

# Impactul caracteristicilor structurilor de conducere asupra indicatorilor de performanță ai firmelor componente ale indicelui S&P 500 din industria tehnologică

Ana-Gabriela RUSU

Academia de Studii Economice din București

## Abstract

*Corporate governance is becoming increasingly important. This is evidenced by the various issues of major companies coming to light as people pay more attention to CSR concepts. Scandals such as those arising from questionable practices of large companies like Wells Fargo, Equifax, Enron, and many others have raised questions about the effectiveness of corporate governance mechanisms. This has led to stricter laws and the introduction of new regulations aimed at improving these mechanisms. Thus, the purpose of the study is to analyse the influence that leadership structure characteristics have on financial performance. The empirical analysis is based on 39 technology companies, components of the S&P 500 Index. The research relies on panel data analysis over a period of 12 years (2011-2022). The results show that the characteristics of leadership structures impact the economic and financial profitability rates of technology companies within the S&P 500 Index.*

**Keywords:** CEO duality, gender diversity, board size, independency, compensation committee, leverage, ROA, ROE, technology sector, USA, S&P 500

**Termeni-cheie:** dualitatea CEO, diversitate de gen, dimensiunea boardului, independență, comitet de remunerare, levier, ROA, ROE, sector tehnologic, SUA, S&P 500

**Clasificare JEL:** C4, G34, H32, N22

**To cite this article:** Ana-Gabriela Rusu, *Impactul caracteristicilor structurilor de conducere asupra indicatorilor de performanță ai firmelor componente ale indicelui S&P 500 din industria tehnologică*, *CECCAR Business Review*, N° 5/2024, pp. 13-21, <http://dx.doi.org/10.37945/cbr.2024.05.02>

## ➔ Introducere

De-a lungul timpului, guvernanta corporativă a fost marcată de o evoluție constantă, ca răspuns la provocările economice și sociale. Începând cu companiile de comerț din secolul al optsprezecelea și până la cele moderne globale, importanța guvernantei corporative a crescut semnificativ, reflectând nevoia continuă de transparență, responsabilitate și practici etice în mediul de afaceri.

În lumea contemporană de business, guvernanta corporativă a început să aibă un rol esențial în asigurarea succesului pe termen lung al companiilor. Acest concept se referă în principal la sistemul prin care societățile sunt conduse și controlate, având la bază un set de reguli, practici și procese prin care se urmărește echilibrarea intereselor tuturor stakeholderilor (acționari, manageri, clienți, furnizori, finanțatori etc.). Astfel, guvernanta corporativă vizează în principal promovarea transparenței, responsabilității și integrității în cadrul unei organizații.

Având în vedere evenimentele trecute în care au fost implicate companii precum Wells Fargo, Equifax sau Enron, care au subliniat necesitatea unor reforme serioase, importanța guvernantei corporative nu poate fi subestimată, aceasta având un impact direct asupra performanței financiare. O structură solidă de guvernare corporativă contribuie nu numai la luarea unor decizii mai bune, ci și la reducerea riscurilor de fraudă și abuz, precum și la ameliorarea relațiilor cu investitorii. Toate acestea conduc la îmbunătățirea reputației și totodată la creșterea valorii acționarilor și a performanțelor pe termen lung.

Scopul studiului este reprezentat de analiza influenței pe care caracteristicile structurilor de conducere o au asupra performanței financiare a companiilor componente ale indicelui S&P 500 din industria tehnologică.

Eșantionul conține observații din 2011 până în 2022. Alegerea indicelui S&P și a sectorului tehnologic a fost motivată de importanța celui dintâi, fiind cel mai cunoscut din lume, și, respectiv, de interesul tot mai mare pe care îl primesc companiile de tehnologie, cărora le sunt atribuite tot mai multe articole științifice și de presă.

Ca variabile dependente am ales ROE și ROA, acestea fiind cele mai utilizate rate de performanță, iar ca variabile independente am optat pentru dualitatea CEO, mărimea boardului, ponderea femeilor în acesta și independența comitetului de remunerare.

Motivația ce stă la baza acestui studiu și la alegerea variabilelor a fost înțelegerea rolului pe care îl joacă variabilele de guvernare corporativă în obținerea performanței pe termen lung a firmelor și implicit aprofundarea cunoașterii în domeniu, lucrarea adresându-se atât mediului academic, cât și celui de afaceri.

