

Board Interlocking no Brasil: A Participação de Conselheiros em Múltiplas Companhias e seu Efeito sobre o Valor das Empresas

Rafael Liza Santos*

Alexandre Di Miceli da Silveira**

Resumo

Este artigo investiga a participação simultânea em diferentes companhias dos conselheiros de administração das 320 empresas com liquidez na Bolsa de Valores de São Paulo nos anos de 2003 e 2005. Foram identificadas as companhias que se mostravam interligadas por meio de conselheiros em comum, quais características corporativas favoreciam a ocorrência desta interligação e se esta prática apresentava conseqüências para o valor e desempenho das empresas. Os resultados mostram que o *board interlocking* é uma prática freqüente no Brasil e que conselhos maiores, controle acionário disperso e maior porte da companhia são fatores associados à ocorrência do fenômeno. Ademais, constatou-se que o valor da companhia é, em média, prejudicado por altos níveis de *interlocking*, principalmente nas empresas cuja metade ou mais dos conselheiros atua em três ou mais conselhos ou naquelas que possuem seu diretor-executivo atuando em outros conselhos. O artigo fornece subsídios para a elaboração de recomendações de boas práticas de governança corporativa por parte de órgãos reguladores acerca da efetividade de conselheiros atuantes em diversas empresas e de suas conseqüências para o valor corporativo.

Palavras-chave: *Board interlocking*; conselho de administração; conselheiros; governança corporativa; valor da empresa.

Códigos JEL: G32; G34.

Abstract

This paper investigates the simultaneous participation of directors in different companies from 320 Brazilian listed firms in 2003 and 2005. We identify which firms are connected through a network of directors, which corporate characteristics contribute to this phenomenon, and if board interlocking influences firm value and operational performance. The results show that interlocking directorates are a common practice in Brazil. Besides, larger boards, more dispersed ownership structures, and larger firm size are factors associated with a high level of board interlocking. Moreover, we find that firm value is, on average, negatively impacted by higher levels of board interlocking, especially on firms with board of directors considered too busy (those in which a majority of directors hold three or more

Submetido em Junho de 2007. Aceito em Julho de 2007.

*Graduando em Economia pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP). E-mail: rafael.liza@usp.br

**Doutor e Mestre em Finanças pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), Professor de Contabilidade e Finanças dos Programas de Graduação e Pós-graduação, FEA-USP. Av. Luciano Gualberto, 908, Prédio FEA-3, Sala 239, 05508-900, Cidade Universitária, São Paulo - SP. Tel: +55 11 3091-5820 r. 162 / 8149-8115.
E-mail: alexfea@usp.br

directorships) or on firms where their CEO hold directorships in other companies. Besides being a pioneer work on this field in Latin America, the paper provides subsidies for the preparation of good corporate governance practices from regulators regarding the effectiveness of multiple directorships and its consequences for corporate value.

Keywords: Board interlocking; board of directors; corporate governance; directors; firm value.

1. Introdução

O Conselho de Administração é considerado um dos principais mecanismos internos de governança corporativa,¹ em função de suas atribuições de monitoramento dos gestores, ratificação das decisões relevantes e fixação das diretrizes estratégicas da companhia.

Os principais códigos de boas práticas de governança, elaborados com base nas recomendações dos agentes de mercado, ressaltam a importância da composição independente do conselho e da separação entre os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração, a fim de assegurar a austeridade e imparcialidade de suas decisões. (IBGC, 2004, CVM, 2002, OECD, 1998).

Entretanto, um aspecto pouco estudado na literatura sobre conselhos de administração trata da possibilidade do valor corporativo ser afetado pelo número de outros cargos ocupados pelos conselheiros de uma dada empresa. Tal fenômeno é conhecido na literatura internacional como *board interlocking*,² e consiste no fato de um profissional ocupar a posição de conselheiro em duas ou mais empresas, estabelecendo, desta forma, uma ligação entre elas (Fich e White, 2001). Exemplos de estudos nesta linha de pesquisa podem ser encontrados nos trabalhos de Dooley (1969), Allen (1974), Mizruchi (1996), Fich e White (2001), Fich e Shivdasani (2006), entre outros. No Brasil, entretanto, o tema é inédito e não foram encontrados estudos nesta linha de pesquisa durante a elaboração do presente artigo.

Dooley (1969), em seu trabalho seminal sobre o tema, ressalta que a prática da união de conselhos por meio de conselheiros comuns foi amplamente debatida ao longo do tempo. O *Clayton Act*, lei antitruste americana de 1914, proibia a formação do *board interlocking* entre companhias concorrentes, porém não condenava a prática de modo geral. A legislação brasileira, por sua vez, também trata do tema. A Lei nº. 10.303 de 31 de outubro de 2001, a Nova Lei das S.A., em seu artigo 147, parágrafo terceiro, afirma:

¹Baseado em Shleifer e Vishny (1997), Hart (1995) e Silveira (2006), governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos à empresa, que visa aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos auferirem o retorno sobre seus investimentos.

²Também são comuns na literatura internacional os termos “*interlocking directorate*”, “*board overlap*” e “*board ties*”; entretanto, devido à escassez de estudos nesta área no Brasil, parece não haver tradução consensual para o termo. Optaremos, portanto, em manter o jargão anglo-saxônico.

§ 3º O conselheiro deve ter reputação ilibada, não podendo ser eleito, salvo dispensa da assembléia-geral, aquele que:

- I. Ocupar cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado, em especial, em conselhos consultivos, de administração ou fiscal; e
- II. Tiver interesse conflitante com a sociedade.

Existem diversas justificativas para existência deste fenômeno: economistas comportamentais sugerem que as companhias utilizam o *board interlocking* como mecanismo para aperfeiçoar as relações contratuais entre firmas, reduzindo assim as incertezas implícitas (Schoorman et alii, 1981). Outros pesquisadores afirmam que o fenômeno é simplesmente regido pelas leis de mercado, já que os conselheiros mais bem capacitados constituem um recurso humano escasso como qualquer outro, de modo que as firmas disputariam a presença desses profissionais em seus conselhos³ (Fich e White, 2001, Mizruchi, 1996).

As questões ainda controversas e inconclusivas na literatura tratam do efeito do *board interlocking* sobre o valor e desempenho da empresa. Mol (2001) afirma que a união de empresas por meio de seus conselheiros pode trazer benefícios, como facilitar a obtenção de recursos, clientes e credores; difundir inovações e métodos eficazes em outras empresas e, em certa medida, influenciar o ambiente em que estas empresas estão inseridas, visando à criação de vantagens competitivas. Já Fich e Shivdasani (2006) reportam, através de uma análise para as 500 maiores empresas americanas no período de 1989 a 1995, que os conselheiros ocupados com múltiplas companhias produzem um efeito negativo sobre o valor de mercado da empresa devido à deterioração da qualidade da governança.⁴

Este artigo objetiva entender e descrever a ocorrência da participação simultânea de conselheiros em múltiplas empresas no Brasil. O estudo foi conduzido por meio da análise da composição dos conselhos de todas as empresas com liquidez maior que zero na Bolsa de Valores de São Paulo nos anos de 2003 e 2005. Adicionalmente, investigaram-se os fatores determinantes do *board interlocking*, isto é, quais características corporativas favorecem a ocorrência de um alto ou baixo nível *board interlocking* no Brasil. Por fim, através de diferentes testes econométricos, avaliou-se o impacto desta prática sobre o valor e desempenho corporativos.

O artigo obteve três resultados principais; em primeiro lugar, constatou-se que o *board interlocking* é uma prática recorrente no país. No ano de 2003, os 3.196 cargos de administração destas empresas eram ocupados por 2.688 profissionais –

³Dooley (1969) reporta que, em 1965, os 4007 cargos nos conselhos das 250 maiores companhias americanas eram ocupados por somente 3165 profissionais. Embora a maioria destes conselheiros ocupasse apenas um conselho, havia profissionais que desempenhavam funções em mais de 9 empresas.

⁴Fich e Shivdasani (2006) observam que as empresas cujos conselhos eram compostos por uma maioria de profissionais ligados a outras companhias apresentam, *ceteris paribus*, o múltiplo de valor patrimonial *price-to-book value* aproximadamente 4,2% menor, se comparado às demais firmas que não realizam esta prática.

dentre as 320 empresas da amostra, 74% delas apresentava ao menos um profissional, diretor ou conselheiro, participante de outra companhia. Em relação aos determinantes do *board interlocking*, verificou-se que os aspectos que mais influenciam o fenômeno são a composição e tamanho do conselho de administração, o porte da empresa e o nível de dispersão do controle acionário. Por fim, em linha com os estudos internacionais da área, observou-se que o *board interlocking* tende a afetar negativamente o valor da empresa. Particularmente, a participação do diretor-executivo ou do presidente do conselho em múltiplas companhias se mostrou prejudicial ao valor da firma, assim como os conselhos que contavam com maior proporção dos seus conselheiros externos atuando em diferentes empresas (denominados na pesquisa como conselhos sobrecarregados).

Como justificativa principal para a pesquisa, tem-se o argumento de que a interligação de empresas por meio de seus conselheiros é um mecanismo que afeta as estratégias e decisões corporativas, e, em nível macroeconômico, pode influir no ambiente do mercado, aumentando ou diminuindo a eficiência das empresas no Brasil. Como exemplo da importância do tema, a agência de análises em governança corporativa The Corporate Library (2006) encontrou evidências de que os recentes problemas de governança corporativa no mercado norte-americano, causados pela alteração da data de opções de ações a fim de aumentar os ganhos dos executivos (option backdating), podem ter sido difundidos por meio de conselheiros que atuavam simultaneamente em diversos conselhos, em uma espécie de relacionamento “boca a boca”. Após analisar as 120 empresas denunciadas até o final de outubro no escândalo, a agência concluiu que “a conexão das empresas por meio de conselheiros comuns (*board interlocking*) parece ser o mais importante indicador dos problemas de backdating das opções de ações”.

A presente pesquisa possui três contribuições principais: i) o artigo pode ser considerado pioneiro no estudo exploratório desta linha de pesquisa no país e inclusive na América Latina, já que não foram encontrados estudos empíricos sobre esta linha de pesquisa na região. Além de descrever a extensão do fenômeno no Brasil, o estudo pode auxiliar a literatura internacional por meio de dados empíricos de um país emergente; ii) o artigo apresenta evidências dos fatores determinantes do nível de *board interlocking*, indicando que certas características corporativas tendem a influenciar a adoção da prática em maior ou menor grau; iii) o artigo apresenta evidências relevantes, por meio de diferentes definições operacionais do *board interlocking*, de que a participação de um alto número de conselheiros em múltiplas companhias impacta negativamente o valor corporativo. Este resultado pode ser considerado particularmente importante, já que fornece subsídios para a elaboração de recomendações sobre as boas práticas de governança corporativa a serem adotadas pelas empresas.

O artigo é dividido em sete seções: a Seção 2 apresenta uma revisão da literatura sobre o tema e discute as hipóteses do trabalho. A Seção 3 aborda os aspectos metodológicos e a amostra selecionada. A Seção 4 apresenta um panorama do *board interlocking* no Brasil, por meio de estatísticas descritivas e um exemplo de

mapeamento de empresas conectadas. A Seção 5 discute quais fatores favorecem a formação do *board interlocking* por meio da aplicação de regressões multivariadas *probit*. A Seção 6 avalia, através de testes econométricos alternativos, em que medida o valor e desempenho corporativos são afetados pelo fenômeno do *board interlocking*. A Seção 7, por fim, traz as conclusões finais.

2. Revisão da Literatura

2.1 A governança corporativa e o conselho de administração

Em um ambiente de separação entre propriedade, personificada pela figura dos acionistas externos à empresa, e controle corporativo, representado pelos administradores, o conselho de administração atua como mecanismo para convergência de interesses entre os gestores e os proprietários da companhia.

Fama e Jensen (1983) dividem o processo decisório da alta gestão em dois grupos: as decisões de gestão, cabíveis à diretoria executiva, incluindo a geração de propostas e execução das decisões; e as decisões de controle, de competência do conselho de administração, incluindo a ratificação das medidas a serem executadas, o monitoramento do desempenho corporativo e o estabelecimento de recompensas ou punições aos gestores.

Devido ao predominante aspecto de monitoramento da empresa, atribuído ao conselho, diversos códigos de governança corporativa recomendam a inclusão de conselheiros independentes e externos à companhia, isto é, profissionais não participantes ou ligados à diretoria executiva como forma de aprimorar a tomada de decisão e, assim, aumentar o valor da empresa.

