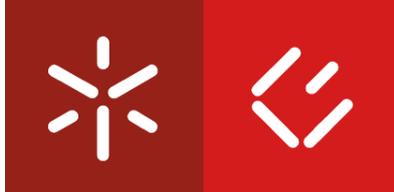


**Universidade do Minho**  
Escola de Economia e Gestão

Sara Filipa Afonso Barbosa

**O efeito da independência do Conselho de  
Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**





**Universidade do Minho**  
Escola de Economia e Gestão

Sara Filipa Afonso Barbosa

**O efeito da independência do Conselho de  
Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

Dissertação de Mestrado  
Mestrado em Finanças

Trabalho elaborado sob a orientação de:  
**Professora Doutora Florinda Silva**

## DECLARAÇÃO

**Nome:** Sara Filipa Afonso Barbosa

**Endereço electrónico:** saraafonso Barbosa@gmail.com

**Número do Bilhete de Identidade:** 14513973 5ZY4

**Título da dissertação:** O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

**Orientador:** Professora Doutora Florinda Silva

**Ano de conclusão:** 2018

**Designação do Mestrado:** Mestrado em Finanças

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO PARCIAL DESTE TRABALHO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE.

Universidade do Minho, \_\_\_ / \_\_\_ / \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Nome completo

## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer o esforço e apoio da minha orientadora, Professora Florinda Silva. Obrigada pela partilha de conhecimentos, paciência e pela orientação, que tornou possível a conclusão desta dissertação no tempo estimado.

Um obrigada especial aos meus amigos. Especialmente aos meus colegas de mestrado que suportaram todas as minhas dúvidas, forneceram conselhos e o encorajamento necessário.

Em último lugar, mas não menos importante, um obrigada do fundo do coração à minha família. Pela confiança depositada em mim, por acreditarem e me darem o apoio que eu mais precisava. Em especial, obrigada à minha mãe. Serei eternamente grata.

Obrigada!



# **The effect of the independence of the board of directors on US companies value.**

## **Abstract**

The presence of external directors in companies is considered as one of the key elements for the existence of good corporate governance, an appreciation that is increasing nowadays. In this way, it is essential to implement these directors in the board of directors, with a view to increase their value. In the specific case of the United States of America, in 2002, the Sarbanes-Oxley Act was implemented which requires US companies to include independent directors in their administration. Thus, this dissertation makes a detailed analysis of these aspects, using a sample of 1570 American companies, over a time horizon between 2002 and 2017. The previous literature suggests ambiguous results, but there is a predominance in the conclusion that the independent directors will have a positive impact on the value of the company, increasing control, discipline and reducing agency costs.

Different tests were carried out, namely regression analysis using fixed effects models controlling also for year and industry fixed effects and the instrumental variable model estimated using the two-stage least square method to deal with the endogeneity problem. Three measures of company value are analysed: the return on assets (ROA), the return on equity (ROE) and Tobin's Q.

The results obtained suggest that the external directors increase the value of the company, in particular when value is measured by Tobin's Q.

**Keywords:** Board of Directors; Corporate Governance; Independent Directors; Sarbanes-Oxley Act; Firm value



# **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

## **Resumo**

A presença de diretores externos nas empresas é considerada como um dos elementos chave para a existência de uma boa governança corporativa, apreciação essa cada vez mais crescente. Desta forma, torna-se essencial a implementação destes diretores no conselho de administração das empresas, com vista a aumentar o valor das mesmas. No caso concreto dos Estados Unidos da América foi implementado, em 2002, o acordo de Sarbanes-Oxley que exige que as empresas americanas incluam na sua administração diretores independentes. Neste contexto, esta dissertação efetua uma análise detalhada a estes aspetos, utilizando uma amostra de 1570 empresas americanas, num horizonte temporal entre 2002 e 2017. A literatura anterior sugere resultados algo contraditórios, existindo, no entanto, uma predominância na conclusão de que os diretores independentes terão um impacto positivo no valor da empresa, aumentando o controlo, a disciplina e reduzindo os custos de agência.

Foram realizados diversos testes, nomeadamente a análise de regressão pelo Modelo de Efeitos Fixos, controlando também para efeitos de ano e indústria e também o modelo de variáveis instrumentais utilizando a metodologia Método dos Mínimos Quadrados a dois passos para controlar o problema da endogeneidade. As medidas de valor analisadas foram o rácio de rentabilidade de ativos (ROA), o rácio de rentabilidade de capitais próprios (ROE) e o Tobin's Q.

Os resultados obtidos sugerem que os diretores externos aumentam o valor da empresa, em particular quando a medida de valor utilizada é o Tobin's Q.

**Palavras-Chave:** Conselho de Administração, Governança Corporativa, Diretores Independentes, Acordo Sarbanes-Oxley, Valor da Empresa



# Índice

1. Introdução.....	1
2. Revisão de literatura.....	3
2.1 Desenvolvimento do Conselho de Administração e Governança Corporativa.....	3
2.2 Teorias de Governança Corporativa .....	6
2.3 Impacto do acordo de Sarbanes-Oxley no valor da empresa .....	8
2.4 A existência de diretores externos e o impacto no valor das empresas .....	10
3. Hipóteses e Métodos.....	16
3.1 Hipótese de investigação.....	16
3.2 Metodologia e Especificação das Variáveis .....	16
4. Descrição dos Dados .....	21
4.1 Amostra.....	21
4.2 Estatísticas Descritivas .....	22
5. Resultados empíricos .....	25
6. Conclusão .....	35
Referências.....	37
Anexos.....	43



## **Lista de tabelas**

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas das Variáveis .....	233
Tabela 2 – Correlação de Pearson entre as diferentes variáveis.....	234
Tabela 3 – Estimativas dos coeficientes de regressão utilizando o Método dos Mínimos Quadrados (Pooled OLS) .....	255
Tabela 4 – Estimativas dos coeficientes de regressão utilizando Modelo de Efeitos Fixos, com efeitos fixos para empresa, ano e indústria.....	277
Tabela 5 – Estimador de Variáveis Instrumentais(1ºPasso).....	31
Tabela 6 – Estimador de Variáveis Instrumentais (2ºPasso).....	32



# O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

## 1. Introdução

O conselho de administração de uma empresa refere-se a um conjunto de indivíduos eleitos que têm como principal responsabilidade escolher e monitorizar o Chief Executive Officer (CEO) da empresa, representar os interesses de todos os acionistas, gerir a riqueza financeira da empresa, tomar decisões, definir objetivos, entre outras questões que são constantemente colocadas. Resumidamente, ajuda a resolver os problemas organizacionais inerentes à gestão de uma organização (Mace, 1986).

Utilizando a definição de Hermalin e Weisbach (2003, p.1), o conselho de administração é atualmente “a legal requirement for corporations. They define the board of directors as an economic institution that, in theory, helps to solve the agency problems inherent in managing an organization.”.

A escolha do tema a abordar foi, considerando toda a importância acima referida, estudar o impacto da estrutura do conselho de administração no valor da empresa, utilizando dados das empresas dos Estados Unidos da América (EUA). Ao longo dos tempos a importância da administração tem sido cada vez mais notória dentro das organizações, aumentando significativamente ao longo das décadas, como é afirmado por MacAvoy e Millstein (1999). Também Hermalin e Weisbach (1988) realçam o facto de a composição do conselho de administração afetar as tarefas que têm de ser desempenhadas e também, o que pode ser feito para melhorar a sua eficácia. Pressupondo a existência, nos dias de hoje, de uma maior atenção na forma como a governança corporativa atua, notando que se torna ainda mais pertinente investigar em concreto o impacto da independência do conselho de administração. A independência da administração refere-se à existência de diretores externos, definidos em termos genéricos como diretores que não estão diretamente envolvidos no funcionamento interno da empresa, normalmente trabalham com outra empresa e trazem conhecimentos e experiência, além de uma visão exterior que se torna, dessa forma, mais objetiva em relação a objetivos e disputas.

O principal objetivo neste estudo é verificar se a inclusão de diretores externos na administração tem um efeito positivo ou negativo na organização, utilizando as

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

empresas dos Estados Unidos da América como base de forma a tentar aprofundar algumas das questões mais relevantes que dizem respeito aos tópicos em análise, visto que os estudos anteriores englobam, em grande parte, um número muito elevado de países além dos EUA. Esta escolha é baseada no facto de o mercado americano ser o mais desenvolvido e de maior dimensão, com um maior número de empresas, a nível global.

Além de utilizarem um número elevado de países, os estudos anteriores focam também várias características do conselho de administração simultaneamente, não evidenciando unicamente a independência do conselho de administração e o seu efeito no valor das empresas americanas. É, neste contexto, que este estudo visa uma atualização da literatura já existente, que apresenta resultados diversos. Autores como Harley e Wiggins (2004) e Knyazeva et al. (2013) apresentam evidência de um efeito positivo dos diretores externos no conselho de administração e, por outro lado, Agrawal e Knoeber (2007) e Bhagat e Black (2000) mostram resultados negativos da influência dos diretores externos.

Esta dissertação está organizada da seguinte forma. A secção 2 apresenta a revisão de literatura relacionada com o tema e os principais desafios empíricos. Na secção 3 são descritos os métodos utilizados e a hipótese em estudo. Na secção 4 são apresentados e descritos os dados e a amostra selecionada. Posteriormente, na secção 5 apresentam-se os resultados empíricos e, por fim, na secção 6 apresentam-se as principais conclusões alcançadas com a pesquisa e as limitações referentes ao estudo e que podem ser um auxílio a investigações futuras.

# O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

## 2. Revisão de literatura

### 2.1 Desenvolvimento do Conselho de Administração e Governança Corporativa

A estrutura do conselho de administração é uma das principais áreas de interesse no que diz respeito à pesquisa em governança corporativa. Em particular as funções do mesmo, visto que têm sido alvo de intensiva investigação nas últimas décadas após o colapso de grandes empresas americanas no ano de 2002. Ano permanentemente lembrado pela onda de escândalos que abalaram a confiança nas empresas americanas, tais como Enron, WorldCom e Tyco. Também a globalização e a liberalização dos mercados financeiros exigiram das partes interessadas numa organização um aumento na responsabilização e também uma maior transparência das mesmas, o que levou à necessidade da criação de um conselho de administração, com o objetivo de debater constantemente questões relacionadas com a governança corporativa.