Pe scurt, am obținut următoarele relații: diversitatea de gen are impact direct asupra ratelor de performanță, în timp ce independența comitetului de remunerare are o influență directă și semnificativă statistic doar asupra ROA. Dualitatea CEO are un efect negativ atât asupra ROA, cât și asupra ROE, iar între dimensiunea boardului și ratele de rentabilitate nu există o relație semnificativă statistic.

Din perspectiva structurii studiului, primul capitol redă Codul de Guvernare Corporativă al Statelor Unite ale Americii, Commonsense Principles 2.0, un element-cheie care trebuie înțeles încă de la început pentru a putea interpreta și analiza rezultatele obținute. A doua parte este formată din prezentarea literaturii de specialitate, unde am rezumat cercetări științifice din domeniu cu scopul de a avea o bază de pornire și de comparație cu propriile descoperiri. În secțiunea a treia am descris baza de date folosită, statisticile descriptive ale acesteia și metodologia utilizată. Capitolul al patrulea prezintă rezultatele și interpretarea lor, iar următorul capitol include concluziile și potențialele modalități de îmbunătățire a studiului.

## 1. Codul de Guvernare Corporativă al SUA

Codul de Guvernare Corporativă al SUA, Commonsense Principles 2.0, a fost actualizat ultima dată pe 18 octombrie 2018, în cadrul acestuia regăsindu-se opt capitole în care sunt prezentate explicit standardele ce țin de guvernarea corporativă pe care companiile listate la bursele de valori din SUA ar trebui să le respecte.

Primul capitol este și cel mai lung deoarece în cadrul acestuia găsim recomandările ce țin de boardul de directori. Astfel, este de dorit să existe majoritate semnificativă de membri independenți, iar în cazul comitetelor de audit, nominalizare, remunerare și de guvernare, să fie toți independenți. De asemenea, aceștia trebuie să fie foarte diverși pentru a putea asigura o varietate de perspective. Nu sunt făcute recomandări în ceea ce privește rotația boardului sau vârsta de pensionare.

În cel de-al doilea capitol sunt prezentate responsabilitățile boardului de directori privind comunicarea cu părțile terțe și setarea punctelor principale de discuție în cadrul întâlnirilor, precum deciziile de business pentru viitor, evaluarea performanței CEO și a planului de îndeplinire a obiectivelor, crearea de valoare pentru acționar, riscurile potențiale și semnificative, standardele de performanță și îngrijorările-cheie ale acționarilor. Pentru a asigura o discuție deschisă și liberă se recomandă ca aceasta să aibă loc în absența CEO și a altor manageri.

Al treilea capitol evidențiază drepturile acționarilor. Astfel, nu este recomandat votul cu două clase, toți acționarii fiind considerați la fel de importanți, iar pentru a preveni potențialele abuzuri ale acționarilor minoritari se recomandă impunerea unui număr minim de acțiuni cumpărate.

Capitolul următor se referă la raportarea publică, importante fiind transparența privind rezultatele financiare trimestriale și oferirea unor previziuni. Obiectivele pe termen lung trebuie prezentate și explicate într-o manieră ce permite evaluarea și măsurarea acestora.

Al cincilea capitol scoate în evidență rolul funcțiilor de conducere ale consiliului de administrație, board leadership. Există două structuri comune pentru un board leadership independent în SUA: *chairman* și *lead independent director*. Acesta decide dacă este corespunzător ca rolurile de *chairman* și CEO să fie separate sau combinate. Dacă ele sunt combinate, compania va trebui să aibă un *lead independent director* și o structură de guvernare puternice. Responsabilitățile celor doi, *chairman* și *lead independent director*, trebuie să fie bine delimitate, agreeate de board și prezentate acționarilor.

Capitolul șase face referire la verificarea modului în care este gestionat planul pentru atingerea obiectivelor. Managerii de nivel superior pot fi evaluați de către consiliul de administrație și de către acționari prin intermediul opiniilor angajaților-cheie, contactul direct cu ei fiind util pentru realizarea acestei analize. Companiile trebuie să prezinte acționarilor planul boardului pentru atingerea obiectivelor și de asemenea să aibă și un plan de rezervă în caz de urgență sau situații neprevăzute.

Al șaptelea capitol dezvăluie recomandările privind remunerarea managementului. Astfel, aceasta ar trebui făcută în funcție de industrie și de natura businessului. De asemenea, este necesar ca remunerarea să aibă continuitate și să asigure alinierea cu performanța pe termen lung. O altă recomandare este ca salariul să aibă o componentă pe termen lung și una pe termen scurt, avându-se în vedere și remunerarea cu acțiuni sau instrumente similare. În final se menționează faptul că societățile ar trebui să mențină o politică *clawback* atât pentru componenta cash, cât și pentru cea de capital.