Entretanto, pesquisas sobre o tema apontam que uma maior proporção de conselheiros externos não apresenta relação estatisticamente significativa com o valor da empresa ou com medidas de desempenho, calculadas por indicadores contábeis (Macavoy et alii, 1983, Baysinger e Butler, 1985, Hermalin e Weisbach, 1991).⁵ Bhagat e Black (1999) afirmam que não há apoio empírico para a proposição de que as empresas devam ter uma “supermaioria” de membros externos no conselho. Yermack (1996) chega a relatar uma correlação negativa entre a proporção de conselheiros externos e o *Q* de Tobin.

Há indícios de que esta ausência de conclusão a respeito da influência dos conselheiros externos surge de três principais fontes: a impossibilidade de mensuração do verdadeiro nível de “independência” de um conselho, o caráter endógeno para a composição do conselho e a efetividade dos mecanismos de incentivo, incluindo o sistema de remuneração, para que os conselheiros externos atuem firmemente pela maximização do valor da companhia.

⁵Baysinger e Butler (1985) e Bhagat e Black (1999) examinam a correlação entre medidas contábeis de desempenho e a proporção de membros externos no conselho, não encontrando resultados estatisticamente significantes. Hermalin e Weisbach (1991) utilizam o *Q* de Tobin como medida alternativa de desempenho, mas também não verificam relações estatisticamente significativas entre composição do conselho e tal indicador.

A mensuração de quão independente dos gestores ou dos acionistas controladores é um determinado conselho limita-se a aproximações metodológicas, como a proporção de membros não participantes da diretoria no órgão ou, quando muito, de uma breve análise biográfica do conselheiro.⁶ Desta forma, tal indicador pode não refletir com precisão até que ponto as decisões dos conselheiros externos deixam de ser afetadas pela influência do diretor-executivo ou de outros membros internos a firma, o que prejudicaria a qualidade dos testes econométricos entre independência e valor, afetando a significância dos resultados.

A relação endógena entre a estrutura do conselho e o desempenho corporativo é outro fator que pode explicar a ambigüidade dos resultados referentes ao efeito dos conselheiros externos. A independência do conselho tem caráter dinâmico no tempo. Hermalin e Weisbach (1991) observam que o processo de sucessão do diretor-executivo, assim como seu desempenho a frente da empresa, são fatores que afetam a composição e independência do conselho. De acordo com os autores, nos períodos precedentes à substituição do diretor-presidente, os conselhos adicionam mais membros internos, participantes da diretoria da empresa, com o intuito de auxiliar o processo sucessório.⁷ O desempenho corporativo também altera a composição do conselho: a probabilidade de conselheiros externos serem adicionados ao conselho aumenta após um desempenho ruim da empresa e a independência do conselho diminui conforme o diretor-executivo aumenta sua permanência no cargo, o que pode indicar que mesmo os conselheiros externos passam a sofrer alguma influência dos diretores, comprometendo, assim, a qualidade de suas decisões (Hermalin e Weisbach, 2001).

Por fim, a eficácia da atividade dos conselheiros externos é outro fator que auxilia na compreensão dos resultados inconclusivos entre valor corporativo e independência do conselho. Segundo Fama e Jensen (1983), os conselheiros teriam interesse em consolidar suas reputações pessoais como monitores eficazes. Entretanto, como os autores ressaltam, um conselheiro de reputação passiva também seria requisitado a participar do conselho, não por seus atributos de monitor eficaz, mas justamente pelo oposto: a reputação de não ser um causador de problemas aos gestores.

É justamente entre os conselheiros externos, isto é, aqueles não participantes da diretoria, que o *board interlocking* se faz mais presente,⁸ pela razão bastante intuitiva de que os conselheiros internos, já ocupados com as diretorias de suas empresas originais, não dispõem de tempo suficiente para trabalhar em outras

⁶A maioria dos estudos desta natureza no Brasil utiliza as informações disponíveis nos Informativos Anuais, exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nos quais os conselheiros são discriminados entre 'internos' e 'externos', isto é, participantes da diretoria ou exclusivamente pertencentes ao conselho de administração, respectivamente. Desta forma, torna-se difícil e subjetivo inferir sobre a independência dos conselheiros.

⁷No original: "Before a CEO change, insiders are also brought onto the board, possibly as part of the grooming process".

⁸Embora também seja freqüente entre os conselheiros internos, Mizruchi (1996) destaca: "Most interlocks are created by a firm's outside directors".

companhias. Assim, uma das principais críticas à prática de um profissional trabalhar em múltiplas empresas é a evidente escassez de tempo para dedicação do conselheiro na defesa dos interesses dos acionistas destas companhias.⁹ Fich (2005) reporta, por meio de estudos de evento, que as ações de empresas cujos conselheiros anunciam a participação em outro conselho apresentam retornos negativos nos períodos subjacentes ao anúncio, o que pode indicar que os acionistas temem o descuido de seus interesses quando surge a prática do *board interlocking*.¹⁰

Diante destas evidências, parece razoável supor que a eficácia dos conselheiros externos está condicionada não apenas à independência destes profissionais, mas também ao seu nível de dedicação e comprometimento: membros que já são participantes de outras companhias (principalmente aqueles com participação em muitos conselhos), apesar de seus maiores contatos ou experiência, parecem não agir com a mesma efetividade que outros conselheiros. Assim, o *board interlocking* se insere na literatura sobre governança corporativa como um fator que pode auxiliar na compreensão da efetividade do conselho de administração, através de seu efeito sobre os conselheiros externos e sobre a rede de contatos da companhia. Estes temas serão pormenorizados a seguir.

2.2 O *board interlocking*: definições, causas e conseqüências

Quando um profissional da alta administração de uma determinada companhia ocupa o cargo de membro do conselho de administração de outra empresa, surge o fenômeno do *board interlocking*.¹¹ Esta definição engloba a possibilidade de não apenas os conselheiros, mas também os diretores, serem os elos de ligação entre empresas.

Uma posterior e mais detalhada distinção subdivide a prática em duas categorias: o *simple board interlocking*, que ocorre quando o profissional da empresa *i* ocupa cargo de conselheiro na empresa *j*, mas nenhum profissional desta atua na primeira empresa; e o *reciprocal board interlocking*, menos freqüente, que se dá quando o profissional de empresa *i* ocupa cargo de conselheiro na empresa *j* e, reciprocamente, um profissional da *j* também trabalha na empresa *i*.¹²

⁹Lipton e Lorsch (1992) constatam que o problema mais freqüente que os conselheiros afirmam se defrontar é a falta de tempo para suas atividades. Shivdasani e Yermack (1999) argumentam que os benefícios da participação em outras diretorias podem se apresentar como uma função não-linear, de forma que a participação em muitos conselhos pode reduzir excessivamente o tempo disponível aos conselheiros para efetuar de maneira adequada suas responsabilidades de monitoramento.

¹⁰Deve-se ressaltar que Fich (2005) também observa retornos anormais positivos às ações das empresas que aceitam como conselheiro externo o diretor-executivo de outra companhia. O autor sugere que os diretores-executivos são percebidos pelo mercado americano como sendo de grande valia para o capital humano da empresa por suas habilidades e competências de gestão, o que pode reforçar a tese de que o *board interlocking* é regido, principalmente, pelas forças de mercado que disputam capital humano como qualquer outro ativo.

¹¹"An interlocking directorate occurs when a person affiliated with one organization sits on the board of directors of another organization" (Mizruchi, 1996).

¹²Este nível de detalhamento não será abordado no artigo, devido a sua inoperacionabilidade e reduzida contribuição aos resultados finais. Consideraremos, para este estudo, a definição de Mizruchi (1996), que trata apenas do *simple board interlocking*. Para maior detalhamento do tema, ver Fich e

Os estudos sobre esta união de empresas por meio de seus conselheiros comuns têm despertado os interesses de diversos campos de pesquisa, como administração, economia, sociologia e direito. Mizruchi (1996) reitera que o *board interlocking* se tornou o indicador primário das conexões entre firmas e de sua rede de contatos com o ambiente corporativo, de modo que sua análise possibilitaria inferir algumas pistas sobre o comportamento destas companhias, visto que elas teriam as mesmas pessoas em seus órgãos de comando.

Segundo Burris (2005), por se apresentar como uma das formas de mais intensa união entre duas companhias, o *board interlocking* se tornou alvo de críticas, mas também de elogios, ainda que em menor frequência. Entretanto, para avaliar os efeitos positivos e negativos da prática, cabe questionar, anteriormente, quais são os propósitos desta participação simultânea de conselheiros e por que razões ela ocorre.

2.2.1 Fatores de influência para o surgimento do *board interlocking*

Duas abordagens se sobressaem a respeito de como se dá a ligação de empresas por meio de seus profissionais: a primeira afirma que o *board interlocking* é um fenômeno não-intencional por parte das companhias, isto é, os responsáveis por sua formação são exclusivamente os conselheiros que, por vontade própria, desejam participar de outros conselhos de administração. Uma segunda visão afirma que é de interesse da empresa que seus profissionais tragam melhores contatos – como clientes, fornecedores, credores, novas experiências – ou que desempenhem formas de monitoramento sobre a firma conectada, e que, portanto, as companhias exerceriam influência para a participação de seus conselheiros em outras empresas ou contratariam apenas pessoas com atuação em outros conselhos.

Observações como as de Pennings (1980) e Burt (1983) sustentam esta visão inter-organizacional do *board interlocking*. Os autores relatam que em setores com maior concentração de mercado por poucas companhias, o nível de conselhos interligados era maior. Dessa forma, afirma-se que o *board interlocking* é um facilitador para a colusão entre competidores, o que favoreceria práticas oligopolistas de mercado. Carrington (1981), por exemplo, encontra uma relação positiva entre concentração de mercado, interligações entre empresas e lucratividade das companhias.

Por esta razão, Mizruchi (1996) afirma que, embora as evidências empíricas sejam de difícil acesso, o *board interlocking* intra-setorial pode ser uma forma de se estabelecer restrições à competitividade de livre mercado.

Uma segunda abordagem interpreta o fenômeno como mecanismo de cooptação e monitoramento por parte das companhias. A cooptação pode ser entendida como o controle dos elementos potencialmente disruptivos na estrutura decisória da companhia (Selznick, 1949 apud Mizruchi, 1996). Dessa forma, o *board interlocking* atuaria como instrumento para redução das fontes de incerteza no ambiente. De modo semelhante, o monitoramento de uma determinada em-

Shivdasani (2006).

presa por meio da inclusão de profissionais de outra companhia em seu conselho também é uma reconhecida forma de cooptação.

O exemplo prático mais citado pela literatura diz respeito a empresas com alto grau de endividamento junto a instituições financeiras que recebem, em seu conselho de administração, representantes destes credores, a fim de reduzir as incertezas de *default*. Outros trabalhos (e.g.: Pfeffer (1972), Allen (1974), Pennings (1980), Sheard (1993) examinam até que ponto a interdependência entre duas empresas contribui para a formação do *board interlocking*. Embora os resultados sejam diferentes conforme o setor e o tipo de dependência analisados, de maneira geral, o fenômeno está associado à dependência de recursos da firma (Mizruchi, 1996).

Sob esta ótica da interdependência por parte das companhias, Nicholson et alii (2004) afirmam que a dispersão acionária é um fator associado ao surgimento do *board interlocking*. Companhias com alta dispersão acionária possuiriam, em seus conselhos, membros provenientes de diferentes origens e com diferentes relações com a companhia: credores, clientes, fornecedores e conselheiros profissionais. Da mesma forma, a concentração de controle apresentada por companhias de controle familiar está negativamente correlacionada à participação de seus conselheiros em outras empresas (Allen, 1976, Burt, 1980).

Outra argumentação sustenta que o conselho de administração desempenha um importante papel por zelar pela reputação da firma perante seus investidores (Selznick, 1957, Parsons, 1960). Dessa forma, o fato de um conselheiro de uma importante companhia *i* ser convidado a participar do conselho em outra companhia *j*, pode indicar aos investidores que a companhia *j* é merecedora de confiança, devido à sinalização que este conselheiro de boa reputação fornece ao se engajar nesta nova firma.