Shleifer e Vishny (1997) enaltecem a importância do conselho de administração, isto porque defendem que o mesmo desempenha o papel de ligação entre os gestores e os acionistas. As indagações já realizadas tiveram em vista a identificação de qual seria a composição ótima da administração, investigando também a eficácia da sua estrutura no controlo do comportamento dos chefes executivos, promovendo assim a criação de valor na empresa.

Argumentos teóricos podem ser utilizados para perceber a importância do conselho de administração, nomeadamente mecanismos externos de governança corporativa, como a concorrência do mercado e dos produtos, o mercado de controlo corporativo e o mercado de trabalho de gestão; e também mecanismos internos, como a estrutura de propriedade e auditoria. Tudo isto exige disciplina na gestão de uma empresa (Anderson et al., 2004).

A principal motivação para o foco deste estudo ser o conselho de administração, prende-se com o facto de, como já foi referido, ser um dos principais e mais importantes mecanismos de governança corporativa, que monitoriza e aconselha a administração na responsabilidade de proteger os interesses dos acionistas (Fama e Jensen, 1983). Johnson et al. (1999) sugerem que as principais missões da

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

administração se prendem com funções de controlo, serviço e dependência de recursos, sendo que a função de controlo implica que os diretores monitorizem os gestores, efetuando contratações, demissões e também a determinação da compensação executiva. Por outro lado, o papel da função de serviço pretende fornecer informações ao conselho no que se prende com questões administrativas, de gestão e formulação de estratégias. Finalmente, a função de dependência de recursos fornece apoio facilitando a aquisição desses mesmos recursos. No mercado americano é importante a análise da governança corporativa, Gompers *et al.* (2003) mostram que empresas bem governadas são mais valorizadas, tornando-se, conseqüentemente, um aspeto a ter em conta para os investidores na altura da tomada de decisão.

A importância da criação de valor nas empresas é clara, tornando-se um dos principais recursos do negócio, isto porque, não só ajuda a construir a reputação necessária para atrair capital, mas também porque contribui fortemente para o desenvolvimento sustentável da economia de uma nação. É defendido convictamente pela literatura que a qualidade do conselho de administração é um fator determinante na criação de valor da empresa. De acordo com Safieddine (2009), para que o mecanismo de governança seja totalmente eficiente, é necessário que todos os intervenientes participem ativamente, isto é, todos os acionistas e todos os membros do conselho de administração. Só deste modo se poderá suportar a melhoria contínua do valor da empresa, sendo assim um tema de grande relevância tanto a nível académico como a nível prático.

Desde o século XIX que Adam Smith introduz nos seus estudos a existência de problemas de agência dentro das organizações, relatando um conflito de interesses entre os gestores e os acionistas<sup>1</sup>, questionando-se constantemente porque razão algumas empresas são bem-sucedidas e outras não o são. Para o economista e

---

<sup>1</sup> Os gestores de uma empresa não conseguem deter todos os ganhos da organização se forem bem-sucedidos no seu trabalho, e não sofrerão todas as perdas ao tomar decisões de risco. Assim sendo, o incentivo que estes gestores têm para maximizar o valor da empresa é bastante menor do que se fossem eles próprios os acionistas da empresa. Deste modo, os gestores têm mais incentivos para correr mais riscos, serem menos dedicados à empresa e menos esforçados para atingir os objetivos da mesma.

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

filósofo, a criação de um conselho de administração é o melhor mecanismo interno de governança corporativa para combater esta questão, isto porque o principal objetivo é representar e proteger os acionistas dos gestores, que muitas vezes podem ter diferentes e os seus próprios objetivos, agindo assim de forma contrária ao interesse dos acionistas, sendo notória, assim, uma separação entre propriedade e controlo.

A governança corporativa é, de acordo com a definição da OCDE<sup>2</sup> (1999, p. 3) “o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A sua estrutura específica, como os direitos são distribuídos, como serão ditadas as regras e procedimentos para a tomada de decisões nas questões de gestão das empresas, e a distribuição das responsabilidades das diferentes partes interessadas da empresa: o conselho de administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes. E assim, fornece a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos, as formas de os atingir e monitorizar o seu desempenho”. Também segundo Jensen e Meckling (1976) pode ser definida como um conjunto de mecanismos externos e internos de incentivo e controlo, que visam minimizar os custos decorrentes dos problemas de agência. Os dois principais modelos de governança corporativa baseiam-se nos sistemas anglo-saxónicos, nos Estados Unidos da América e no Reino Unido, e no sistema continental, presente na Europa e no Japão.

Visto que este estudo se concentra nos Estados Unidos da América é, essencialmente, o modelo anglo-saxónico o mais pertinente. Este modelo radica na ideia de que o mercado desempenha um papel autorregulador sobre os gestores, de acordo com esta ideia as empresas que desvalorizam, isto é, que na sequência das decisões dos gestores não criem valor, tornam-se mais vulneráveis a operações de aquisição, colocando em risco a manutenção dos cargos de gestão. A grande vantagem deste modelo é a proximidade do órgão de fiscalização em relação ao

---

<sup>2</sup> A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico publicou os “Princípios de Governo das Sociedades” em 1999 (atualizado em 2004), princípios esses que foram acolhidos pelos países-membros como padrão, embora não fosse obrigatória a sua aplicação. Foi também definido pelo Banco Mundial como forma de avaliar as práticas de governança corporativa nos mercados emergentes.

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

órgão de administração. O conselho de administração desempenha um papel de gestão, a comissão de auditoria de fiscalização e o ROC<sup>3</sup> audita as contas da empresa. Nos países onde o sistema anglo-saxónico é o principal modelo de governança corporativa, a componente de remuneração é variável, em função da cotação da empresa, assegurando um maior alinhamento dos interesses do gestor com os dos acionistas. Este modelo de governança corporativa está influenciado pela estrutura da propriedade de empresas. Nos EUA e Reino Unido existe uma elevada dispersão de capital nas empresas cotadas em bolsa, pelo que o acionista não tem capacidade relevante de influenciar o gestor. As empresas nestes países são caracterizadas por um capital disperso e são geridas por um corpo restrito de diretores, os quais podem ou não ser detentores de qualquer ação da empresa. O conselho de administração é tipicamente integrado por diretores internos e diretores externos.

Tipicamente, nos EUA, no seio do conselho de administração são criados comités compostos por diretores independentes, tais como o comité de auditoria (para a nomeação, contratação, acompanhamento e despedimento do auditor externo), o comité de fixação de vencimentos (para a fixação das remunerações dos diretores executivos, incluindo a formulação de um juízo de valor sobre o seu desempenho) e o comité de nomeações (para nomeação de novos diretores).

### **2.2 Teorias de Governança Corporativa**

O facto de ser preferível uma predominância de diretores externos no conselho de administração tem como fundamento, em larga escala, a teoria dos custos de agência. Esta teoria, proposta por Jensen e Meckling (1976) e primeiramente identificada por Berle e Means (1932), é baseada na noção generalista da separação entre propriedade e controlo, isto é, é uma teoria baseada no controlo da empresa pois explica como os conflitos de interesses existentes entre gestores e proprietários e entre proprietários/gestores e credores podem influenciar nas decisões de financiamento das empresas, percecionando que os gestores podem ter objetivos que diferem dos objetivos dos proprietários. Nessa mesma linha de

---

<sup>3</sup> Revisor Oficial de Contas

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

raciocínio, a grande maioria dos autores argumentam que os gestores podem aumentar a sua remuneração quando a empresa cresce, mesmo que esse crescimento não origine um aumento do valor da empresa.

Os gestores acreditam que possuem mais experiência e um melhor conhecimento em relação à empresa quando comparados com os diretores da mesma, pois estes não se envolvem nos aspetos operacionais. Desta forma, podem ser levadas a cabo decisões não controladas e que podem, eventualmente, originar custos adicionais para os diretores. Além disso, quando os interesses dos gestores e acionistas entram em conflito, os gestores trabalham apenas para os seus interesses. No exemplo concreto dos EUA, os direitos dos gestores não são fortes e a democracia social é fraca, ambiente propício para que os gestores não mantenham os seus objetivos alinhados com os dos acionistas, tornando-se necessária a combinação de diretores externos com diretores internos, de forma a administrar os conflitos.

Eisenhardt (1989), Jensen e Meckling (1976) e Mizruchi e Stearns (1988), defendem exatamente a mesma teoria. Assim, de acordo com a teoria dos custos de agência, o conselho de administração deverá ser composto por uma percentagem de diretores externos para colmatar este problema. Neste caso em concreto, Harley e Wiggins (2004) explicam que a principal vantagem na existência de diretores externos é o facto de os rendimentos dos próprios serem baseados no património da empresa, isto é, um claro alinhamento com os interesses dos acionistas. Também La Porta et al. (1999) constataam que o mercado financeiro e de capital são mais desenvolvidos nos países com mais qualidade de proteção ao investidor, seguindo a lógica de que os investidores optarão por aplicar os seus recursos em ambientes nos quais há menos chance de ser expropriado ou no qual se sintam mais protegido.

Em alternativa, existe a “Stewardship Theory” que defende que os diretores tendem a atuar mais no interesse da empresa do que no seu próprio interesse, isto porque estes responsáveis valorizam mais os aspetos de auto-reconhecimento, prestígio, realização profissional, responsabilidade, altruísmo, crenças, respeito pela autoridade e a motivação intrínseca pela satisfação na realização das suas

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

tarefas. Esta teoria cresceu a partir de Donaldson e Davis (1989 e 1991) e é exatamente o contrário do que é defendido na teoria dos custos de agência.

Relativamente a teorias que prezem o exterior da organização, e não o interior como as anteriores, temos a “Resource Dependence Theory”, defendida por Aldrich e Pfeffer (1976) e Pfeffer e Salancik (1978) que têm em consideração os sistemas em que as organizações se inserem, as transações com o meio envolvente e as situações menos positivas que advêm das redes de interdependência com todas as outras organizações. No mesmo âmbito temos também a “Stakeholders Theory”, que privilegia a maximização da riqueza criada pela empresa para todas as partes interessadas da organização, não se restringindo apenas à preocupação com o valor das ações dos acionistas. Pelo que os gestores deveriam ter em conta o efeito das decisões empresariais sobre todos os stakeholders da empresa.