În ultimul capitol este prezentat rolul investitorilor instituționali în guvernarea corporativă. Astfel, ei trebuie să își exercite dreptul de vot atent în contextul obținerii de valoare pe termen lung și să participe activ alături de management și de board la gestionarea businessului, precum și să evalueze performanța directorilor. De asemenea, investitorii instituționali trebuie să atenționeze compania cu privire la problemele critice cât mai repede posibil într-un mod constructiv și proactiv, creând o relație de încredere între acționari și firmă. În final, se menționează foarte clar că aceștia trebuie să facă public votul din cadrul adunărilor generale ale acționarilor.

Așadar, în urma prezentării acestui cod am putea concluziona că, în Statele Unite ale Americii, guvernarea corporativă pune accentul pe bunăstarea acționarilor, ei fiind stakeholderii cei mai importanți, pe crearea de valoare pe termen lung și pe rolul foarte important al investitorilor instituționali în ceea ce privește aspectele de guvernare corporativă.

## 2. Revizuirea literaturii de specialitate

Guvernarea corporativă devine din ce în ce mai importantă, aspect evidențiat de diversele probleme ale marilor companii care ies la iveală pe măsură ce oamenii acordă tot mai multă atenție conceptelor de CSR (*corporate social responsibility*). Scandalurile care au avut loc din cauza practicilor chestionabile ale unor mari companii precum Wells Fargo, Equifax, Enron și multe altele au ridicat o serie de întrebări referitoare la eficacitatea mecanismelor de guvernare corporativă. Acest lucru a dus la înăsprirea legilor și introducerea de noi reglementări care și-au propus să îmbunătățească mecanismele respective. Două dintre aceste demersuri sunt reprezentate de seturile de legi Sarbanes Oxley, din 2002, și Dodd-Frank, din 2010.

Totuși, o mare parte din cercetările efectuate în domeniul guvernării corporative în zilele noastre nu se concentrează pe problemele cu care se confruntă corporațiile sub acest aspect, ci pe impactul variabilelor de guvernare corporativă asupra performanței financiare.

În cadrul stadiului cunoașterii vom analiza pe scurt concluziile unor asemenea cercetări folosind literatura de specialitate. Toate studiile parcurse în acest capitol au folosit ca indicatori de performanță fie ROA, ROE, Tobin's Q, fie o combinație a acestora.

Prima variabilă independentă, dualitatea CEO, a fost de-a lungul anilor ținta a numeroase cercetări, fiind una dintre cele mai importante considerente de guvernare corporativă.

Conform lui [Cullinan et al. \(2012\)](#), dualitatea CEO apare atunci când același individ deține atât poziția de CEO, cât și pe cea de președinte al consiliului de administrație. În unele țări (de exemplu, în Regatul Unit), dualitatea CEO nu este considerată optimă din punctul de vedere al unei bune guvernante corporative. Pe de altă parte însă, aceasta este încă o practică obișnuită în SUA.

[Finkelstein și D'Aveni \(1994\)](#) au sugerat că dualitatea CEO este ca o sabie cu două tăișuri, având efecte opuse pe care consiliile trebuie să le balanseze astfel încât puterea managementului să nu afecteze în mod advers interesele deținătorilor de acțiuni.

[Falaye \(2007\)](#) a examinat relația dintre dualitatea CEO și performanța companiei. Rezultatele studiului arată că dualitatea CEO este benefică doar pentru unele firme, acest lucru fiind o funcție a caracteristicilor lor. Din altă perspectivă, [Rutledge et al. \(2016\)](#) au ajuns la concluzia că dualitatea CEO are efecte negative asupra performanței companiilor componente ale indexului NASDAQ-100.

În ceea ce privește numărul de membri ai consiliului de administrație, [Campion și Higgs \(1995\)](#) susțin că un consiliu trebuie să conțină cel mai mic număr de membri care aduc resursele de care este nevoie și care sunt capabili să ducă la bun sfârșit sarcinile necesare – cu cât consiliul este mai mic, cu atât mai bine (plecând de la premisa că acesta nu este *short-staffed*).