A complementação a esta visão afirma que não é somente por interesse da companhia que os profissionais participam de mais de um conselho, mas especialmente por sua vontade pessoal. Palmer (1983) corrobora esta tese ao afirmar que os elos entre corporações rompidos acidentalmente (por falecimento ou por aposentadoria do conselheiro, por exemplo) não eram reconstituídos pelas empresas participantes.

A partir deste nível individual de análise, Zajac (1988) e Stokman et alii (1988) observam que os indivíduos participam dos conselhos por razões de remuneração financeira, prestígio e contatos que podem ser úteis para futuros avanços na carreira. Sob este ponto de vista, o *board interlocking* é mais uma consequência involuntária das decisões individuais destes profissionais, que dos interesses corporativos.

Ao analisarem o *reciprocal board interlocking* entre diretores-executivos das 500 maiores companhias americanas, Fich e White (2001) constatam que a probabilidade de ocorrência deste fenômeno decai conforme maior for a participação das opções de ações na remuneração do diretor-executivo, o que nos leva a concluir que os profissionais tornam-se mais dedicados aos seus afazeres na firma 'original' conforme maior for a dependência de sua remuneração ao desempenho da com-

panhia. Dooley (1969) e Pfeffer (1972) também constatarem que a concentração acionária em poder dos gestores apresentava-se negativamente correlacionada à formação do *board interlocking*.

Outros fatores, ainda que mais consensuais, também são investigados pela literatura. Fich e White (2001) observam que conforme maior for o número de reuniões anuais do conselho de administração, menor a probabilidade de seus membros realizarem a prática do *board interlocking*, fato justificado pela falta de tempo apropriado às atividades dos conselheiros. A literatura também constata que, conforme maior for o número de membros do conselho de administração, maior a probabilidade de existir a participação de um conselheiro proveniente de outra companhia. O tempo de serviço na empresa também é um fator que afeta a probabilidade do profissional atuar em mais de um conselho. Fich e White (2001) identificam que profissionais com mais tempo em seus cargos desenvolvem mais contatos e, portanto, tendem a ser convidados a participar de outras companhias.

Embora nem todos os argumentos apresentados na discussão acima sejam testáveis empiricamente para o cenário brasileiro, especialmente devido à falta de dados padronizados relativos à remuneração dos administradores ou à frequência de atividades dos conselhos, este artigo é conduzido a elaborar as seguintes hipóteses baseadas nesta revisão da literatura:

- H1: A probabilidade de ocorrência do *board interlocking* em uma companhia aumenta conforme maior for o número de membros em seu conselho de administração.
- H2: A maior participação de conselheiros externos tende a aumentar a probabilidade de ocorrência do *board interlocking*.
- H3: A ocorrência do *board interlocking* é mais acentuada em empresas de maior reputação¹³ perante o mercado.
- H4: A concentração do controle acionário reduz a frequência do *board interlocking* na companhia.
- H5: O grau de endividamento¹⁴ deve afetar positivamente a existência do *board interlocking*.

As hipóteses acima apresentadas dizem respeito aos fatores que facilitam ou dificultam a existência da união de empresas por meio de seus conselheiros. Abor-

¹³O conceito de reputação é carregado de subjetividade. Trabalhos internacionais sobre o tema (Fich e White, 2001) utilizam o número de diretores executivos em um dado conselho como *proxy* para a reputação da empresa, devido à reputação pessoal destes profissionais. Diante da pouca disponibilidade de dados no Brasil, utilizaremos como *proxy* para o conceito de 'reputação' duas definições operacionais: a participação da empresa nos segmentos mais avançados de governança corporativa da BOVESPA (Nível 2 e Novo Mercado) e o logaritmo natural do ativo da companhia, por considerarmos que empresas maiores possuem maior estabilidade e, assim, maior histórico reputacional.

¹⁴O grau de endividamento será analisado através da razão entre a dívida bruta total da companhia dividida por seu ativo total no ano analisado.

daremos agora a análise dos efeitos desta prática perante o desempenho e valor da companhia, a fim de produzirmos novas hipóteses testáveis.

2.2.2 As conseqüências do *board interlocking* para o desempenho e valor corporativos

Embora a maioria dos trabalhos empíricos sobre o tema tenha observado uma correlação negativa entre a participação de conselheiros em múltiplas empresas e os indicadores financeiros das companhias (Fich e Shivdasani, 2006, Fich e White, 2001, Loderer e Peyer, 2002), faz-se necessário citar os trabalhos teóricos que prevêm frutos benéficos desta prática.

As linhas de pesquisa em sociologia organizacional argumentam que o conselho de administração é detentor de um capital social de grande valia para a empresa por duas razões principais: seus contatos e seu conhecimento. Nicholson et alii (2004) ressaltam que o *board interlocking* é especialmente vantajoso para companhias que enfrentam cenários de incerteza e interdependência no mercado, complexidade organizacional e propriedade dispersa, pois seria um mecanismo que combateria eventuais desvantagens provenientes destes fatores por meio das conexões sociais dos conselheiros e de sua influência no ambiente de mercado.

O conceito de coesão social assume múltiplas definições na literatura sobre sociologia, fugindo ao escopo deste artigo abordá-las detalhadamente. Para fins práticos, segundo Mizruchi (1990), podemos entender que a similitude de interesses e a extensa rede de contatos sociais (que permite um alto fluxo de informações relevantes) constituem os critérios-chave para o conceito de coesão. Por meio destes fatores, os profissionais de alta gestão encontram-se inseridos em um ambiente social de clube: denso, coeso e privado, que se torna ativo e potencialmente útil a seus participantes através de seus contatos sociais.

Recorrendo à Economia dos Custos de Transação,¹⁵ os autores teorizam que as empresas cujos conselheiros compartilham cargos de alta gestão possuiriam mais vias de comunicação e melhor troca de informações, o que reduziria os custos de transação. Boyd (1990) observa que, dentre as empresas que defrontam maior incerteza no ambiente, aquelas possuidoras de maiores conexões com outras companhias por meio de seus conselheiros, e menores conselhos de administração, exibiam melhor desempenho – medido através do crescimento de vendas e do retorno sobre patrimônio líquido.

Outro mecanismo pelo quais os conselhos de administração com ligações em outras empresas agregam valor à companhia trata do capital cognitivo que estes conselheiros adquirem - isto é, sua experiência pessoal.¹⁶

Haunschild e Beckman (1998) afirmam que as conexões entre conselheiros permitem a disseminação de inovações organizacionais através desta rede de con-

¹⁵Para maior detalhamento, ver Williamson (1999).

¹⁶Fich (2005) resalta que o capital humano qualificado é capaz de conceder às companhias melhores margens competitivas. Zingales (2000) e Rajan e Zingales (2004) observam uma importância crescente do capital humano na mensuração do valor corporativo.

tatos corporativos. A similitude das estratégias adotadas por empresas interconectadas é um profícuo ramo de estudo. Palmer et alii (1989) constatam que companhias americanas eram mais propensas a adotar uma estrutura multidivisional se elas possuísem elos com firmas que já adotaram tal estrutura previamente. Davis (1991) identifica que a adoção de *poison pills*¹⁷ era mais rápida em companhias conectadas com firmas que já possuíam este mecanismo *anti-takeover*. D'Aveni e Kesner (1993) observam que as tentativas de aquisição hostil em empresas cuja alta administração, tanto do lado dos ofertantes quanto da empresa-alvo, compartilhava múltiplas diretorias eram mais bem sucedidas que se comparado às empresas-alvo que não possuíam conexão alguma. Até mesmo a similitude das estratégias referentes à contribuição em campanhas políticas é identificada em empresas conectadas por meio de seus conselheiros. Clawson e Neustadt (1989), ao analisar uma amostra de 243 companhias americanas conectadas entre as 250 maiores do país, observam que as firmas unidas por meio de seus conselheiros eram mais propensas a contribuir ao mesmo grupo político durante as eleições americanas de 1980.

A maioria dos trabalhos de cunho sociológico-organizacional neste tema é de caráter teórico. Mesmo diante dessas observações de coesão social e acúmulo de capital cognitivo por parte dos profissionais que compartilham múltiplas diretorias, raros são os estudos empíricos que corroboram economicamente o benefício dos conselhos interconectados.

Por outro lado, as linhas de pesquisa voltadas para finanças corporativas e comportamento econômico apresentam trabalhos mais quantitativos, que objetivam auferir através de indicadores financeiros os efeitos do *board interlocking* para a companhia.

De maneira geral, grande parte dos trabalhos encontra uma correlação negativa entre a frequência de participação dos conselheiros em mais de uma firma e os resultados financeiros destas companhias. Fligstein e Brantley (1992) identificam uma associação negativa entre interlocks e lucratividade, em uma amostra de grandes corporações americanas. Loderer e Peyer (2002), analisando as companhias listadas na bolsa de valores suíça (Zurich Stock Exchange) durante o período de 1980 a 1995, identificam que o acúmulo de cargos em outros conselhos de administração reduz o valor da firma, medido através de seu *Q* de Tobin.¹⁸ As possíveis razões para este resultado, justificam os autores, são os conflitos de interesse aos quais os conselheiros são expostos ao participarem de múltiplas empresas – o que potencializaria os problemas de agência – e a falta de tempo adequado para o desempenho dos múltiplos mandatos.¹⁹

¹⁷*Poison pills* são mecanismos contratuais que fornecem aos gestores instrumentos que tornam sua demissão desvantajosa para a companhia em caso de aquisição hostil.

¹⁸O *Q* de Tobin é um indicador comumente utilizado como medida de valor corporativo, pois, segundo Morck et alii (1988), pode-se supor que tal indicador reflita o valor agregado de fatores intangíveis, como a qualidade da governança corporativa da empresa.

¹⁹A exceção a esta regra, afirmam os autores, ocorre quando os presidentes do conselho de administração de outra companhia *i* são convidados a participar de uma dada companhia *j* – neste caso, é observado, excepcionalmente, um aumento do valor da firma *j*.

Constatação semelhante é verificada por Fich (2005), ao analisar 1493 indicações aos cargos de conselheiro externo. O autor observa que as reações no preço das ações eram significativamente maiores para aquelas indicações de diretores executivos de outras companhias como conselheiros externos. A justificativa para tal resultado reside, possivelmente, no fato de que os diretores-executivos de companhias americanas são percebidos pelo mercado como possuidores de conhecimento e contatos singularmente úteis para a companhia. A constatação reversa, pelo autor, de que as firmas originais destes diretores-executivos apresentavam uma queda nos preços de suas ações quando tal profissional era indicado como conselheiro externo em outra companhia pode revelar o caráter ambíguo do *board interlocking*: positivo para aquela firma que adquire um conselheiro externo experiente, mas um prejuízo para a firma 'original', cujo diretor-executivo estará ocupado com maiores atribuições e, assim, pode tornar-se desatento à maximização do retorno aos acionistas da companhia.

Ao analisarem, desta vez, o *reciprocal board interlocking* entre diretores-executivos, em uma amostra de 610 entre as maiores corporações americanas, Fich e White (2001) identificam uma associação positiva entre a participação em "mão dupla" de diretores-executivos e o *Q* de Tobin destas companhias que intercambiavam tais profissionais.²⁰

Refutando a tese de que um maior número de contatos, por meio dos conselheiros da companhia, resultaria em melhores oportunidades e, conseqüentemente, em um melhor desempenho corporativo, Fich e Shivdasani (2006) desenvolvem o conceito de *busy board*, que é a condição na qual metade ou mais dos conselheiros da companhia ocupa 3 ou mais cargos em outras empresas. Com esta perspectiva de análise, os autores evitam que uma abordagem utilizando a média de assentos em outras companhias por conselheiro seja distorcida por um único eventual conselheiro que participasse de muitos conselhos, o que enviesaria a média do *interlocking* por companhia. Esta medida qualitativa de 'conselho sobrecarregado' identificaria claramente que conselheiros vinculados a um número excessivo de outras empresas reduzem o valor e o desempenho corporativo. Com tudo o mais constante, os autores constatam que a razão valor de mercado sobre patrimônio líquido das empresas com conselhos classificados como sobrecarregados apresenta um valor 4,2% menor que as companhias cujos conselhos não se enquadram em tal classificação.