### **2.3 Impacto do acordo de Sarbanes-Oxley no valor da empresa**

De forma a prevenir outros escândalos financeiros, foi necessário proceder à introdução de códigos e recomendações nos quais são incluídas as melhores e mais eficazes práticas de governança nas empresas. Nos EUA, a maior reforma do mercado de capitais e no que diz respeito à prática governativa é o acordo de Sarbanes-Oxley (SOx), assinado a 30 de julho de 2002 pelo presidente Bush. As principais reformas sugeridas prendem-se com a responsabilidade corporativa, aprimorar as declarações financeiras e combater a fraude corporativa e contabilística.

Resumidamente, o SOx define e obriga por lei as empresas a procederem à implementação de uma série de medidas visando uma reestruturação dos seus processos, com vista a aumentar o controlo, a transparência e a segurança, práticas estas que já eram consideradas em todo o mundo como sendo representativas de uma boa governança corporativa, nomeadamente no Reino Unido, onde em 1992 foi oficializado o Cadbury Report que espelhava e onde eram reconhecidas as melhores práticas governativas no contexto europeu. A, partir desse momento vários países lançaram reformas no conselho de administração (Dahya e McConnell, 2007).

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

Os principais objetivos são a restauração da confiança dos investidores, a melhoria da precisão e aumento da confiabilidade. Contudo, o maior e principal objetivo das medidas adotadas pelo SOx é o aumento do valor das empresas (Fauver, *et al.*, 2017).

É neste contexto que entra a importância dos membros externos, com a criação de mecanismos de auditoria e segurança de maior confiança. Torna-se pertinente existir nas equipas uma considerável quantidade de diretores externos, atribuindo-lhes uma maior responsabilidade e uma atitude mais proativa na monitorização, com o intuito de evitar fraudes, reduzindo assim os riscos e garantindo a desejada transparência. Com este acordo os padrões das bolsas alteraram, sendo exigido que a maioria da administração das empresas cotadas em bolsa seja independente, isto é, diretores que não tenham uma relação com a empresa que possa interferir com o exercício de julgamento independente na realização de responsabilidade de diretor. As regras prendem-se por exemplo com a exigência de que não seja um funcionário atual da empresa, não pode ter sido empregado nos últimos três anos, nem pode ter um parente próximo empregado, podendo até haver penalidades para as empresas que não cumpram estes requisitos. A exigência de que os diretores externos cumpram estes requisitos é um dos principais mandamentos do acordo.

Os estudos do impacto deste acordo na criação de valor das empresas apresentam resultados ambíguos. Exemplificando, Li, *et al.* (2008) e Rezaee e Jain (2005) encontram evidências de um efeito positivo, contrariamente Zhang (2005) evidencia um efeito negativo do SOx no valor das empresas. No entanto, estas diferenças podem dever-se ao facto de cada um deles apresentar datas diferentes associadas às regras e é fornecida uma diferente interpretação ao facto de se as informações lançadas nessas diferentes datas aumentam ou diminuem a probabilidade de que a lei fosse aprovada.

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

### **2.4 A existência de diretores externos e o seu impacto no valor das empresas**

As consequências inerentes à existência de diretores externos no conselho de administração são amplamente estudadas, ao longo dos últimos anos.

Primeiramente, é importante fornecer uma definição globalmente aceita do que se entende por diretor externo. Hermalin e Weisbach (1988) definem genericamente como diretor externo, aquele que não exerce o seu trabalho a tempo inteiro na empresa, normalmente é o CEO de outra empresa e traz inúmeras vantagens precedentemente mencionadas, tais como uma maior experiência, uma visão mais clara e uma avaliação exterior, conduzindo a uma apreciação mais objetiva, isto é, fornecem capacidades informativas e de gestão que, de outra forma, não estariam disponíveis na organização.

A independência da administração acaba por ser determinante na qualidade da mesma, na medida em que os diretores externos podem reduzir a influência dos membros internos, além de desempenharem um papel imprescindível em áreas onde os interesses da administração, da empresa e dos acionistas entram maioritariamente em desacordo, nomeadamente a remuneração dos executivos, as mudanças de controlo corporativo, grandes aquisições ou fusões ou as funções de auditoria, por exemplo.

Inúmeros estudos empíricos reconhecem a importância dos membros externos como uma garantia de sucesso para uma empresa. Por exemplo, Elloumi e Gueyie (2001) concluem que empresas com mais diretores externos enfrentam menos, e em menor escala, problemas financeiros, Daily *et al.* (2003) evidenciam que a probabilidade de falência nas empresas com estas características é menor. A literatura normativa sugere ainda que o conselho de administração pode monitorizar a empresa e tomar decisões corporativas de forma mais eficaz se houver uma predominância de diretores externos, (Jensen, 1993). Resumindo, tendo em conta todas as vantagens, é possível afirmar que os diretores externos expandem as fronteiras empresariais, através da ligação a importantes recursos externos (Hillman e Dalziel, 2003).

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

O caso concreto do efeito da existência de diretores externos na criação de valor nas empresas tem sido também largamente estudado ao longo dos anos e as conclusões apresentadas são mistas, no entanto existe alguma tendência em afirmar que estas duas variáveis aparentam ter uma correlação positiva, sendo que os reguladores dos mercados de capitais sugerem até que o conselho de administração possua na sua estrutura diretores independentes, aumentando assim a monitorização do mesmo.

São vários os estudos que apresentam este impacto positivo, nomeadamente Shleifer e Vishny (1997), os quais defendem que o valor da empresa depende, efetivamente, da qualidade de monitorização e da tomada de decisão realizada pelo conselho de administração. No entanto, apesar de as teorias de governança corporativa serem universais, as práticas são locais, o que leva a que a eficácia das mesmas seja dependente de como os indivíduos agem no ambiente cultural e também na cultura corporativa, sendo assim possível que as empresas se ajustem de forma a aumentar a eficácia do conselho de administração, sendo que os diretores externos desempenham um papel valioso neste sentido (Nguyen e Nielsen, 2010; Knyazeva *et al.*, 2013).

Consequentemente, é perceptível que o mercado presta atenção a estas questões, visto que os investidores a nível global estão dispostos a pagar um prémio significativo por empresas bem governadas, (McKinsey & Company, 2002), representando um prémio entre 12 a 14% nos EUA, isto porque a teoria indica que a presença de diretores externos leva a um aumento da rentabilidade e, como consequência, a um aumento do valor da empresa. No sentido em que estes diretores podem fornecer sugestões especializadas para investimentos futuros, estratégias a adotar e fortificar a relação com outras empresas, investidores e fontes de financiamento. Descrevendo assim a importância do desempenho financeiro das empresas para os acionistas e todas as restantes partes interessadas, devido ao facto de ser uma das principais chaves para o financiamento das atividades económicas atuais, contribuindo para a continuidade e para o aumento do valor do negócio. É também por outro lado a base para a distribuição de dividendos, podendo atrair potenciais investidores. Os resultados apresentados por Black *et al.* (2006) mostram que a adição de membros externos

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

ao conselho de administração é um sinal para os investidores e também para o mercado, isto porque transmite que a empresa melhorará a governança corporativa para atender às expectativas dos mesmos. Também a divulgação desse acontecimento resultará num aumento do preço das ações, decorrente do aumento da procura das mesmas por parte dos investidores, sendo também visível uma redução na assimetria das informações.

Shleifer e Vishny (1997) concluem que a existência de membros externos no conselho é parte essencial da estrutura de governança corporativa que determina o valor da empresa. Também, Berghe e Baelden (2005) examinam esta mesma questão como sendo um fator importante na garantia de uma maior eficácia do conselho de administração, através da monitorização e dos papéis estratégicos dos diretores. Os autores defendem que o facto de existir um número elevado de diretores externos leva a uma maior capacidade, disposição e melhoria do ambiente, o que se irá traduzir no incremento de uma atitude mais independente em cada um dos diretores, sejam eles externos ou internos.

Similarmente Rosenstein e Wyatt (1990) apresentam uma reação negativa do valor de mercado da empresa quando se aumenta o número de diretores internos na administração, no entanto existe uma reação positiva na cotação das ações como reação à existência de diretores externos na empresa. Os diretores internos aparentam afetar negativamente o desempenho organizacional, isto relaciona-se com o facto de os mesmos estarem demasiado envolvidos com as atividades diárias, sendo difícil seguirem os desenvolvimentos que vão surgindo no ambiente organizacional.

O mesmo estudo vai de encontro à hipótese de que os diretores são, normalmente, escolhidos de forma a que os seus interesses sejam alinhados com os dos acionistas, pois os resultados empíricos indicam que a contratação de um diretor externo é seguida, habitualmente, em média, de um aumento significativo nos retornos da empresa, mesmo que antes da decisão o conselho seja já, em grande parte, dominado por diretores externos. Concretamente nos EUA, o estudo realizado por Baysinger e Butler (1985), mostra que as empresas que têm um elevado número de diretores externos pertencentes ao conselho de administração, revelam uma maior rendibilidade dos capitais próprios. Outros estudos mostram a

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

relação positiva entre estes dois fatores, por exemplo Pearce e Zahra (1992) e Rosenstein e Wyatt (1997).

Block (1999) conseguiu ir mais além, focando-se essencialmente no efeito causado com a constante adição de diretores externos, constatando que existe um limite favorável à existência de diretores externos, e que a partir do momento em que essa percentagem é atingida a empresa deve parar de contratar diretores fora da empresa.

Em síntese, as evidências para os conselhos de empresas americanas sugerem que empresas com predominância de diretores externos têm um comportamento diferente quando comparadas com aquelas que são compostas essencialmente por diretores internos. Bhagat e Black (1999) concluem também que o facto de existir uma maioria de diretores independentes não significa que a empresa vá garantidamente melhorar o seu desempenho e/ou ter valores de mercado superiores, sugerindo que deve existir uma quantidade moderada de membros internos. Contudo, é amplamente aceite que uma maior concentração de diretores internos conduz a uma menor eficácia na monitorização das decisões dos diretores (Helland e Sykuta, 2005).