Într-o cercetare privind impactul consiliului de administrație asupra performanței firmei, [McIntyre et al. \(2007\)](#) au descoperit o relație pozitivă între numărul de membri dintr-un consiliu de administrație și performanța companiei. Prin urmare, cu cât numărul membrilor unui consiliu crește, cu atât performanța financiară tinde să sporească. De asemenea, un alt studiu, realizat de [Chaganti et al. \(1985\)](#), a examinat relația dintre performanța financiară și dimensiunea boardului comparând perechi de 21 de firme de retail care fie au dat faliment, fie nu. Rezultatele arată că entitățile care nu au dat faliment au avut un număr mai mare de membri în consiliu.

Dintr-o altă perspectivă, [Evans și Dion \(1991\)](#) au ajuns la concluzia că un consiliu de administrație este mai coeziv, existând o corelație pozitivă între coeziunea grupului de membri și performanța financiară.

Un aspect care devine din ce în ce mai important în prezent este diversitatea de gen a consiliilor de administrație. Privind în retrospectivă, femeile au fost excluse în cele mai multe culturi de la educația formală. Din această cauză, lipsa de capital uman feminin competitiv este argumentul principal care a fost folosit pentru a explica dezechilibrele de gen în consiliile de administrație ([Terjesen et al., 2009](#)). Ulterior, s-a pus problema dacă nu cumva prezența femeilor în consiliile de administrație duce la îmbunătățirea indicatorilor de performanță. În acest sens, au fost realizate numeroase studii prin care s-a analizat dacă și în ce măsură trăsăturile de caracter specifice femeilor din board influențează performanța unei companii. Unul dintre acestea este cel al lui [Herrera-Cano și Gonzalez-Perez \(2019\)](#), care a presupus compilarea a 80 de studii pe acest subiect și prelucrarea lor folosind tehnici meta-analitice și review sistematic. Concluzia la care s-a ajuns este că, deși pozitivă, corelația dintre numărul de femei din consiliile de administrație și performanța financiară nu este semnificativă statistic.

Independența consiliului de remunerare este necesară pentru asigurarea unei guvernante corporative bune și transparente într-o companie. Atunci când acest consiliu nu este independent, nu ne putem asigura că remunerația este stabilită într-un mod obiectiv și echitabil, membrii fiind influențați de interesul monetar personal.

Într-un studiu în care se analizează independența acestui comitet și influența pe care o are asupra performanței financiare, [Cybinski și Windsor \(2013\)](#) sugerează că mărimea firmei este un factor important în determinarea alinierii compensației CEO cu performanța financiară. Spre exemplu, firmele mari au tendința de a face asta, pe când cele mici, nu, iar acest aspect afectează în mod implicit performanța financiară.

Un studiu realizat de [Appiah și Chizema \(2015\)](#) examinează dacă există o corelație pozitivă semnificativă între comitetul de remunerare și eșecul corporativ. Aceștia au folosit 1.835 de observații anuale pentru 98 de firme nonfinanciare din Regatul Unit care au eșuat și 269 care nu au eșuat, folosind date cross-seționale, fixe și modele Logit. Ei au descoperit că există o legătură negativă între independența directorului comitetului de remunerare și eșecul companiei.

### 3. Baza de date și metodologia cercetării

Pentru realizarea acestei lucrări am colectat și utilizat date cu frecvență anuală, din 2011 până în 2022, pentru 39 de companii componente ale indicelui S&P 500 din industria tehnologică, motivul pentru care am ajuns la această selecție fiind lipsa datelor. Astfel, am colectat date cu privire la dualitatea CEO, mărimea boardului, diversitatea de gen și independența comitetului de remunerare. Ca variabile dependente am ales ratele de performanță ROA și ROE. Pentru verificarea variabilelor am efectuat testul unit root, analizând dacă seria de date are o rădăcină unitară, însă pentru toate variabilele s-a acceptat ipoteza alternativă, acestea fiind staționare. Totuși, deoarece seriile de date pentru ponderea femeilor în board și levierul financiar prezentau valori extreme destul de mari, am apelat la procedeul de winsorizare de 10%, ajungând la un panel de date format din 406 observații.

