavsky I.V. 2014. The use of neural networks and semantic analysis to predict bankruptcy. *Corporate finance* **8** (4): 130–141. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.8.4.2014.130-141> (In Russian)
- Fedorova E.A., Demin I.S., Khrustova L.E., Fedorov F.Yu., Osetrova R.A. 2017. The influence of the tone of CEO's letters on the financial performance of the company. *Russian Management Journal* **15** (4): 441–462. <https://doi.org/10.21638/11701/spbu18.2017.403> (In Russian)
- Fedorova E.A., Ledyeva S.V., Fedorov F.Yu., Demin I.S., Denisova T.M. 2019. The influence of the CEO's level of optimism and narcissism on the company's capital structure. *Corporate Finance* **13** (1): 60–75. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.13.1.2019.60-75> (In Russian)
- Fedorova E.A., Fedorov F.Yu., Tolkachev A.V. 2016. The relationship between the news background and the inflow of foreign direct investment into the regions of Russia. *Spatial economics* (4–5): 75–92. <https://doi.org/10.14530/se.2016.4.075-092> (In Russian)

Статья поступила в редакцию  
30 мая 2023 г.

Принята к публикации  
15 февраля 2024 г.

---

***CEO's tendency to narcissism and optimism: The impact on a company's debt burden before and during the COVID-19 pandemic (2018–2021)***

***E. A. Fedorova, D. P. Krotov, A. O. Anosova***

*Financial University under the Government of Russian Federation*

**Goal:** to assess the impact of the level of the CEO's optimism and narcissism on the capital structure of companies in the developed and emerging markets before and during the COVID-19 pandemic. **Methodology:** the study is based on 100 Western companies from the "Forbes Global 2000" list and 50 leading Russian companies in terms of revenue and capitalization. The assessment of narcissism and optimism was carried out by application of text analysis based on the bag of words and the pronoun counting method. Using the Anglin dictionary, four manifestations of narcissism were assessed — superiority (manifestation of superiority), vanity (vanity), exhibitionism (narcissism), self-sufficiency (arrogance). The hypotheses about the relationship between a CEO's personality characteristics (narcissism and optimism) and the company's capital structure were tested by using panel regression with fixed effects. **Findings:** the study revealed that the influence of the behavioral characteristics of a CEO increased during the crisis period (pandemic), which may indicate the tendency of managers to act less rationally and more impulsively; the result was confirmed for both domestic and foreign managers. The interplay between narcissism and optimism has a similar trend with the level of debt burden in Russian and international companies, i.e. for decision-making, the personal characteristics of management are more important than regional business specifics. **Originality and contribution of the authors:** the study contributes to the literature on behavioral finance by assessing the impact of a CEO's narcissism and optimism in the context of the COVID-19 pandemic and expanding the existing work towards the analysis of crisis situations as well as behavioral finance in different economic and sociocultural areas. The paper proposes text analysis to assess personal characteristics of CEOs.

**Keywords:** CEO, narcissism, optimism, corporate governance, capital structure, text analysis, COVID-19 pandemic.

**For citation:** Fedorova E.A., Krotov D.P., Anosova A.O. 2024. CEO's tendency to narcissism and optimism: The impact on a company's debt burden before and during the COVID-19 pandemic (2018–2021). *Russian Management Journal* **22** (1): 29–50. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2024.102> (In Russian)

**Для цитирования:** Федорова Е.А., Кротов Д.П., Аносова А.О. 2024. Склонность CEO к нарциссизму и оптимизму: влияние на долговую нагрузку компаний до начала и в период пандемии COVID-19 (2018–2021 гг.). *Российский журнал менеджмента* **22** (1): 29–50. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2024.102>

*Initial Submission: May 30, 2023*

*Final Version Accepted: February 15, 2024*