Apesar de toda a literatura existente a favor da existência de diretores externos, existe também, como seria de esperar, alguma literatura anterior que apresenta argumentos contra a presença deste tipo de diretores na administração. Por exemplo, Agrawal e Knoeber (2007) não atribuem muita importância a diretores externos, justificando-se com o facto de que os diretores internos podem ser bons profissionais o suficiente, podendo efetuar um trabalho melhor ou semelhante ao efetuado pelos externos. Por vezes existe até um programa de incentivos aos internos, ideal para ser usado como entrave a potenciais diretores externos, visto que com melhores recompensas os diretores internos se sentem mais motivados para desempenhar o seu trabalho e a alinhar os seus interesses com os dos acionistas. Por vezes o programa é usado de forma tão rigorosa que os externos não têm de forma nenhuma maneira de ganhar o lugar e de efetuarem um melhor trabalho. Agrawal e Knoeber (1996) concluem também, o facto de que, por vezes, o conselho é expandido por razões políticas, como por exemplo incluir políticos, ativistas ambientais ou até representantes dos consumidores. Os autores

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

constatam que a existência destes diretores externos conduz a uma redução na performance da empresa como resposta aos constrangimentos políticos que os levaram a ter lugar na administração. Bhagat e Black (2000 e 2002) encontram também evidências de uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e o valor da empresa, isto porque acreditam que os diretores internos têm um maior e melhor conhecimento em relação à empresa e ao que se passa na mesma. Opinião também suportada por Hermalin e Weisbach (1988) que mencionam a importância de diretores externos só em grandes crises na organização, apesar de reconhecerem similarmente que os diretores externos são mais eficazes e com uma disciplina mais crítica em relação aos gestores, (Hermalin e Weisbach, 1991). Os mesmos expõem que os diretores internos estão mais familiarizados com a empresa, com o trabalho em equipa e com uma compreensão abrangente do negócio, fornecendo uma tomada de decisão mais eficiente. Bhagat e Bolton (2008) acrescentam que os diretores externos são essenciais, apenas em empresas que possuem uma péssima gestão.

Quando a pesquisa se concentra especificamente no impacto no valor da empresa, Hermalin e Weisbach (2003) após a sua investigação concluem que no mercado norte americano, uma maior proporção de conselheiros externos, não é associada a um desempenho superior das empresas, mas sim a melhores decisões corporativas, em questões como aquisições, remuneração dos gestores e substituição do CEO. Não sendo assim, um fator importante para o aumento do valor da empresa.

De salientar ainda o facto de que a diversidade de diretores internos e externos na administração pode também trazer custos para a empresa. No sentido em que aumenta a possibilidade de conflitos, através da falha de comunicação e assimetria de informação resultante das discrepâncias no seio da mesma (Adams e Ferreira, 2007). Outro problema que poderá surgir prende-se com a falta de tempo que, por vezes, os diretores independentes possuem, devido ao facto de ocuparem vários cargos noutras organizações, prejudicando a sua capacidade de supervisão e monitorização da empresa em causa.

Além de todas estas questões, e apesar do conselho de administração ser um dos principais mecanismos de governança corporativa, o tema é de uma amplitude

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

muito abrangente. Existindo muitas outras questões pertinentes, nomeadamente a qualidade da governança corporativa, a posse de ações por parte dos diretores, a remuneração do CEO e dos diretores, a presença de mulheres no conselho de administração, a existência de um mercado de aquisição hostil, entre muitas outras questões que poderiam ser abordadas, mas tendo em conta o foco escolhido, não irão ser detalhadas.

Tornou-se então pertinente estudar a forma como o comportamento diferenciado do conselho de administração com a presença ou não de diretores externos pode afetar o desempenho e aumentar o valor da empresa no mercado dos Estados Unidos da América.

# O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

## 3. Hipóteses e Métodos

Nesta secção é apresentado o delineamento metodológico, a descrição e definição das variáveis utilizadas para a análise empírica deste estudo, que pretende avaliar o impacto da existência de diretores externos no valor da empresa.

### 3.1 Hipótese de investigação

Tendo como base estudos anteriores, a hipótese a testar é a seguinte:

H1: Existe uma relação positiva estatisticamente significativa entre a percentagem de diretores externos no conselho de administração e o valor da empresa.

Grande parte da literatura precedente sugere que com o aumento de diretores externos no conselho de administração, o valor da empresa aumenta. O principal objetivo desta pesquisa é verificar se de facto acontece, e de que forma e em que medida acontece.

### 3.2 Metodologia e Especificação das Variáveis

O objetivo é testar o efeito que os diretores externos têm na criação de valor das empresas. Esta subsecção descreve as variáveis utilizadas no estudo, assim como os métodos empíricos utilizados para testar a hipótese de pesquisa.

Para testar a hipótese é estimado um modelo de regressão linear, expresso pela seguinte equação:

$$\begin{aligned} \text{Valor da Empresa}_{i,t} = & \alpha + \beta 1 \%DI + \beta 2 \text{TamanhoConselho} \\ & + \beta 3 \text{PresençaReuniões} + \beta 4 \text{TamanhoEmpresa} + \beta 5 \text{CrescimentoEmpresa} + \\ & \beta 6 \text{Alavancagem} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \tag{1}$$

Na equação, é apresentada a variável dependente (Valor da Empresa), a variável independente (%DI), que neste caso é definida como a percentagem de diretores

## O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

externos que estão ao serviço do conselho de administração e um conjunto de variáveis de controlo escolhidas tendo por base estudos anteriores, estas variáveis aparentam afetar o valor da empresa e também a independência do conselho de administração, positivamente ou negativamente e são analisadas detalhadamente de seguida. Todas as caracterizações de todas as variáveis utilizadas podem ser encontradas no Anexo A.

No caso das variáveis dependentes, definem-se como todas aquelas que são utilizadas de alguma forma para caracterizar o valor da empresa. As mesmas são fruto do resultado financeiro obtido pela empresa e, neste estudo, serão utilizadas três variáveis dependentes, uma medida de performance de mercado e duas medidas de performance contabilística:

### Rácio Tobin's Q

Esta medida foi desenvolvida por Tobin (1969) e mede o valor de mercado dos ativos e o seu custo de reposição.

É o indicador mais utilizado na literatura como uma aproximação ao valor da empresa, utilizado por autores como Yermack (1996), Vafeas (1999), Coles *et al.* (2008), Gompers *et al.* (2003) e Bebchuk *et al.* (2013). Considera-se como sendo um indicador fiável e que permite a comparação entre empresas. A métrica utilizada é a seguinte:

$$Tobin'sQ = \frac{(Total\ de\ ativos - Capital\ próprio + Valor\ de\ mercado)}{Total\ de\ ativos} \quad (2)$$

### Rendibilidade dos capitais próprios (ROE)

Este rácio traduz a rentabilidade que a empresa gerou com o capital dos acionistas. É utilizado como variável de desempenho, sendo medida pelo rácio entre o resultado líquido da empresa e o capital próprio (Krivogorsky, 2006, Core *et al.*, 1998).

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

### **Rendibilidade dos ativos (ROA)**

É também considerada uma das medidas do desempenho da empresa, pois este rácio apresenta a capacidade de os ativos totais líquidos da empresa gerarem resultados operacionais.

Seguindo as indicações de Barber e Lyon (1996) e Krivogorsky (2006) e Bhagat e Bolton (2008), é medida pelo rácio entre o resultado operacional, medido através do EBIT (Resultado antes de encargos financeiros e impostos), e o total de ativos.

Além da variável independente é também considerado importante a inclusão de variáveis de controlo, variáveis essas que servem de alguma forma como controlo para o enviesamento, por outros fatores que podem influenciar as variáveis dependentes, e com o objetivo de aumentar a robustez dos resultados. São, assim, consideradas as seguintes variáveis de controlo:

### **Tamanho do conselho de administração**

Essencial no sentido em que os estudos anteriores, como é o caso de Yermack (1996), afirmam que, normalmente, esta variável aparenta ter uma correlação negativa com o valor da empresa. Esta variável é medida pelo logaritmo do número total de membros da administração no final do ano.

### **A presença em reuniões**

É medida pela percentagem média de comparência nas reuniões do conselho de administração, conforme relatado pela empresa. Considera-se como uma variável de interesse pois serve de aproximação à intensidade da atividade do conselho de administração.

### **O tamanho da empresa**

Torna-se uma variável de interesse, no sentido em que se considera a complexidade que existe em empresas maiores, complexidade essa que se deve à sua estrutura e à dificuldade por parte dos proprietários de obterem informações corretas, podendo conduzir a custos de agência.

## O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

Boone *et al.* (2006) mostram que as empresas aumentam a independência da administração à medida que a empresa cresce, no entanto, segundo Lang e Stulz (1994) e Allayannis e Weston (2001) existe uma relação significativamente negativa entre o tamanho da empresa e o valor da mesma. Para calcular o tamanho da empresa, é utilizado o logaritmo dos ativos totais.

### Crescimento da empresa

O argumento defendido é que, empresas que crescem mais têm subjacente mais conhecimento específico da empresa por parte dos seus diretores e resulta, assim, em menos diretores externos no conselho de administração (Coles, *et al.*, 2008; Linck, *et al.*, 2008). Agrawal e Knoeber (1996) evidenciam que com um aumento na proporção de diretores independentes, a empresa cresce mais lentamente. O crescimento das vendas anualmente é utilizado como aproximação ao crescimento da empresa, calculado na DataStream como:

$$\text{Crescimento das vendas} = \left( \frac{\text{Vendas}_t}{\text{Vendas}_{t-1}} \right) * 100 \quad (3)$$

### Alavancagem

Utilizada de forma a medir o nível de endividamento das empresas, é definida como o quociente entre dívida total e ativos totais (Coles *et al.*, 2005). Torna-se essencial pois aparenta aumentar o valor da empresa, isto porque reduz os free cash flows que, de outra forma, poderiam ser utilizados para interesse próprio dos gestores, conduzindo a custos de agência.

A análise de regressão expressa na equação (1) é efetuada considerando dados em painel. Segundo Hsiao (1986) os modelos com dados em painel controlam de forma mais rígida a heterogeneidade presente nas empresas, no sentido em que os dados em painel assumem a existência de características diferentes nas unidades estatísticas, sendo que essas mesmas características podem ou não ser constantes ao longo do tempo. Outros estudos, temporais ou seccionais, não teriam em consideração esta heterogeneidade existente nos dados e, assim, iriam surgir resultados enviesados.

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

De acordo com a literatura precedente, o estudo inicia com a utilização do Método dos Mínimos Quadrados, de forma a testar a hipótese de investigação. Contudo com este método é assumido que a relação entre as empresas em estudo ao longo dos vários anos é sempre igual, tonando-se este um pressuposto bastante rígido, que na realidade não acontece pois, todas as empresas possuem características diferentes, que podem sofrer alterações ao longo dos anos e dependendo da sua indústria.