Așadar, descrierea variabilelor utilizate este următoarea:

- **rentabilitatea activelor (*return on assets* – ROA).** Deoarece este un indicator care ne ajută să evaluăm eficiența cu care o firmă generează profit cu activele pe care le are la dispoziție, acesta este cel mai util atunci când comparăm companii din aceeași industrie, datorită faptului că activele necesare pentru desfășurarea activității sunt aceleași;
- **rentabilitatea capitalurilor proprii (*return on equity* – ROE).** Este unul dintre cei mai importanți indicatori pentru măsurarea performanței unei entități, estimând câștigurile pe o unitate de capital investit. Asemenea ROA, rata rentabilității financiare este foarte utilă atunci când avem de comparat companii din aceeași industrie, aceasta fiind diferită de la un sector de activitate la altul.
- **dualitatea CEO.** În studiu, acest indicator va lua forma unei variabile dummy, astfel: va lua valoarea 1 dacă funcțiile de director general și președinte al consiliului de administrație revin aceleiași persoane, iar în caz contrar, valoarea va fi 0;
- **dimensiunea boardului.** Reprezintă numărul total de membri ai consiliului de administrație;
- **ponderea femeilor în board.** Arată procentajul femeilor în consiliul de administrație;
- **independența comitetului de remunerare.** Constituie proporția membrilor independenți din cadrul comitetului de remunerare;
- **levierul.** Deși eșantionul este format doar din companii din industria tehnologică, particularitățile consiliilor de administrație pot crea probleme cu privire la interpretarea rezultatelor. Pentru a înlătura acest neajuns, am inclus și levierul, definit ca raport între datorii și capitaluri proprii.

Tabelul 1. Prezentarea variabilelor

Variabile	Unitate de măsură	Notăție	Sursa	Efect așteptat
<b>✓ Dependente</b>				
Rentabilitatea activelor	%	ROA	LSEG – Refinitiv	
Rentabilitatea capitalurilor proprii	%	ROE	LSEG – Refinitiv	
<b>✓ Independente</b>				
Dualitatea CEO	Dummy (1/0)	CEO_D	LSEG – Refinitiv	Negativ
Dimensiunea boardului	Coeficient	BS	LSEG – Refinitiv	Pozitiv
Ponderea femeilor în board	%	BGD_WIN	LSEG – Refinitiv	Pozitiv
Independența comitetului de remunerare	%	CCI	LSEG – Refinitiv	Pozitiv
<b>✓ De control</b>				
Lever	%	D_E_WIN	LSEG – Refinitiv	

Sursa: Prelucrare proprie.

În tabelele de mai jos sunt prezentate statisticile descriptive pentru variabilele utilizate în cadrul modelelor econometrice, precum și matricea de corelație.

Tabelul 2. Statisticile descriptive

	BGD_WIN	BS	D_E_WIN	CCI	CEO_D
Medie	0,20917	10,25616	0,67896	0,99229	0,53695
Mediană	0,20000	10,00000	0,43000	1,00000	1,00000
Maximum	0,38460	15,00000	2,67900	1,00000	1,00000
Minimum	0,07140	4,00000	0,00000	0,75000	0,00000
Abaterea standard	0,07952	1,97350	0,71922	0,03883	0,49925
Skewness	0,17147	-0,17722	1,67083	-5,02019	-0,14819
Kurtosis	2,06818	2,98974	4,97113	27,13350	1,02196
Jarque-Bera	16,67817	2,12691	254,63030	11.558,06000	67,67482
Probabilitate	0,00024	0,34526	0,00000	0,00000	0,00000
Sumă	84,92460	4.164,00000	275,65700	402,87120	218,00000
Suma pătratelor abaterilor	2,56089	1.577,36000	209,49480	0,61052	100,94580
Observații	406	406	406	406	406

Sursa: Prelucrare proprie în EViews.

După cum se poate observa, în cazul variabilei BS, valoarea lui Skewness este negativă și apropiată de 0, iar valoarea lui Kurtosis este apropiată de 3, ceea ce înseamnă că această serie de date este distribuită normal, fapt confirmat și de probabilitatea testului Jarque-Bera, care este mai mare de 5%. Pentru variabilele CEO\_D și CCI, observăm tot un Skewness negativ, astfel că seriile de date au o asimetrie negativă, CEO\_D fiind platicurtică, adică distribuția seriei este una mai plată comparativ cu o distribuție normală. CCI este leptocurtică (Kurtosis fiind mai mare decât 3), ceea ce înseamnă că datele sunt foarte concentrate în jurul mediei. Astfel, seriile de date pentru aceste variabile nu au o distribuție normală.

Seriile de date aferente variabilelor BGD\_WIN și D\_E\_WIN nu sunt distribuite normal, acestea fiind asimetrice pozitiv; prima serie prezintă o distribuție platicurtică, iar cea de-a doua, o distribuție leptocurtică.