As medidas de desempenho operacional também seriam afetadas: as firmas com mais da metade dos conselheiros participantes de outras três ou mais companhias apresentam pior retorno sobre o ativo, menor giro do ativo e menor retorno operacional sobre vendas. De maneira geral, o estudo aponta uma deterioração da qualidade da governança corporativa para as empresas com muitos conselhei-

²⁰Entretanto, os autores ressaltam que não podem especificar com clareza a relação de endogeneidade presente nos resultados: é possível que companhias com maiores *Q* de Tobin sejam mais atraentes para outros profissionais participarem como conselheiros; mas também é possível que a participação destes profissionais conduza as firmas a melhores resultados.

ros participando como administradores de outras companhias. A frequência de demissão do diretor-executivo frente ao mau desempenho da empresa também declina se o conselho de administração é classificado como ocupado.

Estas conclusões acima apresentadas nos conduzem à hipótese de que os benefícios marginais dos melhores contatos e da maior experiência dos conselheiros participantes de múltiplas empresas não são superiores à queda da qualidade de suas decisões de monitoramento e de ratificação das decisões da diretoria, de modo que o balanço final do *board interlocking* aparenta ser prejudicial à companhia - hipótese que será testada adiante.

H6: Um maior nível de *board interlocking* deve ser associado com menor valor das empresas, *ceteris paribus*. Este impacto deve ser mais negativo nas empresas com maior proporção de conselheiros atuando em múltiplos conselhos (denominados na presente pesquisa como “*conselhos sobrecarregados*”).

3. Metodologia e Amostra

A fim de se averiguar a existência do *board interlocking* no Brasil, este artigo selecionou todas as companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) que apresentaram índice de liquidez²¹ maior que zero nos anos de 2003 e 2005. Após a identificação da amostra, 319 companhias para o ano de 2003 e 320 para 2005, realizou-se a coleta dos dados de todos os conselheiros e diretores dessas empresas disponibilizados por meio dos Informativos Anuais (IAN), exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a todas as companhias de capital aberto. Desta forma, foram construídas 3.392 observações para 2003 e outras 3.156 para 2005, totalizando 6.548 cargos avaliados.

Os dados, contendo nome, CPF, cargo, função e período de mandato foram compilados em planilhas eletrônicas. Na seqüência, foi computado, para cada conselheiro, o número de vezes em que seu nome²² aparecia na amostra. Desta forma, foi possível identificar qual profissional desempenhava mais de um cargo e em qual empresa este cargo era exercido, permitindo, por fim, mapear as empresas interligadas.

²¹O índice de liquidez foi obtido através do sistema Economatica[®]. Ele é calculado através da fórmula $LIQ = 100 \left(\frac{p}{q} \right) \sqrt{\left(\frac{n}{N} \frac{v}{V} \right)}$ onde: *LIQ* - índice de liquidez da ação; *p* - número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado; *P* - número total de dias analisado; *n* - número de negócios com a ação no período analisado; *N* - número de negócios com todas as ações listadas no período analisado; *v* - volume, em dinheiro, negociado com a ação no período analisado; *V* - volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.

²²A fim de se evitar possíveis erros e omissões devido à observação exclusiva do nome do profissional no banco de dados, também foi analisado o CPF do indivíduo, com o intuito de corrigir eventuais casos homônimos e assegurar a contabilização correta de quantos cargos o profissional ocupava.

Ademais, foi calculado, para cada empresa, o tamanho do conselho de administração, a proporção de conselheiros internos e externos,²³ e o número total de empresas unidas por até um conselheiro em comum.

Também foram criadas outras variáveis binárias indicando se a companhia estava conectada a alguma outra da amostra por meio de seus conselheiros, se o diretor executivo ou o presidente do conselho de administração exercia cargo em outra empresa, e se o conselho possuía mais da metade de seus conselheiros trabalhando em três ou mais companhias (conselho sobrecarregado).

Em relação à estrutura de propriedade, a porcentagem de ações ordinárias possuída pelo bloco de controle foi coletada por meio dos IANs. A identificação das companhias que listaram ações nos níveis mais avançados de governança corporativa (Nível 2 e Novo Mercado) foi feita por meio do website da BOVESPA.

Os dados financeiros, como valor de mercado das ações, ativo total, patrimônio líquido, dívida bruta, receita operacional, etc., foram obtidos através do sistema Economática[®] de informações para cada um dos quatro trimestres de cada ano analisado. Também foi identificado por meio do Economática[®] o setor de atuação da companhia e se ela é emissora de *American Depositary Receipts* (ADRs) no mercado norte-americano.

Visando elaborar um panorama do *board interlocking* no Brasil, todas as companhias com liquidez positiva nos anos de análise foram consideradas para fins de cálculo. Entretanto, para os testes visando avaliar os fatores que favoreceriam a participação dos conselheiros de uma dada firma em mais de uma companhia, restringimo-nos a uma sub-amostra das 150 empresas não-financeiras mais líquidas em cada ano, a fim de assegurar que os indicadores de mercado destas empresas possuíssem maior precisão (empresas com baixa liquidez em bolsa poderiam apresentar um valor de mercado distorcido, o que prejudicaria a análise). Esta mesma sub-amostra foi utilizada para averiguar os efeitos do *board interlocking* no valor e desempenho corporativos. Os resultados das análises são apresentados a seguir.

4. Panorama do *Board Interlocking* no Brasil: Estatísticas Descritivas

4.1 O conselho de administração

Para a amostra das 320 empresas com liquidez positiva em bolsa, observou-se um conselho de administração composto, por, em média, de 6 a 7 membros (6,44 no geral). A maioria destes conselheiros não participava da diretoria da empresa, de modo que a aproximação inicial do grau de independência, calculado como a porcentagem de conselheiros externos sobre o total, apresentou média de 81%.

²³O critério de classificação em conselheiros 'internos' ou 'externos' seguiu a metodologia da CVM, para a qual os membros participantes da diretoria são classificados como conselheiros internos e aqueles pertencentes unicamente ao conselho de administração são classificados como 'externos'. Entretanto, foram excluídos do banco de dados os conselheiros classificados como suplentes, a fim de se evitar erros de dupla contagem.

Considerando as recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que sugere uma faixa de 5 a 9 membros como ideal, pode-se concluir que 40% das empresas se enquadram fora deste padrão, apresentando conselhos muito grandes ou muito pequenos. Outra constatação em discordância com os códigos de boas práticas de governança é o fato de mais de 30% das empresas apresentarem o mesmo profissional ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, o que inibiria a função supervisora do órgão e potencializaria problemas de agência oriundos da má distribuição de controle na alta gestão.

Tabela 1
Composição do conselho de administração

Categoria	2003				2005			
	Tamanho do Conselho	Conselheiros Internos	Conselheiros Externos	Independência	Tamanho do Conselho	Conselheiros Internos	Conselheiros Externos	Independência
Mediana	6	1	5	0,81	6	1	5	0,80
Média (desvio)	6,42 (2,88)	1,06	5,36	0,80	6,46 (2,97)	1,03	5,42	0,81
Mínimo	3	1	0	0,33	3	1	0	0,33
10	3	0	2	0,67	3	0	2	0,67
30	5	1	4	0,71	5	1	4	0,71
70	7	1	7	0,89	8	1	7	0,92
90	10,2	2	9	1,00	11	2	10	1,00
Máximo	16	6	16	1,00	17	5	16	1,00

4.2 O board interlocking

A tabela a seguir demonstra que a união de empresas por meio de conselheiros comuns é uma prática recorrente no país. Em 2005, mais de 68% das empresas da amostra realizavam o *board interlocking*, isto é, possuíam ao menos um conselheiro que desempenhava funções como administrador de outra companhia listada em bolsa.²⁴

Outra constatação questionável em termos de melhores práticas de governança é o fato de aproximadamente 35% dos diretores presidentes das companhias possuírem um cargo de alta gestão em outra companhia, seja como diretor ou conselheiro.²⁵ Da mesma forma, em 2005, cerca de 50% dos presidentes de conselhos de administração atuavam como administradores de outras companhias.

Estas observações sugerem a existência de certa coesão da classe empresarial dirigente das maiores empresas do país, isto é, a existência de uma vasta rede de contatos sociais e interesses comuns que viabilizaria o acúmulo de cargos por parte destes profissionais.

²⁴Como foram observadas apenas companhias abertas e listadas na Bovespa com alguma liquidez das ações, é possível que o nível de *board interlocking* esteja sub-avaliado, haja vista que alguns conselheiros podem ocupar cargos como administradores de outras empresas não incluídas na amostra, tais como empresas de capital fechado ou de capital aberto sem ações na bolsa.

²⁵Na grande maioria dos casos, estas situações ocorrem em empresas pertencentes a um mesmo grupo econômico.

Tabela 2

Os conselheiros e o *interlocking*

Categoria	2003	2005
Empresas com cargos unificados de diretor executivo e presidente do conselho	31,3%	31%
Empresas que realizam o board interlocking	74%	68,4%
Empresas cujo diretor executivo desempenha funções em outra companhia	32,6%	35,4%
Empresas cujo presidente do conselho desempenha funções em outra companhia	47,6%	48,4%
Empresas cujo presidente do conselho, que é, concomitantemente, diretor executivo, desempenha funções em outra companhia	42%	44%
Empresas cuja metade ou mais dos conselheiros externos trabalha em 2 ou mais empresas	40%	39,2%
Empresas cuja metade ou mais dos conselheiros externos trabalha em 3 ou mais empresas	30%	26%

Ao se analisar tais estatísticas ao nível da firma, observamos que aproximadamente 40% das empresas possuem um conselho de administração cuja metade ou mais dos membros externos participa de ao menos uma outra companhia. Estas empresas podem ser alvos potenciais de problemas de agência, visto que seus conselheiros mostram-se ocupados com outras atribuições. De forma semelhante, mais de um quarto das empresas se enquadra na categoria de “conselho sobrecarregado”, que ocorre quando metade ou mais dos membros participa de 3 ou mais companhias, incluindo a sua firma ‘original’, uma situação que coloca em dúvida a efetividade destes profissionais como monitores eficientes.

Tabela 3

Número de interligações entre empresas

Ano	2003	2005
Média	5,5	4,8
Mediana	2	3
Desvio padrão	7,9	6
Mínimo	0	0
Percentil	10	0
	30	0
	70	6
	90	15
Máximo	39	30

Em média, para 2003, cada empresa da amostra apresentava-se com 5,5 interligações. Vale ressaltar que este indicador não diz respeito somente ao número de empresas, mas sim ao número de conexões, isto é, não se trata do cálculo de empresas necessariamente diferentes, já que é possível, por exemplo, que dois ou mais conselheiros da mesma firma trabalhem como administradores em uma única outra empresa. Este artigo considerará que a participação de 1 conselheiro em 2 diferentes companhias além da sua firma focal tem efeito equivalente para a companhia à participação de 2 de seus conselheiros em uma única outra empresa. Esta suposição faz-se coerente na medida em que as conseqüências da falta de tempo e de menor dedicação dos conselheiros são equivalentes nas duas situações.

Ilustrativamente, vale dizer que a Situação A, descrita a seguir na Figura 1, será considerada metodologicamente equivalente à Situação B.

4.3 Os conselheiros e diretores

Quando a análise se volta para o nível individual, encontramos a razão desta alta frequência de conexão entre as companhias por meio de seus conselheiros. Ao considerarmos conjuntamente diretores e conselheiros, o que chamamos aqui de “administradores”, constatamos que, para 2003, em média, estes profissionais ocupavam 1,26 cargos. Ou seja, a cada 5 cargos, teríamos apenas 4 profissionais para desempenhá-los, já que algum destes trabalharia em mais de uma empresa. Embora a maioria absoluta dos profissionais possua dedicação exclusiva à sua empresa de origem, observamos em 2003 até um conselheiro que participava de 8 companhias diferentes.

Tabela 4

A frequência do *board interlocking* no Brasil

Nº de cargos ocupados por um administrador	2003		2005	
	Administradores	Total de Cargos	Administradores	Total de Cargos
8	1	8	-	-
7	2	14	-	-
6	2	12	1	6
5	22	110	21	105
4	47	188	38	152
3	107	321	106	318
2	232	464	272	544
1	2275	2275	2301	2031
Total	2688	3392	2823	3156

4.4 Análise setorial

Em nossa amostra das empresas com liquidez positiva nos anos analisados, obtivemos representantes, em maior ou menor frequência, de 20 setores produtivos, classificados segundo o sistema Econômica® de informações.

De maneira geral, é possível constatar que o *board interlocking* é uma prática pervasiva e freqüente em todos os ramos analisados, salvo no de construção civil, para o qual o número de empresas com conselheiros participantes de outras companhias é peculiarmente baixo.