Devido ao facto de o Modelo dos Mínimos Quadrados não ser o método mais correto de estimação em dados em painel, este modelo é combinado com o modelo de efeitos fixos, permitindo a heterogeneidade das empresas, ao longo dos anos e para diferentes indústrias.

De forma a controlar para o problema da endogeneidade, problema esse que pode derivar da existência de variáveis omitidas na regressão ou da incerteza quanto à relação entre as variáveis, é estimado o modelo usando variáveis instrumentais pelo Método dos Mínimos Quadrados a dois passos (2SLS).

# O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

## 4. Descrição dos Dados

### 4.1 Amostra

A amostra é composta por empresas dos Estados Unidos da América, num período compreendido entre 2002 e 2017. A escolha do ano 2002 deve-se ao facto de ter sido o ano de viragem a nível de governança corporativa nos EUA, resultante da implementação da lei Sarbanes-Oxley.

São consideradas as empresas cotadas nos dois maiores mercados de ações americanas, New York Stock Exchange (NYSE) e a National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Nasdaq), e que estejam simultaneamente presentes na base de dados ASSET4, isto porque é a base de dados que contém informações relacionadas com os aspetos corporativos e de governação das empresas.

A amostra inicial contava com a presença de 2355 empresas com observações anuais, no entanto foram excluídas observações de empresas financeiras devido à sua particular estrutura de ativos e a sua supervisão regulatória e também foram eliminadas empresas que apresentavam dados em falta para calcular as variáveis dependentes e de controlo.

Os dados das empresas foram recolhidos através das bases de dados Worldscope e ASSET4 presentes na Thomson Reuters DataStream. A amostra final inclui 7993 observações anuais de 1570 empresas americanas.

De forma a controlar para a potencial influência de outliers que podem levar a resultados enviesados, foi adotado o procedimento *winsorize* em todas as variáveis, aplicando uma percentagem de 1%. Este é um procedimento regular neste tipo de estudos, consiste em substituir os valores extremos do conjunto de dados por um valor correspondente a um determinado percentil de cada extremidade.

Além disso, para ser possível avaliar a verdadeira mudança das variáveis é necessário que os efeitos da inflação de preços sejam considerados na variável que mede o tamanho da empresa, nomeadamente o logaritmo natural do total de ativos. Foi então ajustada esta variável, usando o Índice de Preços ao Consumidor dos EUA com base nos preços de 2016.

## O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

A figura 1 sintetiza com detalhe a composição da amostra, dividindo por indústrias. Para a definição das mesmas foi utilizado o código SIC com dois dígitos, e é possível concluir que maioritariamente a amostra está concentrada em dois setores, o setor dos serviços e a indústria da transformação.

Figura 1 – Categorização da amostra por indústrias



### 4.2 Estatísticas Descritivas

A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. As variáveis dependentes da regressão, Tobin's Q, ROE e ROA, apresentam valores médios de, 2.027, 10.6% e 4.8%, respetivamente.,

É possível verificar que a amostra contém empresas com características bastante distintas, em que algumas contam no seu conselho de administração com apenas um número mínimo de diretores externos, já outras possuem um conselho de administração maioritariamente independente. No entanto, em média nas empresas americanas, o conselho de administração é composto por aproximadamente 77.5% de diretores independentes.

## O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

**Tabela 1 – Estatísticas Descritivas das Variáveis**

A tabela apresenta as estatísticas descritivas da variável independente, percentagem de diretores independentes; das variáveis dependentes, ROA, ROE e Tobin's Q e também as variáveis de controlo, tamanho da administração, presença em reuniões, tamanho da empresa, crescimento da empresa e alavancagem no período compreendido entre 2002 e 2017. As variáveis encontram-se todas *winsorized* a 1% e na tabela encontra-se reportado o número de observações, a média, o desvio-padrão, o mínimo e o máximo de cada variável.

	Obs	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
Diretores Independentes (%)	7 993	77,495	14,751	18,41	91,95
Tamanho da Administração	7 993	2,283	0,223	1,609	2,773
Presença em Reuniões (%)	7 993	79,066	8,269	75	100
Tamanho da Empresa	7 993	15,604	1,43	12,037	19,146
Crescimento da Empresa	7 993	9,113	22,43	-45,69	116,57
Alavancagem	7 993	0,287	0,201	0	0,915
ROA	7 993	0,048	0,105	-0,472	0,303
ROE	7 993	0,106	0,469	-2,518	2,093
Tobins's Q	7 993	2,027	1,223	0,754	7,605

Na tabela 2 são apresentadas as correlações entre todas as variáveis utilizadas no estudo, variáveis dependentes, variável independente e variáveis de controlo. A variável de interesse, neste caso a percentagem de diretores externos na administração, apresenta uma correlação positiva com as três variáveis dependentes utilizadas de forma a medir o valor da empresa, ROE, ROA e Tobin's Q.

É possível verificar que a variável independente apresenta um sinal de coeficiente de correlação de Pearson positivo, concluindo que existe uma correlação positiva entre a percentagem de diretores independentes na administração e as três variáveis dependentes: ROA, ROE e Tobin's Q. Também o nível de significância, valores apresentados entre parênteses, demonstram uma relação estatisticamente significativa entre as variáveis acima mencionadas.

No que diz respeito às variáveis de controlo é possível observar que apenas a presença em reuniões e o crescimento da empresa aparentam ter uma correlação negativa com a percentagem de diretores externos.

## O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

**Tabela 2 –Correlação de Pearson entre as diferentes variáveis**

A tabela reporta os coeficientes de correlação e os p-values entre as diferentes variáveis utilizadas, dependentes, independente e de controlo.

	ROA	Tobin's Q	ROE	Diretores Ind.	TamAdmnist.	Presença Reun.	Cresc. Empresa	Alavanc.	Tam. Emp.
ROA	1								
Tobin's Q	<b>0.1459*</b> (0.0000)	<b>1.0000</b>							
ROE	<b>0.4416*</b> (0.0000)	<b>0.0212</b> (0.0581)	<b>1.0000</b>						
Diretores Ind	<b>0.0280*</b> (0.0122)	<b>0.0376*</b> (0.0008)	<b>0.0411*</b> (0.0002)	<b>1.0000</b>					
TamAdmnist.	<b>0.1076*</b> (0.0000)	<b>0.1784*</b> (0.0000)	<b>0.0900*</b> (0.0000)	<b>0.1081*</b> (0.0000)	<b>1.0000</b>				
Presença Reun.	<b>0.0352*</b> (0.0016)	<b>-0.361*</b> (0.0012)	<b>0.0393*</b> (0.0004)	<b>0.0106</b> (0.3418)	<b>0.0411*</b> (0.0002)	<b>1.0000</b>			
Cresc. Empresa	<b>0.0852*</b> (0.0000)	<b>0.1785*</b> (0.0000)	<b>0.0296*</b> (0.0082)	<b>-0.0599*</b> (0.0000)	<b>-0.0857*</b> (0.0000)	<b>-0.0328*</b> (0.0034)	<b>1.0000</b>		
Alavanc.	<b>0.1492*</b> (0.0000)	<b>0.1462*</b> (0.0000)	<b>0.0669*</b> (0.0000)	<b>-0.0135</b> (0.2275)	<b>0.121</b> (0.0000)	<b>0.0263</b> (0.0185)	<b>0.0727*</b> (0.0000)	<b>1.0000</b>	
Tam. Emp.	<b>0.1310*</b> (0.0000)	<b>0.3536*</b> (0.0000)	<b>0.1088*</b> (0.0000)	<b>0.1255*</b> (0.0000)	<b>0.5435*</b> (0.0000)	<b>0.1195*</b> (0.0000)	<b>0.0727*</b> (0.0000)	<b>0.1791*</b> (0.0000)	<b>1.0000</b> (0.0000)

P-value entre parênteses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

## 5. Resultados empíricos

Como primeira análise, foi estimada a equação (1) de modo a testar o impacto que os diretores externos têm na criação de valor das empresas, para a totalidade da amostra, no período entre 2002 e 2017.

Tendo em consideração estudos anteriores, inicia-se este estudo com a análise da regressão considerando a estimação pelo Método dos Mínimos Quadrados (Pooled OLS), considerando que as relações entre todas as variáveis se mantêm constante ao longo dos anos. A tabela 3 apresenta as estimativas desta regressão.

**Tabela 3 – Estimativas dos coeficientes de regressão utilizando o Método dos Mínimos Quadrados (Pooled OLS)**

A tabela apresenta os resultados considerando a estimação pelo Método dos Mínimos Quadrados. As colunas da tabela apresentam as estimativas para cada uma das variáveis dependentes: ROA, ROE e Tobin's Q. O t-estatístico apresentado é baseado em erros corrigidos para heteroscedasticidade e autocorrelação.

Variáveis	ROA	ROE	TOBIN'S Q
Diretores Independentes	0.0001 (0.60)	0.0008** (1.99)	0.0009 (0.94)
Tamanho da Administração	0.0299*** (4.54)	0.1022*** (3.74)	0.1748** (2.54)
Presença em Reuniões	0.0003** (2.50)	0.0017*** (2.96)	0.0016 (1.07)
Tamanho da Empresa	0.0095*** (7.29)	0.0308*** (6.04)	-0.2981*** (-23.05)
Crescimento da Empresa	0.0004*** (4.43)	0.0008*** (2.58)	0.0083*** (11.13)
Alavancagem	-0.0911*** (-11.60)	-0.2046*** (-4.60)	-0.4716*** (-5.55)
Constante	-0.1748*** (-7.82)	-0.7492*** (-9.00)	6.1409*** (28.22)
Observações	7,993	7,993	7,993
R-Quadrado	0.059	0.024	0.155

t-estatístico robusto entre parênteses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

Com a aplicação deste modelo é visível que para todas as variáveis dependentes os coeficientes da variável diretores independentes são positivos, sugerindo que o impacto dos diretores externos é positivo.

Contudo, apenas com a rendibilidade dos capitais próprios (ROE) como variável dependente, os resultados apresentam significância estatística, com um intervalo de confiança de 95% (p-value <0.05).

Quando as variáveis dependentes utilizadas são a rendibilidade dos ativos (ROA) e o Tobin's Q os resultados diferem, não apresentando significância estatística.

É de salientar que, com a utilização deste modelo, grande parte das variáveis de controlo apresentam coeficientes positivos com significância estatística, principalmente nas variáveis dependentes ROA e ROE. Exceto a variável *alavancagem*, que apresenta um coeficiente negativo e com significância estatística em todas as variáveis dependentes.