Tabelul 3. Matricea de corelație

	BGD_WIN	CEO_D	BS	D_E_WIN	CCI
BGD_WIN	1				
CEO_D	0,17267	1			
BS	0,07718	-0,02309	1		
D_E_WIN	-0,08647	-0,06026	-0,07160	1	
CCI	0,12067	0,32618	-0,08585	0,09299	1

Sursa: Prelucrare proprie în EViews.

Prin intermediul matricei de corelație am analizat multicolaritatea. Astfel, variabilele care ar fi prezentat o corelație puternică nu ar fi fost incluse în model, valoarea de referință fiind +/-0,4. Deoarece niciun indice de corelație nu are o valoare mai mare decât pragul de referință utilizat, toate variabilele au fost eligibile pentru a fi incluse în regresie.



Pentru realizarea acestei lucrări am construit două modele econometrice bazate pe un panel de date și am folosit metoda Least Squares (LS) pentru a investiga impactul caracteristicilor boardului asupra performanței financiare, respectiv ROA și ROE.

Astfel, ecuațiile modelelor de regresie sunt:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \times BGD\_WIN + \beta_2 \times CEO\_D + \beta_3 \times BS + \beta_4 \times CCI + \beta_5 \times D\_E\_WIN \quad (1)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 \times BGD\_WIN + \beta_2 \times CEO\_D + \beta_3 \times BS + \beta_4 \times CCI + \beta_5 \times D\_E\_WIN \quad (2)$$

Pentru realizarea modelelor am decis să nu aplicăm efecte fixe sau aleatorii deoarece, atât în cazul ROA, cât și în cel al ROE, datele nu sunt distribuite normal, fapt care ar putea denatura veridicitatea estimărilor generate de modelele cu efecte fixe și aleatorii.

#### 4. Prezentarea și interpretarea rezultatelor

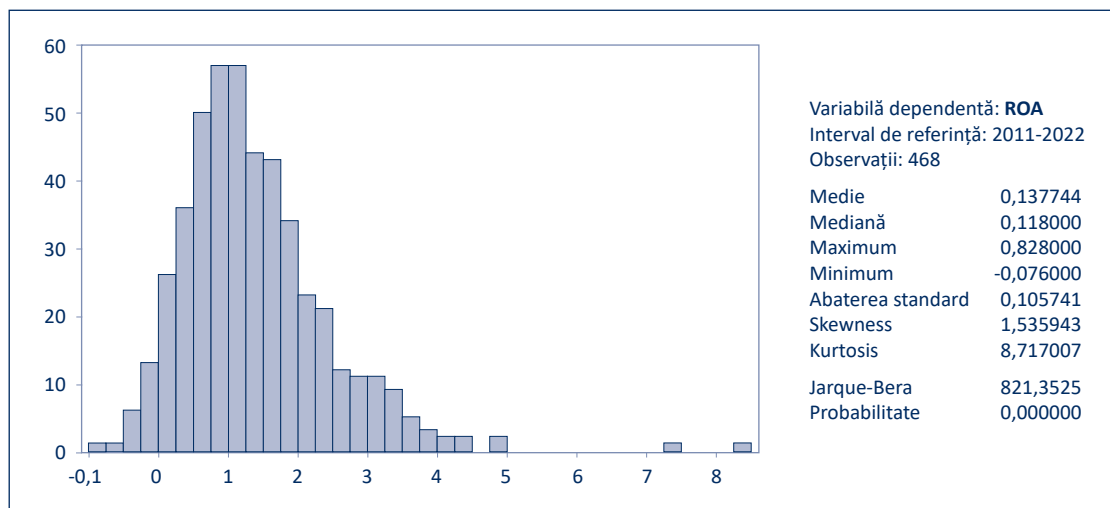


Figura 1. Distribuția seriei de date ROA

Sursa: Prelucrare proprie în EViews.