Para os outros setores, o *board interlocking* é especialmente freqüente nas atividades relacionadas à energia elétrica, telecomunicações e finanças e seguros.

As justificativas para estas constatações podem residir no fato de que o setor de construção civil possui empresas com conselhos de administração menores que aquelas de outros setores. Concomitantemente, há uma baixa frequência de conselheiros externos nestas companhias, o que reduz consideravelmente a possibilidade de seus conselheiros participarem de outras empresas.

Por outro lado, para os setores nos quais a frequência de interligações é alta, podemos constatar um maior número de membros nos conselhos de administração, bem como uma maior participação de conselheiros externos, conforme é apresentado nas tabelas a seguir.

Tabela 5A frequência de *board interlocking* por setor

Setor	2003			2005		
	Número de companhias	Percentual que realiza <i>interlock</i>	Número de interligações por empresa	Número de companhias	Percentual que realiza <i>interlock</i>	Número de interligações por empresa
Agro e Pesca	2	50%	1,50	3	33%	1,3
Alimentos e Bebidas	18	61%	4,17	17	71%	2,4
Comércio	9	56%	1,89	10	60%	2,8
Construção	11	0%	-	10	20%	0,5
Eletroeletrônicos	9	44%	4,22	7	57%	4,1
Energia Elétrica	37	89%	11,08	39	90%	8,6
Finanças e Seguros	27	74%	5,33	27	74%	4,0
Máquinas Industriais	6	33%	2,67	5	80%	2,6
Mineração	3	67%	4,67	3	67%	3,3
Minerais não Metálicos	5	80%	2,20	3	100%	4,0
Papel e Celulose	9	100%	8,33	8	100%	6,3
Petróleo e Gás	8	75%	4,88	8	75%	5,4
Química	23	78%	7,22	21	81%	6,9
Siderurgia e Metalurgia	35	51%	4,46	32	47%	3,9
Software e Dados	-	-	-	1	100%	5,0
Telecomunicações	22	100%	14,14	24	100%	12,0
Têxtil	24	42%	2,38	26	50%	2,6
Transporte Serviços	7	71%	4,43	10	80%	3,5
Veículos e peças	20	40%	1,80	18	50%	1,7
Outros	44	57%	3,50	48	60%	3,4
Média Geral	319 (Total)	64%	5,50	320 (Total)	68%	4,8

Tabela 6

As características do conselho de administração por setor

Setor	2003			2005		
	Tamanho médio do conselho	Independência	Diretores que são presidentes do conselho	Tamanho médio do conselho	Independência	Diretores que são presidentes do conselho
Agro e Pesca	4,0	0,47	50%	4,3	0,64	33%
Alimentos e Bebidas	6,1	0,48	44%	6,1	0,56	47%
Comércio	5,8	0,44	44%	6,9	0,53	20%
Construção	4,5	0,39	55%	5,2	0,40	70%
Eletroeletrônicos	5,1	0,38	44%	4,7	0,35	43%
Energia Elétrica	9,3	0,76	14%	8,7	0,72	13%
Finanças e Seguros	6,1	0,68	26%	6,4	0,66	26%
Máquinas Industriais	5,3	0,35	50%	5,6	0,73	40%
Mineração	7,7	0,81	33%	7,7	0,81	33%
Minerais não Metálicos	7,2	0,68	0%	7,0	0,93	0%
Papel e Celulose	8,1	0,87	11%	7,9	0,91	13%
Petróleo e Gas	6,6	0,70	25%	7,3	0,62	13%
Química	6,4	0,68	17%	6,4	0,72	14%
Siderúrgica e Metal.	5,7	0,58	43%	5,7	0,61	34%
Software e Dados	-	-	-	6,0	0,33	100%
Telecomunicações	7,5	0,82	23%	7,7	0,75	25%
Têxtil	6,2	0,62	33%	5,9	0,55	42%
Transporte Serviços	6,0	0,74	14%	7,1	0,72	20%
Veículos e peças	5,0	0,54	50%	5,6	0,49	67%
Outros	5,8	0,54	34%	5,6	0,59	33%
Média Global	6,4	0,62	31%	6,5	0,63	31%

4.5 As características financeiras da empresa e o *board interlocking*

Em conformidade com a literatura (Dooley, 1969, Mizruchi, 1996), constatamos que as empresas de maior porte, isto é, aquelas de maior valor de ativo médio no ano analisado, possuem maior frequência de ligações com outras companhias. Para empresas com valor médio de ativo até R\$ 150 milhões, somente 27% delas possui algum conselheiro com participação em outra companhia. Esta média sobe para 95% quando analisamos grandes corporações, com valor de ativo médio superior a R\$ 3,5 bilhões.

As razões para esta constatação são bastante intuitivas: companhias menores usualmente possuem menores conselhos, muitas delas com o tamanho mínimo exigido por lei, de 3 conselheiros, os quais geralmente incluem alguns diretores (Silveira, 2002, Leal e Oliveira, 2002). Por outro lado, as companhias de maior porte possuem conselhos maiores, mais profissionalizados, com alta participação de conselheiros externos, o que facilita o surgimento do *board interlocking*.

Tabela 7
Porte da companhia e *board interlocking*

Ano	Tamanho do ativo (em Reais) e porcentagem de empresas com <i>interlocks</i>				
	Até 150 milhões	de 150 a 500 milhões	de 0,5 a 1,5 bilhão	de 1,5 a 3,5 bilhões	Acima de 3,5 bilhões
2003	27%	51%	75%	86%	95%
2005	33%	54%	77%	93%	91%

Outro aspecto cuja análise é citada na literatura trata da relação entre grau de endividamento, aqui medido pela razão da dívida bruta total média no ano sobre o ativo total médio, e a frequência de participação dos conselheiros em outras companhias.

Dooley (1969) destaca que empresas mais endividadas possuiriam representantes de credores ou de instituições financeiras em seus conselhos, constituindo o chamado *financial interlocking*, a fim de serem monitoradas por seus credores ou para que estes influenciassem de alguma forma a boa condução da empresa, o que reduziria o risco de *default*.

Nas empresas da amostra, constatamos uma tendência quadrática neste sentido. A frequência de interligações cresce até determinado ponto de endividamento e decresce a partir de então. O coeficiente de correlação de Pearson, que busca avaliar o grau de associação linear entre duas variáveis, indica um coeficiente de 0,40 entre a existência do *interlocking* e o logaritmo natural da dívida bruta sobre o ativo.

Tabela 8
Grau de endividamento e porcentagem de empresas em que ocorre o *board interlocking*

Ano	Razão dívida bruta total média sobre ativo total médio			
	Até 10%	de 10% a 25%	de 25% a 50%	Acima de 50%
2003	51%	63%	74%	66%
2005	58%	72%	78%	46%

Estas estatísticas descritivas permitem-nos partir para uma análise mais detalhada do fenômeno, a fim de avaliar quais características corporativas influenciam a formação do *board interlocking*.

5. Os Determinantes do *Board Interlocking* no Brasil

Visando fornecer um melhor indicativo de quais características corporativas favorecem a formação de conexões com outras empresas através de seus conselheiros, em conformidade com as hipóteses desenvolvidas ao longo da revisão da literatura, utilizaremos um modelo de regressão multivariada probit,²⁶ descrito abaixo, para analisar uma amostra, constituída por 300 observações, as 150 empresas detentoras das ações mais líquidas de cada ano.

$$f(\text{INTERLOCK}_i) = \alpha_1 + \beta_1 \text{TAMCONS}_i + \beta_2 \text{INDEP}_i + \beta_3 \text{CEOCHAIR}_i + \beta_4 \text{CONTROL}_i + \beta_5 \ln(\text{DIVBRUTSAT}_i) + \beta_6 \text{QTOBIN}_i + \beta_7 \text{ROA}_i + \beta_8 \ln(\text{ATVMED}_i) + \beta_9 \text{BOV}_i + \beta_{10} \text{ANO}_i + \sum_{j=1}^{20} \psi_j \text{SETOR}_i + \epsilon_i \quad (1)$$

onde:

INTERLOCK: Variável binária indicando se a empresa possui ao menos um conselheiro de outra companhia;

TAMCONS: Número de membros no conselho de administração;

INDEP: Grau de independência, calculado como porcentagem de conselheiros externos menos a porcentagem de conselheiros internos;

CEOCHAIR: Variável binária que indica se a empresa possui o mesmo profissional nos cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração;

CONTROL: Porcentagem de ações ordinárias em posse do bloco controlador

$\ln(\text{DIVBRUTSAT})$: logaritmo natural da razão dívida bruta sobre ativo total;

QTOBIN: O *Q* de Tobin²⁷ para a empresa;

²⁶Para explicar o comportamento de uma variável dependente dicotômica, como é o caso da existência do *board interlocking* em uma dada empresa, utilizamos o modelo probit, isto é, um modelo de resposta binária, cuja meta principal é explicar os efeitos de x_j (as variáveis explanatórias) sobre a probabilidade de resposta $P(y = 1|x)$. Para maiores detalhamentos, ver Wooldridge (2003).

²⁷Tobin (1958) definiu o coeficiente “*Q* de Tobin” como: $Q = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas}}{\text{Valor de Reposição dos Ativos}}$. Entretanto, como o valor de mercado das dívidas, assim como o valor de reposição dos ativos não são diretamente observáveis, o *Q* de Tobin foi estimado através da aproximação de Chung e Pruitt (1994): $Q = \frac{VMAO + VMPN + DIVT}{AT}$; onde: *VMAO* é o valor das ações ordinárias; *VMPN* é o valor das ações preferenciais; *DIVT* é o valor contábil das dívidas de curto prazo, somadas às de longo prazo menos o ativo circulante e *AT* é o ativo total da companhia.

ROA: Retorno sobre o ativo – razão entre o lucro operacional sobre o ativo total da firma;

$\ln(ATVMED)$: logaritmo natural do ativo médio;

BOV: Variável binária que indica se a empresa está lista no Nível 2 ou Novo Mercado;

SETOR: Variável binária que indica o setor ao qual a companhia pertence;

ANO: Variável binária do ano analisado;

ϵ_i : Variável estocástica do erro não computado pelo modelo.

Dentre as 300 observações, isto é, as 150 mais líquidas para cada ano, 233 possuíam dados completos para todas as variáveis de análise. Os principais resultados da regressão são descritos a seguir.

Tabela 9

Relação entre existência do *board interlocking* e características da empresa

Regressão Probit	Observações:	233
	LR chi2(24)	107,84
Variável dependente:	Prob > chi2(24)	0,000
INTERLOCK	Pseudo-R2	0,4235
Variáveis Explicativas	Coefficiente	$P > Z $
TAMCONS	0,14	0,02
INDEP	0,85	0,13
CEOCHAIR	-0,02	0,95
CONTROL	-0,99	0,10
$\ln(DIVBRUTSAT)$	-0,01	0,87
QTOBIN	-0,05	0,46
ROA	0,35	0,36
$\ln(ATVMED)$	0,52	0,00
BOV	0,89	0,05
ANO	-0,07	0,79
Constante	-8,15	0,000

Os resultados, em concordância com estudos anteriores, corroboram nossas hipóteses desenvolvidas ao longo da revisão da literatura. Conselhos com um maior número de membros tendem a aceitar a participação de conselheiros provenientes de outras companhias, ou, por outra ótica, tendem a enviar seus conselheiros a outras empresas, gerando, assim, o *board interlocking*.

Embora com um nível de significância ligeiramente superior a 10%, é possível estimar que os conselhos mais independentes, isto é, com maior participação de membros externos tendem a favorecer a formação do *board interlocking*. Fato já observado em outros estudos (Fich, 2005, Fich e Shivdasani, 2006) e corroborado pela discussão teórica exposta na revisão da literatura.

Um resultado especialmente interessante diz respeito à concentração de controle acionário como fator inibidor do *board interlocking*. É possível que as razões para esta observação residam no fato de que empresas com alta concentração acionária possuam conselhos menores e com alta dedicação dos conselheiros aos interesses do grupo controlador, de modo que seus profissionais não possuiriam

incentivos para desempenharem funções em outras companhias. Ademais, a concentração de controle tende a reduzir a participação de membros externos no conselho, conforme constatado por Silveira (2005), o que também dificulta o *interlocking*. Com um nível de significância de 10%, a variável “CONTROL” apresentou-se negativamente correlacionada à existência da ligação de empresas por meio dos conselheiros.