Contudo, este modelo padece de erros graves de enviesamento e especificação, devido ao facto de não dar conta da heterogeneidade existente. A heterogeneidade é definida como a perceção de que existem características diferenciadoras em todas as empresas, características essas que podem ser, ou não, constantes ao longo do tempo e dependendo da indústria na qual se encontram. Por ignorar essa existência, a aplicação do Métodos dos Mínimos Quadrados não é realmente um método preciso de estimação para dados em painel.

### **Modelo de Efeitos Fixos**

De forma a conseguir apurar qual seria o método mais indicado para prosseguir com o estudo, foi aplicado o teste de Hausman. Este teste é utilizado de forma a identificar qual o método de estimação mais adequado, modelo de efeitos fixos ou efeitos aleatórios. É um teste baseado na diferença entre o estimador de efeito aleatório e o estimador do efeito fixo, sendo que o primeiro é eficiente sob a hipótese nula.

Os resultados, presentes no anexo B pressupõem uma rejeição da hipótese nula (p-value=0) e neste caso, o modelo de efeitos fixos é preferível ao modelo de efeitos aleatórios.

## O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

Hausman (1978) indica que a estruturação do modelo de efeitos fixos representa o método mais comum e imparcial de controlar, nos dados em painel, para as variáveis omitidas. Assim, de forma a manter esse controlo foi aplicado este modelo, admitindo-se que as variáveis podem sofrer alterações ao longo dos anos e dependendo da indústria, mantendo os efeitos fixos para empresa. Este modelo trata as diferenças individuais que possam existir e também permite que sejam controladas.

**Tabela 4 – Estimativas dos coeficientes de regressão utilizando Modelo de Efeitos Fixos, com efeitos fixos para empresa, ano e indústria.**

Nesta tabela estão presentes os resultados obtidos com a introdução de efeitos fixos que controlam para efeitos não observáveis para empresa, anos e indústrias onde as empresas se enquadram.

As colunas (1), (4) e (7) apresentam os resultados aplicando o modelo de efeitos fixos, para empresas e anos, para cada uma das variáveis dependentes utilizadas neste estudo: ROA, ROE e Tobin's Q.

Nesta tabela estão também presentes nas colunas (2), (5) e (8) os resultados obtidos com a introdução de efeitos fixos para empresa e indústria na qual a empresa está inserida, para cada uma das variáveis dependentes utilizadas neste estudo: ROA, ROE e Tobin's Q.

Por fim, nas colunas (3), (6) e (9) são apresentados os resultados do modelo de efeitos fixos, assumindo como efeitos fixos empresa, ano e indústria simultaneamente, considerando todas as variáveis dependentes utilizadas neste estudo: ROA, ROE e Tobin's Q.

Variáveis	ROA			ROE			TOBIN'S Q		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Diretores Independentes	0.0002** (2.20)	0.0002*** (2.72)	0.0001 (1.55)	0.0002 (0.43)	0.0003 (0.68)	0.0001 (0.06)	0.0000 (-0.37)	0.0009*** (9.82)	0.0003*** (3.28)
Tamanho da Administração	-0.0010 (-1.42)	-0.0009 (-1.41)	-0.0003 (-0.49)	-0.0022 (-0.51)	-0.0024 (-0.56)	-0.0005 (-0.23)	0.0005 (0.76)	0.0000 (0.01)	0.0026*** (3.66)
Presença em Reuniões	-0.0002 (-1.07)	-0.0019 (-1.09)	0.0003** (2.57)	-0.0005 (-0.63)	-0.0005 (-0.61)	0.0015*** (2.88)	-0.0001 (-1.21)	-0.0001 (-0.51)	0.0003** (2.20)
Tamanho da Empresa	-0.0065 (-1.48)	-0.0060 (-1.62)	0.0122*** (7.88)	-0.0033 (-0.15)	0.0051 (0.28)	0.0331*** (6.56)	-0.0172*** (-3.80)	0.0027 (0.66)	0.0193*** (12.38)
Crescimento da Empresa	0.0009*** (7.34)	0.0005*** (8.39)	0.0001 (1.42)	0.0012*** (3.96)	0.0012*** (4.93)	0.0003 (1.61)	-0.0000 (-0.90)	-0.0001*** (-3.98)	-0.0002*** (-3.92)
Alavancagem	-0.1462*** (-9.61)	-0.1483*** (-9.72)	-0.0876*** (-7.90)	-0.3815*** (-4.00)	-0.3652*** (-3.82)	-0.2002*** (-4.09)	0.7851*** (55.89)	0.7854*** (54.25)	0.7831*** (73.96)
Constante	0.1911*** (2.91)	0.1809*** (3.28)	-0.1614 (-5.86)	0.3126 (0.99)	0.1514 (0.57)	-0.4725*** (-8.98)	0.6009*** (8.56)	0.2894*** (4.68)	-0.0217 (-0.90)
Observações	7,993	7,993	7,993	7,993	7,993	7,993	7,993	7,993	7,993
R-Quadrado	0.704	0.700	0.240	0.361	0.354	0.119	0.951	0.946	0.767
Dummies para Indústria		Sim	Sim		Sim	Sim		Sim	Sim
Dummies para Ano	Sim		Sim	Sim		Sim	Sim		Sim
Efeito Fixos de Empresa	Sim								

t-estatístico robusto entre parênteses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

Nesta tabela, foram introduzidos efeitos fixos para as empresas e efeitos fixos para controlar características não observáveis das mesmas que poderão afetar o seu valor, em particular os efeitos de ano e indústria. Com este método de estimação foi possível alcançar conclusões diferentes das obtidas com o Método dos Mínimos Quadrados, apesar de os coeficientes permanecerem sempre positivos.

No caso dos efeitos fixos para empresa e de forma a controlar para os anos, os resultados diferem nas diversas variáveis dependentes. Quando o valor da empresa é medido através da rentabilidade dos ativos e da rentabilidade dos capitais próprios, os resultados apresentam um coeficiente positivo, no entanto apenas na rentabilidade de ativos o coeficiente apresenta significância estatística. Quando a variável dependente considerada é o Tobin's Q o coeficiente é bastante próximo de zero e sem significância estatística.

Também na mesma tabela se estima o modelo de efeitos fixos com controlo para os efeitos de indústria. Com este controlo, é com a utilização da rentabilidade dos ativos e Tobin's Q como variáveis dependentes que é apresentado um resultado estatisticamente significativo entre a percentagem de diretores independentes e o valor da empresa.

Quando o valor da empresa é medido pelo retorno dos capitais próprios, o coeficiente da variável independente não apresenta significância estatística.

Por fim, na tabela são também apresentadas as estimativas do modelo de efeitos fixos controlando simultaneamente para efeitos fixos de empresa, ano e indústria.

Após este controlo os resultados alteram ligeiramente, verificando-se a existência de coeficientes positivos na rentabilidade de ativos e de capitais próprios, contudo sem significância estatística. Já quando o valor da empresa é medido através do Tobin's Q, o coeficiente da variável independente é estatisticamente significativo.

De salientar que, para ambos os controlos efetuados, empresa-ano, empresa-indústria e empresa-ano-indústria, a rentabilidade dos capitais próprios como medida de valor da empresa e a percentagem de diretores independentes no conselho de administração apresentam sempre um coeficiente muito semelhante sem significância estatística.

Outra conclusão a retirar da análise desta tabela prende-se com as variáveis de controlo, mostrando a distinção entre as duas variáveis relacionadas com a

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

performance contabilística das empresas, ROE e ROA, e a variável de performance de mercado. Exemplificando, as variáveis *tamanho da administração* e *alavancagem*, apresentam sempre coeficientes negativos em ROA e ROE, porém quando a variável dependente é o Tobin's Q, esses mesmos coeficientes assumem valores positivos.

Com a aplicação do Modelo de Efeitos Fixos, os resultados já se assemelham com os resultados de alguns dos estudos anteriores, sendo que nesses mesmos estudos o Tobin's Q é a variável mais utilizada como medida do valor da empresa.

No entanto, os resultados obtidos com o modelo de efeitos fixos apresentam também algumas desvantagens, isto porque é assumido que variáveis que afetam o valor da empresa são exógenas. Deste modo, será necessário o uso de uma variável instrumental.

### **Controlo da endogeneidade com Variável Instrumental**

O Modelo de Efeitos Fixos, como já referido, trata a heterogeneidade não observada, no entanto há uma hipótese importante a destacar: a existência de endogeneidade estrita. Entende-se como endogeneidade qualquer situação em que as variáveis explicativas estão correlacionadas com o erro, sendo que o não tratamento da mesma pressupõe não existir controlo para lidar com causa-efeito, sendo difícil identificar em que direção ocorre a relação e levando a estimativas enviesadas e inconsistentes.

Wooldridge (2002) sugere a utilização de variáveis instrumentais para auxiliar na busca de estimadores consistentes e eliminar efeitos não observáveis, isto porque todos os fatores contidos no erro devem ser não correlacionados com as variáveis. Ocorre assim a necessidade de encontrar um instrumento e obter o estimador, sendo esta a maior dificuldade existente na estimativa de uma variável instrumental: a escolha e a identificação da variável mais adequada, isto porque grande parte das características observáveis das empresas já estão implícitas na equação inicial. As variáveis instrumentais têm como principais características o facto de não pertencer à equação explicativa, mas estar correlacionada com as

## O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

variáveis explicativas e, obrigatoriamente, deverá ser não correlacionada com o termo de erro na equação (1), de forma a não sofrer do mesmo problema que a variável original sofre.

Em primeiro lugar foi assumido que todas as variáveis da equação são exógenas, exceto a variável *diretores independentes*, assumida como variável endógena depois da realização do teste Wu-Hausman que corrobora as premissas, mostrando que a variável *diretores independentes* é efetivamente endógena, como se pode observar no anexo C.

Pressupõe-se que esta mesma variável está correlacionada com a visibilidade das empresas, não observável diretamente e que afeta o seu valor, no sentido em que estão mais expostas a investidores e a todos os meios de comunicação. Foi, então, assumido para este estudo que a existência de uma maior ou menor quantidade de diretores externos na administração pode estar relacionada com a visibilidade da mesma.