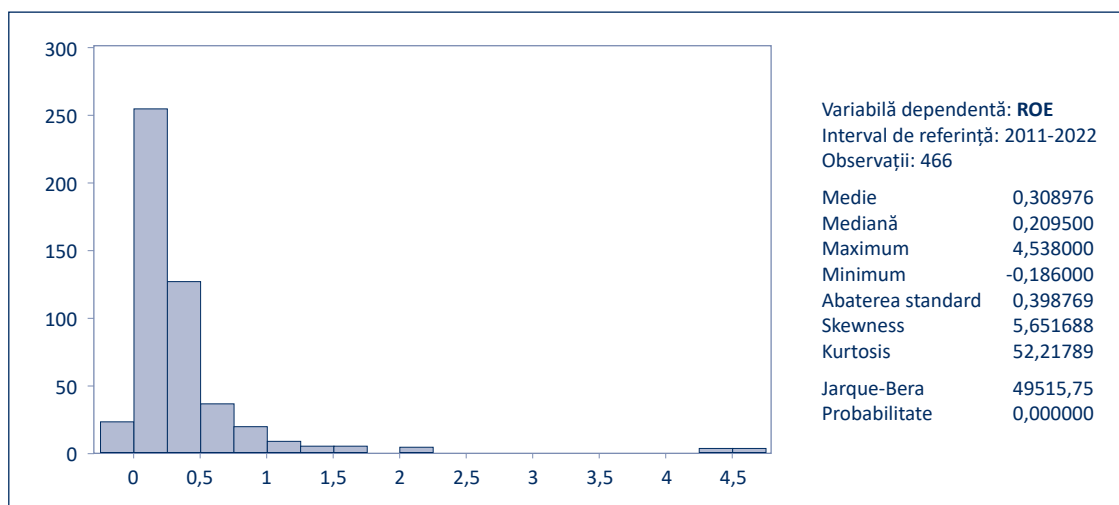


Figura 2. Distribuția seriei de date ROE

Sursa: Prelucrare proprie în EViews.

Tabelul 4. Modelele obținute

Variabilă dependentă: ROA					Variabilă dependentă: ROE				
Variabile	Coeficient	Abaterea standard	t-statistic	Probabilitate	Variabile	Coeficient	Abaterea standard	t-statistic	Probabilitate
BGD_WIN	0,31142	0,06567	4,74185	0,00000	BGD_WIN	1,25370	0,24554	5,10584	0,00000
CEO_D	-0,04055	0,01101	-3,68223	0,00030	CEO_D	-0,09705	0,04091	-2,37209	0,01820
BS	-0,00290	0,00279	-1,04252	0,29780	BS	0,01085	0,01035	1,04801	0,29530
D_E_WIN	-0,01321	0,00719	-1,83714	0,06690	D_E_WIN	0,17724	0,02673	6,63090	0,00000
CCI	0,36454	0,13410	2,71841	0,00680	CCI	0,90800	0,49767	1,82450	0,06880
C	-0,22993	0,13928	-1,65088	0,09950	C	-1,02462	0,51684	-1,98249	0,04810
R-squared				0,09554	R-squared				0,17305
Adjusted R-squared				0,08426	Adjusted R-squared				0,16272
Probabilitate (F-statistic)				0,00000	Probabilitate (F-statistic)				0,00000

Sursa: Prelucrare proprie în EViews.

Analizând modelele obținute, putem spune că acestea sunt reușite. Primul are aproape toți coeficienții semnificativi la un prag de semnificație de 5%, iar probabilitatea lui F-statistic ne arată că și modelul este unul valid. Valoarea lui R-squared este de 0,09554, ceea ce înseamnă că variația ROA este influențată în proporție de 9,55% de model.

În cazul celui de-al doilea model, situația este la fel, doi dintre coeficienți având probabilități mai mari decât pragul de semnificație de 5%, astfel că acestea nu sunt semnificative din punct de vedere statistic și nu pot fi interpretate. Modelul este în continuare semnificativ, valoarea probabilității lui F-statistic fiind mai mică de 0,05, iar R-squared este mai mare, valoarea sa fiind de aproximativ 17%.

Comparând cele două modele, putem observa că variabila privind ponderea femeilor în cadrul boardurilor are un impact direct asupra ambelor rate de performanță financiară. Acest efect poate fi explicat prin diferența care există de regulă între bărbați și femei, cele din urmă fiind mai orientate către interesele clienților și stakeholderilor și concentrându-se mai mult pe prioritățile pe termen lung. De asemenea, companiile cu mai multe femei în board tind să aibă o reputație mai bună.

Dualitatea CEO are un impact negativ atât asupra rentabilității economice, cât și asupra celei financiare, ocuparea ambelor funcții de conducere putând contribui la diminuarea independenței boardului, așa cum spune și teoria de agent, care ar putea determina luarea unor decizii nepotrivite la un moment dat.

Mărimea boardului are un impact negativ asupra ROA și un efect pozitiv asupra ROE, însă nu este semnificativă din punct de vedere statistic. Totuși, o diversitate mai mare de păreri și cunoștințe ar putea conduce la luarea unor decizii de business mai oportune, așa cum este recomandat de altfel și în Codul de Guvernanță Corporativă al Statelor Unite.