Também é pertinente ressaltar que as variáveis de dívida (tanto em sua forma linear, testada separadamente, como em escala logarítmica) não apresentaram relação estatisticamente significativa com a formação do *board interlocking*. Da mesma forma, o indicador de valor corporativo, a variável Q de Tobin, não mostrou relação nítida com a existência do fenômeno analisado. Em análise similar, Dooley (1969) e Fich e White (2001) também não observam resultado apreciável para estas variáveis. A literatura sugere que tal fato ocorre, provavelmente, devido ao caráter endógeno do *board interlocking*. É possível que companhias com pior desempenho vejam seus conselheiros interessados por outras empresas em melhores condições e, portanto, que poderiam atribuir-lhes maior reputação. Entretanto, também é possível que a redução do valor corporativo seja consequência da já existente participação dos conselheiros da empresa em outros cargos.

A variável de desempenho de curto prazo, o Retorno sobre o Ativo, *ROA*, não apresentou resultados relevantes para o estudo, possivelmente devido ao caráter de longo prazo que a influência dos conselheiros tem sobre a companhia.

Um aspecto já abordado nas estatísticas descritivas e confirmado neste modelo de regressão proibit foi o fato da variável de porte da empresa, aqui medido pelo logaritmo natural do ativo, apresentar relação positiva e significativa a 1% com a existência do *board interlocking*; ou seja, companhias de maior porte e, portanto, de melhor reputação tendem a possuir conselheiros provenientes de outras empresas.

Por fim, a hipótese apresentada na revisão da literatura de que empresas com melhor reputação tenderiam a possuir maior probabilidade de realizar o *board interlocking* mostrou-se válida nos resultados do modelo. Medida através de uma proxy binária (variável BOV), que indica se a companhia é participante do Nível 2 ou Novo Mercado, os mais altos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA,²⁸ a reputação mostrou-se positivamente relacionada à formação do *board interlocking*. É possível que estas empresas possuam conselheiros de alta reputação no mercado de gestão corporativa e, por essa razão, seriam convidados a desempenhar cargos em outras companhias. A alta participação de conselheiros

²⁸Os níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) são segmentos especiais de listagem de ações na Bolsa de Valores de São Paulo nos quais se encontram empresas que se propõem a adotar melhores práticas de governança corporativa, respeitando uma série de exigências compatíveis com cada nível. Optou-se por selecionar, para esta variável, apenas as empresas participantes do Nível 2 e Novo Mercado, pois este nível apresenta requisitos essencialmente relacionados à liquidez acionária e transparência de informações. O Nível 2 e Novo Mercado são segmentos que exigem efetivamente melhores práticas de governança corporativa e asseguram mais direitos aos acionistas minoritários.

externos nas empresas participantes dos níveis diferenciados também é um fator positivamente relacionado à ocorrência do fenômeno.

6. O Board Interlocking e o Valor e Desempenho Corporativos

6.1 Board interlocking e valor da empresa

Para analisarmos o efeito do *board interlocking* sobre o valor corporativo, utilizamos um modelo de regressão linear multivariada com dados agrupados em corte transversal, estimado através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários com erros-padrão robustos à heterocedasticidade. O modelo, apresentado a seguir, foi aplicado sobre as 285 observações possuidoras de dados suficientes, dentre o painel original composto pelas 300 empresas mais líquidas para cada um dos dois anos avaliados.²⁹

$$V_i = \alpha_1 + \beta_1 INT_1 + \beta_2 \ln(TAMCONS_i) + \beta_3 INDEP_i + \beta_4 CEOCHAIR_t + \beta_5 CONTROL_i + \beta_6 \ln(ATVMED_i) + \beta_7 BOV_i + \beta_8 ROA_t + \beta_9 DIVBRUSAT_i + \sum_{i=1}^n \psi_j SETOR_i + \beta_{10} ANO + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Diferentes testes econométricos foram elaborados. A fim de verificarmos a consistência dos resultados, a variável de valor corporativo (V) poderia assumir duas definições operacionais alternativas: o índice Q de Tobin e também o múltiplo *price-to-book value*, calculado como o valor de mercado das ações da companhia divididas por seu ativo total, o que permitiria observar como o mercado avalia a potencialidade de valorização da empresa.

Da mesma maneira, a fim de verificar os possíveis efeitos do *board interlocking* (variável INT), diferentes medidas de associação entre empresas foram consideradas: a existência ou não do fenômeno; a participação do diretor-executivo ou do presidente do conselho em outra companhia; o número total de interconexões da companhia, e por fim, o que chamamos de 'conselho sobrecarregado', seguindo a definição de Fich e Shivdasani (2006), que se configura quando metade ou mais dos conselheiros de uma dada empresa participa de 3 ou mais companhias, incluindo a sua própria firma analisada. Todos os testes são convergentes em indicar que o *board interlocking* reduz o valor da corporação, conforme evidenciado na tabela 10 a seguir.

²⁹Dentre as 285 companhias com dados suficientes, 173 estavam presentes nos dois anos.

Tabela 10Valor da empresa e ocorrência do *board interlocking*

Variáveis explicativas	Variável dependente: Q de Tobin				
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Existência do Interlocking	-0,10 (0,77)	-	-	-	-
Diretor Executivo ou Presidente do Conselho participam de outra empresa	-	-0,44 (0,003)	-	-	-0,36 (0,02)
Número de conexões da empresa	-	-	-0,021 (0,009)	-	-
Metade ou mais dos conselheiros externos ocupa 3 ou mais cargos	-	-	-	-0,36 (0,002)	-0,23 (0,05)
Tamanho do conselho (logaritmo natural)	0,27 (0,26)	0,21 (0,43)	0,38 (0,20)	0,24 (0,38)	0,21 (0,43)
Independência do conselho	0,17 (0,67)	0,10 (0,78)	-0,09 (0,81)	-0,13 (0,72)	0,08 (0,81)
Diretor Executivo e Presidente do conselho são o mesmo profissional	-0,34 0,10	-0,31 (0,13)	-0,37 (0,07)	-0,36 (0,07)	-0,33 (0,11)
Porcentagem de ações do bloco controlador	-0,66 (0,26)	-0,62 (0,31)	-0,65 (0,30)	-0,65 (0,30)	-0,63 (0,31)
Porte da empresa (logaritmo do ativo)	-0,17 (0,16)	-0,15 (0,13)	-0,167 (0,12)	-0,16 (0,13)	-0,15 (0,16)
Participação nos níveis diferenciados de governança	0,34 (0,09)	0,34 (0,09)	0,27 (0,16)	0,31 (0,11)	0,32 (0,1)
Retorno sobre o Ativo	0,40 (0,53)	0,43 (0,48)	0,41 (0,51)	0,41 (0,51)	0,44 (0,47)
Dívida bruta sobre ativo total	1,57 (0,00)	1,59 (0,00)	1,58 (0,00)	1,58 (0,00)	1,59 (0,00)
Dummy Ano	-0,54 (0,00)	-0,53 (0,00)	-0,52 (0,01)	-0,51 (0,00)	-0,51 (0,00)
constante	3,556	3,416	3,293	3,464	3,35
R ²	0,4558	0,4678	0,4621	0,4636	0,47

Tabela-resumo com resultados dos modelos de regressão do valor corporativo medido pelo Q de Tobin contra diferentes definições operacionais de board interlocking. Os níveis de significância são apresentados entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes obtidos. Para todos os testes foi aceita a hipótese de homocedasticidade, medida pelo Teste de White, com valores abaixo de 10%. A normalidade da distribuição dos resíduos também foi provada satisfatória para todos os testes.

No primeiro modelo, confrontamos a existência do interlocking na companhia, isto é, o fato de pelo menos um conselheiro ocupar cargo em outra empresa, e seu efeito sobre o Q de Tobin da firma. Conforme apresentado na tabela 10, pode-se constatar que o nível de significância da variável, 0,77, é inconclusivo. A hipótese de homocedasticidade do modelo foi aceita pelo Teste de White, com um grau de confiança de 95% e a normalidade dos resíduos provou-se igualmente satisfatória.

A provável explicação para este fato é que a variável utilizada não é capaz de medir com precisão o efeito do fenômeno. Possivelmente, foram incluídas no grupo de análise empresas com poucos ou até mesmo um único conselheiro participante em outra companhia. Assim, seu efeito marginal seria muito pequeno no valor da companhia e imperceptível por meio deste modelo. O mesmo fato ocorreu quando esta variável foi confrontada com a capitalização de mercado sobre o ativo total.

No segundo modelo, avaliamos o efeito do diretor executivo ou presidente do conselho de administração da companhia atuar em cargos de administração em outra corporação. Desta vez, o modelo indicou, com um índice de significância de 1%, que tal fato é prejudicial ao valor da companhia (a variável INT adquire co-

eficiente de -0,44). Segundo discussão apresentada anteriormente, é possível que estes profissionais não possuam tempo ou incentivos suficientes para desempenhar adequadamente suas tarefas, o que acarretaria uma piora nos indicadores de valor da empresa. A mesma tendência é obtida quando utilizamos como definição operacional de valor, a capitalização de mercado sobre o ativo.

Na regressão seguinte, buscamos evitar o nível individual de análise, focada nos profissionais da companhia, e adotamos a dimensão corporativa de análise. A fim de verificar a hipótese desenvolvida por trabalhos anteriores, os quais afirmam que a empresa se beneficiaria de um maior número de ligações com outras companhias (Nicholson et alii, 2004), utilizamos o número de conexões de determinada companhia como variável capaz de mensurar o benefício do *board interlocking*. Os resultados, entretanto, rejeitam a hipótese de que o valor da companhia seria beneficiado por um maior número de interligações. Pelo contrário, os resultados indicam que um maior número de participações dos conselheiros em outras companhias não é um fator positivo para o valor da firma. Com um nível de significância de 1%, identificamos um coeficiente de magnitude -0,021 para a variável dependente de valor. Como teste de robustez, o mesmo resultado foi obtido quando consideramos a capitalização de mercado como variável dependente. A interpretação econômica deste coeficiente indica que a cada nova interligação formada pelos conselheiros, o valor da companhia seria reduzido em 2,1%, mantendo-se tudo o mais constante.

Dessa forma, rejeitamos a hipótese de que a empresa derivaria benefícios potenciais por apresentar conexões com outras companhias através de seus conselheiros. É possível que, conforme sugere Loderer e Peyer (2002), estes profissionais estariam, na verdade, empenhados em outras atribuições, o que acarretaria uma deterioração da qualidade da governança corporativa desta empresa.

O modelo de número 4 por sua vez utilizou como variável explicativa o conceito de 'conselho sobrecarregado', desenvolvido por Fich e Shivdasani (2006). Foi constatado que, quando ao menos metade de conselho é participante de 3 ou mais companhias, o valor da empresa, medido por seu Q de Tobin, reduz-se consideravelmente. O coeficiente da variável INT adquire magnitude de -0,36, com nível de significância abaixo de 1%. Os testes dos pressupostos do modelo, homocedasticidade e normalidade dos resíduos, também foram aceitos com confiança superior a 95%. Do ponto de vista da magnitude econômica, considerando que o Q de Tobin médio da amostra se situa em 1,29, esta constatação significaria reduzir o valor da companhia em cerca de 28%. Em outras palavras, mantido constante o nível de endividamento, o fato de a empresa apresentar um conselho sobrecarregado reduziria o valor de mercado de suas ações em 28%, segundo esta modelagem.

A mesma constatação acima se verifica quando utilizamos como variável dependente a capitalização de mercado sobre ativo total. Dessa forma, ficam evidenciados que os benefícios de um conselho com muitos membros participantes de outras companhias, embora possa trazer alguma melhoria devido ao maior número

de contatos ou ao maior conhecimento dos conselheiros, ainda assim são fatores que não compensam os prejuízos advindos da piora na qualidade das decisões corporativas, o que coloca em questão a prática do *board interlocking*.

Por fim, no modelo 5, utilizamos duas variáveis de interlocking concomitantemente: a *dummy* indicando a participação do diretor executivo ou presidente do conselho em outra empresa e a *dummy* relativa à existência de um 'conselho sobre-carregado'. Os resultados, reportados na tabela a seguir, apresentaram coeficientes estatisticamente significantes e, conforme esperado, de valor negativo.