Para medir a visibilidade das empresas será introduzida uma variável *dummy* que indica se a empresa está incluída no Standard&Poor's 500 ou não, tomando o valor de 1 caso esteja incluída e 0 caso contrário. Isto porque é presumível que empresas incluídas no índice Standard&Poor's 500 estejam mais expostas a investidores, à comunicação social e com o mercado extremamente atento a elas, tornando-se mais apelativas e com custos de agência reduzidos.

Para a aplicação da variável instrumental é utilizado o Modelo dos Mínimos Quadrados em dois passos (2SLS<sup>4</sup>), este modelo baseia-se em duas operações sequenciais: primeiramente a variável endógena na equação é regredida, incluindo na regressão as variáveis exógenas e a variável instrumental. No segundo passo, os valores do modelo estimado no primeiro passo são utilizados no lugar da variável *diretores independentes*.

Depois de discutida a plausibilidade teórica da utilização do instrumento de forma a efetuar correções ao nosso estudo, tornou-se essencial testar se efetivamente o instrumento selecionado é relevante e válido. O teste conduzido prende-se com o primeiro passo do estimador com variáveis instrumentais 2SLS e que se encontra reportado na tabela 5. Na qual se observa uma significância estatística entra a

---

<sup>4</sup> Two Stages Least Squares

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

variável SP500 e a variável endógena *diretores independentes*. Os resultados permitem concluir que a introdução desta nova variável é um instrumento válido no contexto desta pesquisa.

**Tabela 5 – Estimador de Variáveis Instrumentais (1º Passo)**

Nesta tabela são apresentados os resultados obtidos no primeiro passo do Modelo dos Mínimos Quadrados a dois passos. Esta variável instrumental é uma variável dummy que assume o valor de 1 caso a empresa esteja incluída no Standard&Poor's 500 e o valor de 0 caso contrário.

O primeiro passo do Modelo dos Mínimos Quadrados em dois passos apresenta a validade do instrumento no estudo.

Variáveis	Diretores Independentes
SP500	0.3482** (2.85)
Tamanho da Administração	-0.0208 (-0.91)
Presença em Reuniões	-0.0007 (-0.14)
Tamanho da Empresa	0.5061 (1.14)
Crescimento da Empresa	0.7315 (0.57)
Alavancagem	-0.4568 (-0.59)
Constante	53.9543*** (7.05)
Observações	7,993
R-Quadrado	0.754
Dummies para Indústria	Sim
Dummies para Ano	Sim
Efeito Fixos de Empresa	Sim

t-estatístico robusto entre parênteses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

A tabela 6 reporta os resultados com a estimação da variável instrumental SP500 como instrumento da variável utilizada para medir a percentagem de diretores independentes no conselho de administração, demonstrando que o instrumento está correlacionado com a variável endógena, apresentando significância estatística.

**Tabela 6 – Estimador de Variáveis Instrumentais (2º Passo)**

Nesta tabela são apresentados os resultados obtidos no segundo passo do Método dos Mínimos Quadrados a dois passos, incluindo efeitos fixos para empresa, ano e indústria. Tendo em consideração todas as variáveis dependentes utilizadas como medida do valor da empresa: ROA, ROE e Tobin's Q.

Variáveis	ROA	ROE	TOBIN'S Q
Diretores Independentes	0.0049 (0.30)	0.0933 (1.13)	0.0134*** (3.09)
Tamanho da Administração	0.0030 (0.53)	-0.0350 (-1.22)	0.0058 (1.33)
Presença em Reuniões	-0.0003 (-0.88)	-0.0025 (-1.25)	0.0002 (0.61)
Tamanho da Empresa	-0.0010 (-0.11)	0.0446 (0.98)	-0.0359*** (-4.93)
Crescimento da Empresa	0.0005*** (6.69)	0.0010*** (3.27)	0.0000 (0.85)
Alavancagem	-0.1543*** (-6.94)	-0.3334*** (-2.65)	0.8180*** (49.26)
Constante	0.4324 (0.49)	5.3559 (1.19)	0.0014 (0.00)
Observações	7,993	7,993	7,993
R-Quadrado	0.696	0.353	0.952
Dummies para Indústria	Sim	Sim	Sim
Dummies para Ano	Sim	Sim	Sim
Efeito Fixos de Empresa	Sim	Sim	Sim

t-estatístico robusto entre parênteses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

Na tabela, está representado o segundo passo do Método dos Mínimos Quadrados em Dois Passos, controlando também para efeitos fixos de empresa, ano e indústria.

Os coeficientes apresentados são novamente todos positivos, independentemente da variável dependente utilizada. Todavia, quando o valor da empresa é medido através da rendibilidade dos ativos e da rendibilidade dos capitais próprios, este valor não apresenta significância estatística para a amostra utilizada.

Quando se utiliza o Tobin's Q como medida do valor da empresa, os resultados já apresentam um coeficiente de regressão com significância estatística, a um nível de significância de 1%.

Também é pertinente a observação do efeito de algumas variáveis de controlo no valor da empresa, e como se comportam em relação ao que é relatado na literatura anterior. Exemplificando, a alavancagem normalmente apresenta coeficientes positivos estatisticamente significativos, significando um aumento do valor da empresa, quando medido através do Tobin's Q, semelhante ao que acontece neste estudo. Contrariamente, o tamanho da administração, normalmente aparenta ter uma correlação negativa com o valor da empresa e, nesta análise, a correlação apresentada é positiva. No entanto, qualquer diferença encontrada quando se compara os resultados conseguidos com os resultados anteriores, provavelmente se devem ao facto de ser utilizada uma nova base de dados e num período temporal nunca controlado.

Resumindo, utilizando a estimação com variável instrumental é possível concluir que a presença de diretores externos no conselho de administração pode representar um aumento do valor da empresa, uma vez que a variável Tobin's Q é considerada pela literatura a variável mais indicada para medir o valor da empresa.

Se nada fosse realizado de forma a corrigir a endogeneidade, poderíamos concluir que a presença de diretores independentes tem um impacto positivo no valor da empresa quando medido através da rendibilidade dos ativos e do Tobin's Q, no entanto os resultados não seriam os mais robustos possíveis.

Mesmo assim, as conclusões deste estudo sugerem que as empresas americanas devem adicionar diretores externos tendo a expectativa de aumentar o seu valor,

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

corroborando o que é defendido por parte da literatura precedente, como é o caso de Shleifer e Vishny (1997), Rosenstein e Wyatt (1997) e Berghe e Baelden (2005).

## **O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

### **6. Conclusão**

Esta pesquisa examina se a presença de diretores externos no conselho de administração de uma empresa tem impacto no valor dessa mesma organização. Para o estudo foi usada uma amostra de 1570 empresas dos Estados Unidos da América, no período compreendido entre 2002 e 2017.

Há um claro consenso no que diz respeito à importância da governança corporativa e dos seus mecanismos dentro de uma empresa, sendo notório que a transparência e funcionamento do conselho de administração leva, normalmente, a uma melhor atividade organizacional. No entanto, quando os estudos se focam no aumento do valor da empresa como consequência do aumento da independência do conselho de administração, a literatura anterior já se torna um pouco mais ambígua.

De forma a perceber claramente a ligação entre a independência dos diretores e o valor da empresa foram realizados diversos testes para conseguir alcançar os resultados mais robustos.

Depois de aplicados os testes foi possível tirar conclusões diferenciadas dependendo da variável utilizada para medir o valor da empresa, sendo elas a Rendibilidade dos Ativos, Tobin's Q ou a Rendibilidade dos Capitais Próprios.

Após todas as correções necessárias para heterogeneidade e endogeneidade, a variável diretores independentes apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa apenas quando o valor da empresa é medido pelo Tobin's Q, sendo considerada na literatura precedente a variável mais indicada de forma a medir o valor da empresa.

Podemos então concluir que a independência do conselho de administração e o valor da empresa apresentam uma relação positiva, isto é, um aumento da percentagem de diretores independentes pressupõe um aumento do valor da empresa. Este resultado era o mais esperado, na medida em que a aplicação do acordo de Sarbanes-Oxley em 2002 visa aumentar o valor da empresa, reduzindo os custos de agência.

É considerado, para efeitos de estudos futuros, interessante a comparação entre o antes e o após a aplicação deste acordo. Outra questão a ter em atenção

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América**

futuramente poderá ser a caracterização fidedigna do que se entende e como está categorizado o diretor independente, podendo existir alguns vínculos mesmo que não pertença ao quadro de diretores executivos.

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

## **Referências**

Adams, R., Ferreira, D., (2007). "A theory of friendly boards.". *Journal of Finance* 62, pp. 217-250.

Agrawal, A., Knoeber, C., (1996). "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders.". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, pp. 377-397.

Agrawal, A., Knoeber, C., (2007). "Do Some Outside Directors Play a Political Role?". *Journal of Law and Economics* 44, pp. 195-221.

Aldrich, H. E., Pfeffer, J., (1976). "Environments of organizations.". *Annual Review of Sociology* 2, pp. 79-105.

Allayannis, G., Weston, J.P., (2001). "The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value.". *Review of Financial Studies* 14 (1), pp. 243-76.

Anderson, R. C., Mansi, S. A. & Reeb, M. A., (2004). "Board Characteristics, Accounting report integrity and the cost of debt.". *Journal of Accounting and Economics* 37, pp. 315-342.

Barber, B., Lyon, J., (1996). "Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics.". *Journal of Financial Economics* 41, pp. 359-399.

Baysinger, B., Butler, H., (1985). "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition.". *Journal of Law, Economics, and Organization* 1(1), pp. 101-24.

Bebchuk, L. A., Cohen, A., Wang, C., (2013). "Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns.". *Journal of Financial Economics* 108, pp. 323.

Berghe, V. D., Baelden, T., (2005). "The complex relation between director independence and board effectiveness.". *Corporate Governance* 5(5), pp. 61-83.

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

Berle, Jr., Means, G., (1932). "The Modern Corporation and Private Property.". Macmillan, New York, USA

Bhagat, S., Black, B., (1999). "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance.". *Business Lawyer* 54(3), pp. 921-963.

Bhagat, S., Black, B., (2000). "Board Independence and Long-Term Firm Performance.". Working Paper, University of Colorado.

Bhagat, S., Black, B., (2002). "The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance.". *The Journal of Corporation Law* 27, pp. 231-273.

Bhagat, S., Bolton, B., (2008). "Corporate governance and firm performance.". *Journal of Corporate Finance* 14, pp. 257-273.