Relația dintre independența comitetelor de remunerare și ambele rate de rentabilitate este una directă deoarece în acest fel se poate asigura o remunerare obiectivă, transparentă și echitabilă astfel încât să stimuleze performanța. Totuși, în cazul ROE, relația nu este semnificativă statistic la un prag de semnificație de 5%.

## 5. Concluzii

Diversitatea de gen are un impact direct asupra ratelor de performanță, iar independența comitetului de remunerare are un efect pozitiv doar asupra ROA. Astfel, dacă numărul femeilor din board și gradul de independență al comitetului de remunerare cresc, este de așteptat ca și ratele de rentabilitate să sporească.



Dualitatea CEO are un efect semnificativ atât asupra ROA, cât și asupra ROE, aceasta influențând în mod indirect variabilele dependente deoarece ocuparea ambelor funcții principale de conducere de către o singură persoană poate determina un management defectuos, nesustenabil pe termen lung.

Relația dintre dimensiunea boardului și ratele de rentabilitate este ne semnificativă statistic, deși Commonsense Principles 2.0 recomandă existența unei diversificări cât mai mari pentru obținerea de perspective multiple care să contribuie la crearea de valoare și creșterea companiei.

Posibilele îmbunătățiri ale acestei cercetări ar putea viza extinderea bazei de date prin introducerea mai multor companii și realizarea analizei și pentru alte industrii și alți indici. De asemenea, includerea altor variabile explicative ar putea reprezenta un factor semnificativ pentru realizarea viitoarelor studii pe acest subiect.

### Bibliografie

1. Appiah, K.O., Chizema, A. (2015), *Remuneration Committee and Corporate Failure*, Corporate Governance, vol. 15, nr. 5, pp. 623-640, <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0129>.
2. Campion, M.A., Higgs, A.C. (1995), *Design Work Teams to Increase Productivity and Satisfaction*, HR Magazine, vol. 40, nr. 10, pp. 101-105.
3. Chaganti, R.S., Mahajan, V., Sharma, S. (1985), *Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Industry*, Journal of Management Studies, vol. 22, nr. 4, pp. 400-417, <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1985.tb00005.x>.
4. Cullinan, C.P., Barton Roush, P., Zheng, X. (2012), *CEO/Chair Duality in the Sarbanes-Oxley Era: Board Independence Versus Unity of Command*, în Jeffrey, C. (editor), *Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting (Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting, vol. 16)*, Emerald Publishing, Leeds, pp. 167-183, [https://doi.org/10.1108/S1574-0765\(2012\)0000016009](https://doi.org/10.1108/S1574-0765(2012)0000016009).
5. Cybinski, P., Windsor, C. (2013), *Remuneration Committee Independence and CEO Remuneration for Firm Financial Performance*, Accounting Research Journal, vol. 26, nr. 3, pp. 197-221, <https://doi.org/10.1108/ARJ-08-2012-0068>.
6. Evans, C.R., Dion, K.L. (1991), *Group Cohesion and Performance: A Meta-Analysis*, Small Group Research, vol. 22, nr. 2, pp. 175-186, <http://dx.doi.org/10.1177/1046496491222002>.
7. Falaye, O. (2007), *Does One Hat Fit All?*, Journal of Management and Governance, vol. 11, pp. 239-259, <http://hdl.handle.net/10.1007/s10997-007-9028-3>.
8. Finkelstein, S., D'Aveni, R.A. (1994), *CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command*, Academy of Management Journal, vol. 37, pp. 1079-1108, <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:167748043>.
9. Herrera-Cano, C., Gonzalez-Perez, M.A. (2019), *Representation of Women on Corporate Boards of Directors and Firm Financial Performance*, Diversity within Diversity Management (Advanced Series in Management, vol. 22), Emerald Publishing, Leeds, pp. 37-60, <https://doi.org/10.1108/S1877-636120190000022003>.
10. McIntyre, M.L., Murphy, S.A., Mitchell, P. (2007), *The Top Team: Examining Board Composition and Firm Performance*, Corporate Governance, vol. 7, nr. 5, pp. 547-561, <https://doi.org/10.1108/14720700710827149>.
11. Rutledge, R.W., Karim, K.E., Lu, S. (2016), *The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity*, Journal of Applied Business and Economics, vol. 18, nr. 2, <https://articlegateway.com/index.php/JABE/article/view/838>.
12. Terjesen, S., Sealy, R., Singh, V. (2009), *Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda*, Corporate Governance: An International Review, vol. 17, nr. 3, pp. 320-337, <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00742.x>.