Quanto às outras variáveis explicativas, adicionadas ao modelo por sua relevância na literatura sobre governança corporativa e devido à sua influência na variável dependente, é válido ressaltar que todas respondem de acordo com os pressupostos adotados e o consenso desta linha de pesquisa. A variável binária que indica a concentração dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho em um só profissional, como já abordado por Silveira (2002), é associada a um pior Q de Tobin da empresa. A concentração do controle acionário, também com significância estatística, mostra-se prejudicial ao valor da companhia, sugerindo que há um problema de agência no Brasil entre acionistas controladores e minoritários, que sofreram consequências da expropriação proveniente dos direitos privados de controle exercidos por estes controladores.

A variável de adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, neste caso, especificamente, o Nível 2 e o Novo Mercado, também se mostrou positivamente associada ao valor da firma, comprovando o fato de que o mercado acionário atribui melhores percepções às companhias comprometidas com boas práticas de governança corporativa e transparência de informações.

Outras variáveis de controle, como o retorno sobre o ativo (*ROA*) e grau de independência do conselho (*INDEP*), e a maioria das variáveis binárias de setor não apresentaram significância estatística suficiente para identificarmos conclusões relevantes. A variável da razão dívida bruta sobre ativo total apresentou significância estatística e coeficiente positivo, sugerindo que empresas mais alavancadas tendem a possuir maiores oportunidades de crescimento, resultando em melhor percepção de valor pelo mercado.

6.2 *Board interlocking* e desempenho corporativo

A fim de mensurar se a participação dos conselheiros ou diretores em outras companhias exerce influência no desempenho da empresa, utilizamos a mesma metodologia apresentada acima para os testes entre *board interlocking* e valor corporativo. O modelo, neste caso, apresentou como variável dependente dois indicadores de rentabilidade – o retorno sobre o ativo (*ROA*) e o retorno sobre patrimônio líquido (*ROE*) – e um indicador de dívida, a razão dívida bruta sobre ativo total. Os resultados obtidos, entretanto, não demonstraram relação estatisticamente significativa entre rentabilidade e o fenômeno averiguado; o indicador de endividamento, entretanto, mostrou-se positivamente associado ao *board interlocking*.

Novamente utilizando regressões lineares multivariadas para dados agrupados em corte transversal, testamos o modelo seguinte para os indicadores de rentabilidade; para avaliar o grau de endividamento, entretanto, a variável *DIVBRUSAT* assume a posição de variável dependente e é excluída dentre àquelas explicativas.

$$\begin{aligned} DESEMP_i = & \alpha_0 + \beta_1 INT_i + \beta_2 \ln(TAMCONS_i) + \\ & \beta_3 INDEP_i + \beta_4 CEOCHAIR_i + \beta_5 CONTROL_i + \\ & \beta_6 \ln(ATVMED_i) + \beta_7 BOV_i + \beta_8 QTOBIN_i + \\ & \beta_9 DIVBRUSAT_i + \sum_{j=1}^n \psi_j SETOR_i + \beta_{10} ANO + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

No primeiro teste, cuja variável dependente é o retorno sobre o ativo, calculado como o lucro operacional do período sobre o ativo total da companhia, realizamos testes separadamente com 3 diferentes indicadores de *board interlocking*: a participação do diretor executivo ou presidente do conselho em outra companhia, o número de conexões realizadas pelos conselheiros e a condição de 'conselho sobrecarregado'. Nenhuma das três definições operacionais de interlocking apresentou resultado estatisticamente significativo com a variável dependente.

Em seguida, utilizamos como indicador de desempenho o retorno sobre patrimônio líquido (*ROE*), calculado como o lucro líquido sobre o patrimônio líquido do período analisado. Novamente confrontamos as três medidas de interligação da empresa, não encontrando resultado estatisticamente relevante. A maioria dos coeficientes mostrou nível de significância maior que 0,30, impedindo qualquer afirmação sobre os efeitos do fenômeno. A provável razão para estes resultados reside no caráter de longo prazo que as decisões dos conselheiros exercem sobre a firma. Visto que os indicadores de rentabilidade avaliados estavam sujeitos a uma janela temporal muito restrita, o último trimestre de cada ano analisado, não seria possível identificar os efeitos positivos ou negativos da participação dos profissionais de alta gestão da companhia em outras empresas.

Por fim, testamos o nível de endividamento como variável dependente. Nestes testes, entretanto, as três definições operacionais de interlocking mostraram-se positivamente associadas ao grau de endividamento. A participação do diretor executivo ou do presidente do conselho em outras companhias apresentou nível de significância de 1%, com coeficiente de -0,14.

Da mesma forma, o número de conexões da empresa através de seus conselheiros apresentou-se positivamente relacionada com o endividamento da companhia, com nível de significância inferior a 5%.

Corroborando os resultados anteriores, a existência de um conselho cuja metade ou mais dos membros externos é participante de 3 ou mais companhias também mostrou-se relacionada positivamente com o endividamento da companhia.

Todos os resultados acima confirmam as hipóteses discutidas na revisão da literatura. Entretanto, a relação de causalidade do fenômeno pode ser questio-

nada. O modelo de regressão linear multivariada utilizado neste estudo pressupõe uma relação de causalidade das variáveis explicativas sobre a variável dependente. Dessa forma, não podemos avaliar a relação de endogenia no modelo. É possível que a maior participação dos conselheiros da companhia em outras empresas aumente o endividamento da firma em questão, mas também é possível que companhias já endividadas apresentem um aumento da participação dos seus conselheiros em outras empresas.

Vale ressaltar, por fim, que para todos os testes descritos acima foram aceitos os pressupostos de homocedasticidade do modelo, avaliado pelo teste de White, bem como a distribuição dos resíduos apresentou-se normalmente distribuída, permitindo-nos realizar as inferências estatísticas. Os principais resultados apresentados estão descritos na tabela adiante.

Tabela 11
Indicadores de desempenho e o *board interlocking*

Variáveis explicativas de <i>interlocking</i>	Retorno sobre ativo	Retorno sobre patrimônio líquido	Grau de endividamento
Diretor Executivo ou Presidente do Conselho participam de outra empresa	0,03	0,06	0,14
Número de conexões da empresa	-0,33	-0,23	-0,005
Metade ou mais dos conselheiros externos ocupa 3 ou mais cargos	0,001	0,007	0,006
	-0,43	-0,96	-0,03
	0,02	0,06	0,1
	0,35	-0,23	-0,03

Tabela-resumo dos resultados dos modelos de regressão do desempenho corporativo medido por indicadores de rentabilidade e endividamento contra diferentes definições operacionais de *board interlocking*. Os níveis de significância são apresentados entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes obtidos. Embora os resultados estejam apresentados numa mesma tabela, cada indicador de interligação da empresa foi considerado separadamente no modelo. As demais variáveis de controle não são relevantes para esta análise e, portanto, não constam na tabela abaixo.

6.3 Testes de robustez

Conforme exposto na revisão da literatura, o *board interlocking* exerceria impacto no valor e desempenho da firma devido a quatro principais razões: 1) seria um mecanismo de cooptação dos gestores e monitoramento entre empresas coligadas, reduzindo incertezas e custos de transação; 2) poderia viabilizar contatos pessoais e incrementar os fluxos de informações na alta gestão da companhia, fornecendo dados para a tomada de decisão e disseminação de estratégias bem-sucedidas; 3) o *interlocking* poderia refletir uma situação de coesão social, na qual apenas um grupo restrito de profissionais seria participante, fato que tornaria as relações entre tais conselheiros mais pessoais, reduzindo seu senso crítico independente; 4) o *interlocking* sobrecarregaria os conselheiros com tarefas que reduziriam seu tempo e, conseqüentemente, prejudicaria a qualidade de suas decisões.

As duas primeiras hipóteses indicam um eventual efeito positivo do *interlocking* sobre a firma, enquanto as duas últimas prevêm conseqüências prejudiciais desta prática. Dessa forma, é possível que exista uma relação quadrática inversa, em formato de 'U' invertido, do efeito do *interlocking* sobre a firma. De acordo com esta hipótese, quando o nível de *interlocking* for baixo, os conselheiros ainda não se mostrariam sobrecarregados e seus contatos poderiam agregar benefícios

à firma, de modo que um certo número de ligações seria positivo à companhia. Por outro lado, quando nível de interlocking se mostrasse excessivamente alto, os conselheiros não disporiam de tempo para desempenhar adequadamente suas atividades e, ademais, a adição de mais ligações não proporcionaria benefícios significativos, resultando em um efeito negativo do interlocking excessivo

Por esta razão, como teste de robustez, foram acrescentadas variáveis de interlocking em sua forma quadrática aos modelos econométricos de valor e desempenho. Duas definições operacionais alternativas foram testadas separadamente: o logaritmo natural da quantidade de ligações por empresa e a porcentagem de conselheiros externos classificados como sobrecarregados no conselho, isto é, aqueles que desempenhavam funções em 3 ou mais companhias.

Com relação ao valor da firma, medido por seu Q de Tobin ou, alternativamente, pelo múltiplo PBV , os testes utilizando o número de ligações dos conselheiros da companhia, em forma logarítmica, sugerem uma relação quadrática positiva, contrariando a intuição comum. Entretanto, os resultados não apresentaram coeficientes com significância estatística, não permitindo inferir conclusões. A mesma constatação foi observada ao utilizar-se o percentual de conselheiros classificados como sobrecarregados na firma.

Entretanto, com relação ao desempenho da companhia, medido por seu retorno sobre ativo (ROA) e retorno sobre patrimônio líquido (ROE), a relação quadrática invertida se mostrou mais provável, em linha com o senso comum de que haveria um nível ótimo de interlocking. Especificamente, até o valor de 5 ligações, um aumento no número de conexões influenciaria positivamente o ROA da empresa, com decréscimo a partir de então, para níveis mais elevados de interlocking. Considerando que o número médio de ligações de toda a amostra é 5,2, pode-se interpretar que, na média, o interlocking tem sido superior ao nível ótimo para a maioria das companhias.

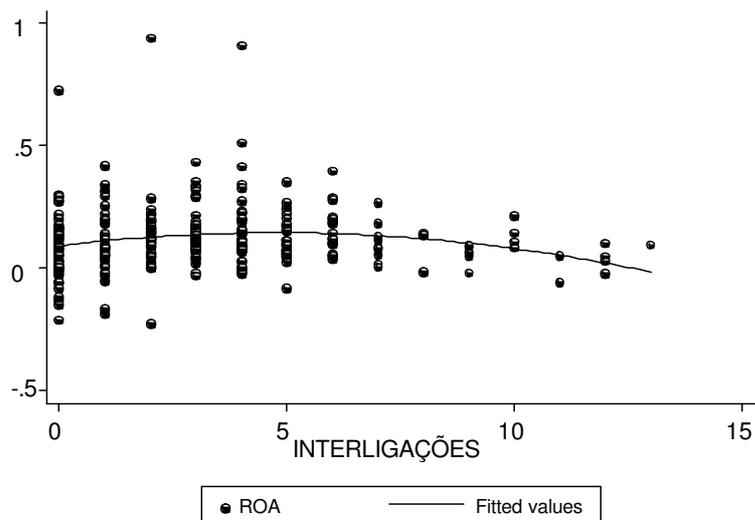
Os resultados obtidos foram similares para a variável ROE , porém com menor significância estatística. De maneira geral, este estudo identificou resultados similares aos encontrados por Non e Franses (2007), que analisaram 101 companhias abertas holandesas para uma janela temporal de quatro anos.

Em suma, níveis extremos de interlocking parecem afetar negativamente o desempenho operacional, porém tal relação não foi capturada pelo mercado no preço das ações das companhias avaliadas. Tais conclusões são apresentadas sinteticamente na tabela 12, abaixo, e, em seguida, na figura 3, que ilustra a distribuição do número de ligações em função do ROA .

Tabela 12Testes das relações quadráticas de valor e desempenho em função do *interlocking*

Variáveis explicativas	Q de Tobin	PBV	ROA	ROE
$\ln(LIG)$	-0,16 (0,52)	-0,09 (0,67)	0,063 (0,009)	0,019 (0,80)
$\ln(LIG)^2$	-0,02 (0,78)	-0,02 (0,70)	-0,018 (0,011)	-0,006 (0,80)
<i>PERCENTBUSY</i>	-1,04 (0,27)	-1,87 (0,03)	0,181 (0,004)	0,207 (0,60)
<i>PERCENTBUSY</i> ²	0,62 (0,50)	1,86 (0,01)	-0,232 (0,001)	-0,208 (0,63)

Onde: *LIG* é o número total de ligações da empresa efetuadas por seus administradores; *PERCENTBUSY* é a razão do número de conselheiros sobrecarregados em relação ao total. O nível de significância é reportado entre parênteses. As demais variáveis de controle do modelo foram omitidas por limitação de espaço.