Black, B., Jang, H., Kim, W., (2006). "Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea.". *Journal of Law, Economics, and Organization* 22, pp. 366-413.

Block, S., (1999). "The Role of Non-affiliated Outside Directors in Monitoring the Firm and the Effect on Shareholder Wealth.". *Journal of Financial and Strategic Decisions* 12, pp. 1-8.

Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M. e Raheja C. G., (2006). "The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis.". AFA 2005 Philadelphia Meetings.

Coles, J., Daniel, N., Naveen, L., (2006). "Managerial incentives and risk-taking.". *Journal of Financial Economics* 79, pp. 431-468.

Coles, J. L., Daniel, N. D., Naveen, L., (2008). "Boards: Does One Size Fit All?". *Journal of Financial Economics* 87 (2), pp. 329-356.

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

Core, J., Holthausen, R., Larcker D., (1998). "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance.". *Journal of Financial Economics* 51, pp. 371-406.

Dahya, J., McConnell, J., (2007). "Board composition, corporate performance, and the Cadbury Committee recommendation". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (42), pp. 535-56.

Daily, C., Dalton, D., Cannella Jr., A., (2003). "Corporate Governance: Decades of Dialogue & Data.". *Academy of Management Review* 28 (3), pp. 371-382.

Donaldson, L., Davis, J., (1989). "CEO governance and shareholder returns: Agency theory or stewardship theory.". *Academy of Management*

Donaldson, L., Davis, J., (1991). "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns.". *Australian Journal of Management* 16, pp. 49

Eisenhardt, K. M., (1989). "Agency theory: An assessment and review.". *Academy of Management Review* 14(1), pp. 57-74.

Elloumi, F., Gueyie, J., (2001)." Financial distress and corporate governance: An empirical analysis.". *The International Journal of Business in Society* 1, pp. 15-23.

Fama, E. F., Jensen, M. C., (1983). "Separation of Ownership and Control.". *Journal of Laws and Economics* 26(2), pp. 301-325.

Fauver, L., Hung, M., Li, X., Taboada, A., (2017). "Board reforms and firm value: Worldwide evidence.". *Journal of Financial Economics* 125(1), pp. 120-142.

Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., (2003)." Corporate governance and equity prices.". *Quarterly Journal of Economics* 118, pp. 107-155.

Hausman, J., (1978). "Specification Tests in Econometrics.". *Econometrica* 46, pp. 1251-1271.

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

Harley R., Wiggins R., (2004). "Who is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring.". *Journal of Financial Economics* 73 (3), pp. 497-525.

Hillman, A. J., & Dalziel, T., (2003). "Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives.". *Academy of Management Review* 28(3), pp. 383-396.

Helland, E.; Sykuta, M., (2005). "Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders interests?". *The Financial Review* 40 (2), pp. 155-172.

Hermalin, B., Weisbach, M., (1988). "The determinants of board composition.". *Rand Journal of Economics* 19(4), pp. 589-606.

Hermalin, B., Weisbach, M., (1991). "The effect of board composition and direct incentives in firm performance". *Financial Management* 20 (4), pp. 101-12.

Hermalin, B. E., Weisbach, M. S., (2003). "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature.". *Economic Policy Review* 9(1), pp. 7-26.

Hsiao, C., (1986). "Analysis of Panel Data.". Cambridge University Press.

Jensen M., (1993). "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems.". *Journal of Finance, Chicago: American Finance Association* (48), pp. 831-880.

Jensen, M., Meckling, W., (1976). "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure.". *Journal of Financial Economics* 3(4), pp. 305-360.

Johnson, J., Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., (1999). "Number of directors and financial performance: A meta-analysis.". *Academy of Management Journal* (42), pp. 674-686

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

Knyazeva, A., Knyazeva, D., Masulis, R.W., (2013). "The supply of corporate directors and board independence.". *Review Financial Studies* 26, pp. 1561–1605.

Krivogorsky, V., (2006). "Ownership, board structure, and performance in continental Europe", *The International Journal of Accounting* 41, pp. 176-197.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., (1999). "Corporate ownership around the world.". *Journal of Finance* 54, pp. 471–517.

Lang, L., Stulz, R., (1994). "Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance.". *Journal of Political Economy* 102 (6), pp. 1248-1280.

Li H., Pincus M., Rego, O.S., (2008). "Market Reaction to Events Surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Earnings Management.". *Journal of Law and Economics* 51(1), pp. 111-134

Linck, J. S., Netter, J. M., Yang, T., (2008). "The determinants of board structure.". *Journal of Financial Economics* 87 (2), pp. 308-328.

Mace, M., (1986). *Directors: Myth and Reality*. Boston: Harvard Business School Press.

MacAvoy, P., Millstein, I. M., (1999). "The Active Board of Directors and Its Effect on the Performance of the Large Publicly Traded Corporation.". *Journal of Applied Corporate Finance* 11(4), pp. 8-20.

McKinsey & Company, (2002). *Investor opinion survey*. London. [http://www.mckinsey.com/features/investor\\_opinion/index.html](http://www.mckinsey.com/features/investor_opinion/index.html).

Mizruchi, M., Stearns, L., (1988). "A longitudinal study of the formation of interlocking directorates.". *Administrative Science Quarterly* 33(2), pp. 194-210.

Nguyen, B.D., Nielsen, K.M., (2010). "The value of independent directors: evidence from sudden deaths.". *Journal of Financial Economics* 98, pp. 550-567.

OCDE (2004). "Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades".

**O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das  
empresas dos Estados Unidos da América**

Pearce, J. A., Zahra, S. A., (1992). "Board compensation from a strategic contingency perspective." *Journal of Management Studies* 29, pp. 411–438.

Pfeffer, J., Salancik, G.R., (1978). "The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective." Harper & Row, New York

Rezaee, Z., Jain, P. K., (2005). "The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Security Market Behavior: Early Evidence". Working Paper.

Rosenstein, S., Wyatt, J. G., (1990). "Outside directors, board independence, and shareholder wealth." *Journal of Financial Economics* 26(2), pp. 175–191.

Rosenstein, S., Wyatt, J. C., (1997). "Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth." *Journal of Financial Economics* 44(2), pp. 229-250.

Safieddine, A., (2009). "Islamic financial institutions and corporate governance: new insights for agency theory." *Corporate Governance: An International Review* 17(2), pp. 142-158.

Shleifer, A., Vishny, R., (1997). "A survey of corporate governance." *Journal of Finance* 52(2), pp. 737–783.

Tobin, J., (1969). "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory." *Journal of Money, Credit and Banking* 1(1), pp. 15-29

Vafeas, N., (1999). "Board meeting frequency and firm performance." *Journal of Financial Economics* 53 (1), pp. 113-142.

Wooldridge, J. M., (2002). "Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data". (MIT Press, Cambridge, MA).

Yermack, D., (1996). "Higher market valuation of companies with a small board of Directors." *Journal of Financial Economics*, 40 (3), pp. 185–213.

Zhang, L., (2005). "The Value Premium." *The Journal of Finance* 60(1), pp. 67–103.

# O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

## Anexos

### Anexo A – Descrição das variáveis

Variáveis	Definição
Porcentagem de Diretores Independentes	Medido pela porcentagem de diretores externos que fazem parte do Conselho de Administração, reportado no relatório de final de ano da empresa.
Crescimento da Empresa	Crescimento das vendas anuais.
Vendas	Vendas líquidas ou receitas representam vendas brutas e outras receitas operacionais menos descontos, retornos e subsídios.
Alavancagem	Dívida Total / Total de Ativos
Dívida Total	Representa todas as obrigações de arrendamento e capitalização. É a soma da dívida de longo e curto prazo.
Total de Ativos	Representa a soma do total de ativos circulantes, recebimentos de longo prazo, investimentos não consolidados, outros investimentos e outros ativos.
Presença em Reuniões	Porcentagem média de comparecimento em reuniões do conselho de administração.
Tamanho da Empresa	Logaritmo do total de ativos.
Tamanho do Conselho de Administração	Medido pelo número total de membros da administração no final do ano, reportado nos relatórios anuais da empresa.
Retorno de Ativos	Resultado Líquido/Total de Ativos
Resultado Líquido	Ganhos totais da empresa
Retorno do Capital Próprio	Resultado Líquido/ Capital Próprio
Capital Próprio	Total do patrimônio dos acionistas
Tobin's Q	(Total de Ativos+Valor de Mercado da Empresa)/Total de Ativos
EBIT	Representa os ganhos antes das despesas de juros e impostos.
Valor de Mercado da Empresa	Preço das ações multiplicado pelo número de ações ordinárias emitidas.
Ln (Ativos Totais)	Logaritmo natural do total de ativos
ROA	(EBIT/Total de ativos)
ROE	(Resultado Líquido/Capital Próprio)

### Anexo B - Aplicação do teste de Hausman

- **ROA**

Teste de Hausman

H<sub>0</sub>: Diferença em coeficientes não sistemática

$$\chi^2(6) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B) = 355,24$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.000$$

b=consistente sobre H<sub>0</sub> e H'<sub>1</sub>; obtido de xtreg

B= inconsistente sobre H'<sub>1</sub>, eficiente sobre H<sub>0</sub>; obtido de xtreg

- **ROE**

Teste de Hausman

H<sub>0</sub>: Diferença em coeficientes não sistemática

$$\chi^2(6) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B) = 59,32$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.000$$

b=consistente sobre H<sub>0</sub> e H'<sub>1</sub>; obtido de xtreg

B= inconsistente sobre H'<sub>1</sub>, eficiente sobre H<sub>0</sub>; obtido de xtreg

## O efeito da independência do Conselho de Administração na criação de valor das empresas dos Estados Unidos da América

- **Tobin's Q**

Teste de Hausman

H<sub>0</sub>: Diferença em coeficientes não sistemática

$\chi^2(6) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B) = 58,15$   
Prob >  $\chi^2 = 0.000$

b = consistente sobre H<sub>0</sub> e H'<sub>1</sub>; obtido de xtreg

B = inconsistente sobre H'<sub>1</sub>, eficiente sobre H<sub>0</sub>; obtido de xtreg

### Anexo C - Teste de endogeneidade

Teste de endogeneidade

H<sub>0</sub>: As variáveis são exógenas

Durbin (score)  $\chi^2(1) = 8.64536$  (p=0.0033)

Wu-Hausman  $F(1, 10097) = 8.6502$  (p=0.0033)