**Figura 3**

Número de ligações por empresa em função de seu retorno sobre ativo

7. Conclusão

O debate sobre boas práticas de governança corporativa sempre destacou a importância do conselho de administração como mecanismo redutor de custos de agência entre gestores e acionistas. Segundo Fama e Jensen (1983), as atribuições de monitoramento dos gestores e ratificação das decisões propostas tendem a ser mais eficazes e imparciais com a inclusão de conselheiros externos profissionais. Uma das questões associadas à eficácia dos conselheiros e, conseqüentemente, ao bom funcionamento do conselho de administração, trata do fenômeno de partici-

pação cruzada destes profissionais em outras companhias. Esta prática, denominada *board interlocking*, estabelece uma união entre diferentes empresas por meio da presença de conselheiros em comum em seus conselhos.

Este artigo buscou avaliar, através de uma amostra composta por todas as empresas com índice de liquidez maior que zero em bolsa, se este fenômeno faz-se presente no Brasil e em que frequência ocorre. Posteriormente, objetivou-se avaliar quais características financeiras e de controle e gestão da companhia estavam associadas à existência, em maior ou menor grau, desta prática. Por fim, averiguou-se se a influência do fenômeno sobre o valor e desempenho da companhia.

Os resultados constataram que, no Brasil, o *board interlocking* é uma prática recorrente e pervasiva entre as empresas da amostra. No ano de 2003, 74% das 320 companhias com liquidez maior que zero possuíam ao menos um conselheiro proveniente de outra empresa. Também foi constatado que cada profissional possuía, em média, 1,26 cargos de alta gestão dentre as companhias da amostra. É válido ressaltar que estes indicadores podem mostrar-se subavaliados, já que o estudo não é capaz de contemplar se estes indivíduos desempenham funções em empresas de capital fechado, em função das mesmas não divulgarem informações públicas a respeito de sua diretoria e conselhos. Assim, é possível que o número de cargos de alta gestão ocupados por estes profissionais seja ainda maior.

Em conformidade com outros estudos nesta linha de pesquisa (Mizruchi, 1996, Fich e White, 2001), constatamos que companhias com conselhos de administração maiores tendem a possuir maior frequência de profissionais de outras empresas. Da mesma forma, conselhos com alta participação de membros externos tendem a possuir um maior número de interligações com outras empresas. Ademais, foi constatado que companhias de maior porte e reputação tendem a possuir conselhos com mais profissionais provenientes de outras companhias. Por outro lado, companhias com alta concentração acionária, apresentam, em média, conselhos com menor frequência de interligações, possivelmente devido à influência que o bloco de controle acionário exerce sobre estes conselheiros, exigindo-lhes dedicação mais exclusiva ou contratando menos conselheiros profissionais.

Com relação à influência do *board interlocking* sobre as variáveis de valor e desempenho corporativos, foi constatado em todas as regressões e modelos que a prática é prejudicial ao valor da companhia. A existência de um diretor executivo ou presidente do conselho que desempenha funções em outras empresas tende a reduzir o valor da corporação, mensurado pelo seu Q de Tobin e por sua capitalização de mercado. Outra constatação relevante é o fato de que conselhos sobrecarregados, cuja metade ou mais de seus membros externos executa funções em três ou mais companhias também se mostram prejudiciais aos indicadores de valor da companhia. Como teste de robustez, verificou-se a existência de uma relação quadrática, buscando captar a existência de um nível ótimo de interlocking. Os resultados indicaram que tal relação é possível para as variáveis de desempenho, mas o ponto ideal de interlocking, 5 ligações por empresa, havia sido

ultrapassado por mais de 40% das companhias da amostra. Em resumo, os resultados sugerem que os benefícios de uma melhor rede de contatos destes conselheiros ou sua maior experiência profissional não compensam a deterioração na qualidade das decisões e capacidade de monitoramento destes profissionais.

É importante destacar, entretanto, que os resultados não são contrários à presença de conselheiros profissionais nas companhias, algo imprescindível dentre as boas práticas de governança corporativa. Na verdade, os resultados devem ser entendidos como um impacto negativo do excesso de participações simultâneas, de muitos conselheiros, em outros conselhos, o que tornaria estes profissionais sobrecarregados e diminuiria sua capacidade de supervisão dos gestores e agregação de valor aos negócios, refletindo em menor valor corporativo. Em suma, a participação de conselheiros independentes é fundamental, desde que os mesmos possuam foco nas companhias onde atuam.

Como limitação, faz-se necessário ressaltar que os modelos de regressão linear multivariada utilizados na presente pesquisa não permitem elaborar constatações a respeito da endogenia existente no fenômeno, sendo possível haver uma relação de dupla causalidade entre valor corporativo e existência da prática de interconexões entre companhias.

Diante do exposto, o *board interlocking* mostra-se como um fenômeno relevante a ser estudado por sua influência na qualidade das decisões corporativas e, conforme evidenciado, por sua influência negativa sobre o valor das empresas. A análise desta rede de interligações corporativas pode fornecer indicadores de que a classe dirigente das maiores empresas do país mostra-se coesa e interrelacionada. As contribuições deste estudo, portanto, podem auxiliar na compreensão da eficácia de conselheiros externos, levando em consideração de forma pioneira suas outras atribuições profissionais como um fator relevante para a eficácia de suas decisões.

Visto que o debate sobre as boas práticas de governança corporativa tem adquirido cada vez mais relevância, tanto no meio acadêmico quanto no ambiente empresarial, é pertinente que a eficácia dos conselheiros das companhias abertas seja um tema amplamente debatido, em busca de melhorias e correções. Nesse sentido, os estudos sobre *board interlocking* e a participação simultânea dos conselheiros em diferentes firmas podem se mostrar uma contribuição relevante para a maximização do valor de longo prazo das empresas.

Referências

- Allen, M. (1974). The structure of interorganizational elite cooptation: Interlocking corporate directorates. *The American Sociological Review*, 39(3):393–406.
- Allen, M. (1976). Management control in the large corporation: Comment on Zeitlin. *American Journal of Sociology*, 81:885–894.
- 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):101–124.
- Bhagat, S. & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, 54(3):921–963.
- Boyd, B. (1990). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, 11(6):419–430.
- Brasil (2001). Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>.
- Burris, V. (2005). Interlocking directorates and political cohesion among corporate elites. *The American Journal of Sociology*, 111(1):249. ABI/INFORM Global.
- Burt, R. (1980). Cooptive corporate actor networks: A reconsideration of interlocking directorates involving american manufacturing. *Administrative Science Quarterly*, 25(4):557–582.
- Burt, R. (1983). *Corporate Profits and Cooptation*. Academic Paper, New York.
- Carrington, P. (1981). Horizontal co-optation through corporate interlocks. PhD thesis. Department of Sociology – University of Toronto.
- Chung, K. & Pruitt, S. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3):70–74.
- Clawson, D. & Neustadt, A. (1989). Interlocks, PACs, and Corporate Conservatism. *The American Journal of Sociology*, 94(4):749–773.
- CVM (2002). Cartilha de governança corporativa. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 22 out. 2006.
- D'Aveni, R. & Kesner, F. (1993). Top managerial prestige, power, and tender offer response: A study of elite social networks and target firm cooperation during takeovers. *Organization Science*, 4(2):123–151.

- Davis, G. (1991). Agents without principals? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly*, 36:583–613.
- Dooley, P. (1969). The interlocking directorate. *The American Economic Review*, 59(3):314–323.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26:301–327.
- Fich, E. (2005). Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments by fortune 1000 firms. *Journal of Business*, 78(5). University of Chicago.
- Fich, E. & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2):689–724.
- Fich, E. & White, L. (2001). Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards?. New York University Center for Law and Business Working Paper #CLB-01-002.
- Fligstein, N. & Brantley, P. (1992). Bank control, owner control, or organizational dynamics: Who controls the large modern corporation? *The American Journal of Sociology*, 98(2):280–307.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: Some theory and implications. *The Economic Journal*, 105(430):678–689.
- Haunschild, P. & Beckman, C. (1998). When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence. *Administrative Science Quarterly*, 43.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4).
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *Financial Management*, 88(1):96–118.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (2001). Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. Cambridge, Massachusetts. NBER Working Paper n. 8161.
- IBGC (2004). Código das melhores práticas de governança corporativa. Disponível em <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 15 jan. 2007.
- Leal, R. & Oliveira, C. (2002). An evaluation of board practices in Brazil. *Corporate Governance*, 2(3):21–25.
- Lipton, M. & Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48.

- Loderer, C. & Peyer, U. (2002). Board overlap, seat accumulation and share prices. *European Financial Management*, 8(2):165–192.
- Macavoy, P., Cantor, S., & Peck, S. (1983). ALI proposals for increase control of the corporation by the board of directors - an economic analysis. In *Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's. Proposed Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations*. Exhibit C-1.
- Mizruchi, M. (1990). What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. *Annual Review of Sociology*, 8:16–32.
- Mizruchi, M. (1996). Cohesion, structural equivalence, and similarity of behavior: An approach to the study of corporate political power. *Sociological Theory*, 22:271–298.
- Mol, M. (2001). Creating wealth through working with others: Interorganizational relationships. *The Academy of Management Executive*, 15(1):150. ABI/INFORM Global.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20:293–315.
- Nicholson, G., Alexander, M., & Kiel, G. (2004). Defining the social capital of the board of directors: An exploratory study. *Journal of the Australian and New Zealand Academy of Management*, 10(1):54–72.
- Non, M. & Franses, P. (2007). Interlocking boards and firm performance: Evidence from a new panel database. Tinbergen Discussion Paper.
- OECD (1998). OECD economic surveys. Paris, OECD. Disponível em <http://www.oecd.org>. Acesso em 27 set 2006.
- Palmer, D. (1983). Broken ties; interlocking directorates and intercorporate coordination. *Administrative Science Quarterly*, 28:40–55.
- Palmer, D., Jennings, P., & Zhou, X. (1989). Late adoption of the multidivisional form by large U.S. corporations: Institutional, political, and economic accounts. *Administrative Science Quarterly*, 38:100–131.
- Parsons, T. (1960). *Structure and Process in Modern Societies*. Free, Glencoe, IL.
- Pennings, J. (1980). *Interlocking Directorates: Origins and Consequences of Connections Among Organizations' Boards of Directors*. Jossey-Bass, San Francisco.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2):218–228.

- Rajan, R. & Zingales, L. (2004). *Salvando O Capitalismos Dos Capitalistas*. Elsevier Editora Ltda, Rio de Janeiro. 1^a edição.
- Schoorman, F., Bazerman, M., & Atkin, R. (1981). Interlocking directorates: A strategy for reducing environmental uncertainty. *Academy of Management Review*, 6:243–251.
- Selznick, P. (1957). *Leadership in Administration*. Harper e Row, New York.
- Sheard, P. (1993). An analysis of the supply of executives by banks to boards of large Japanese firms. Pres. Inst. Asian Res. Conf. on Netw. Action e Org. in Japan. University Br. Columbia.
- Shivdasani, A. & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54(5):1829–1853.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, LII(2).
- Silveira, A. M. (2002). Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo.
- Silveira, A. M. (2005). *Governança Corporativa, Desempenho e Valor Da Empresa No Brasil*. Saint Paul Institute of Finance, São Paulo. 1^o.
- Silveira, A. M. (2006). *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade*. Ed. Saint Paul Institute of Finance, São Paulo, 1st edition.
- Stokman, F., Van Der Knoop, J., & Wasseur, F. (1988). Interlocks in the Netherlands: Stability and careers in the period 1960-1980. *Social Networks*, 10:183–208.
- The Corporate Library (2006). Governance, compensation, performance. Disponível em <http://www.thecorporatelibrary.com/Resources/research-center.asp>. Acesso em Set 2006.
- Tobin, J. (1958). Liquidity preferences as behavior towards risk. *Review of Economic Studies*, 35:65–86.
- Williamson, O. (1999). *The Mechanisms of Governance*. Oxford University Press, Oxford.
- Wooldridge, J. (2003). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. Thomson Southwest, Ohio, 2a edition.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(3):185–213.

- Zajac, E. (1988). Interlocking directorates as an interorganizational strategy: A test of critical assumptions. *The Academy of Management Journal*, 31(2):428–438.
- Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *Journal of Finance*, 55:1623–1653.