

Influência do *Board Interlocking* e do Controle Acionário na Qualidade da Governança Corporativa no Mercado de Ações Brasileiro

LARISSA KAROLINE SOUZA SILVA

Universidade Federal do Ceará

ANTONIO RAFAEL HOLANDA DA SILVA

Universidade Federal do Ceará

ALESSANDRA CARVALHO VASCONCELOS

Universidade Federal do Ceará

VICENTE LIMA CRISÓSTOMO

Universidade Federal do Ceará

Resumo

O *board interlocking* ocorre quando há participação simultânea de conselheiros em múltiplas empresas. Tal fenômeno dissemina práticas gerenciais e de governança corporativa, tanto em empresas de capital privado como em empresas estatais, mas apresentam propósitos diferenciados de governança, em razão da influência política nas decisões operacionais e estratégicas. Sob o enfoque da Teoria da Dependência de Recursos e da Teoria da Agência, analisa-se a influência do *board interlocking* na qualidade da governança corporativa das empresas dos setores privado e estatal listadas na B3. Adicionalmente, identificam-se grupos econômicos por meio das redes sociais corporativas nas práticas de governança. A pesquisa reuniu dados financeiros de uma amostra de 349 empresas, referentes ao ano de 2017, extraídos dos formulários de referência, formulários cadastral e da base de dados Economática®. Para a mensuração do *board interlocking*, bem como para o mapeamento das redes, recorreu-se aos *softwares* UCINET e Netdraw; e, para examinar a qualidade da governança corporativa, utilizou-se um índice representativo da adoção de boas práticas de governança. Constatou-se que, o grau de centralidade, intermediação e proximidade das redes influenciam positivamente a qualidade da governança. Entretanto, nenhuma evidência pode ser inferida sobre o efeito do tipo de controle acionário na governança corporativa. Não obstante, o efeito moderador do controle estatal comprova que com o aumento do grau de intermediação da rede, menor a governança em empresas estatais. A partir do uso da regressão linear múltipla robusta e do teste de Wilcoxon Mann-Whitney, conclui-se que empresas com interligações entre membros do conselho de administração registram índices de governança corporativa mais elevados. Os resultados da pesquisa trazem implicações para a compreensão das relações de interdependência entre companhias brasileiras de capital aberto, haja visto, funcionar como fonte para obtenção de recursos externos, sendo mais evidente entre empresas privadas.

Palavras chave: *Board interlocking*, Controle acionário, Qualidade da governança corporativa.

1 Introdução

Considerando a relevância do mercado de capitais para a economia, um dos mecanismos de governança de destaque, por cumprir papel essencial na gestão das companhias abertas, é o conselho de administração, também denominado *board* (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). Por sua vez, quando há participação simultânea de conselheiros em múltiplas empresas ocorre o *board interlocking* (Fich & White, 2005). Tal prática pode vir a ser um meio para validar a adoção de práticas de governança corporativa (Zajac & Westphal, 2004) e uma fonte de facilitação de acesso a recursos financeiros externos (Ribeiro & Colauto, 2016).

Segundo Ribeiro, Colauto e Clemente (2016), o *board interlocking* diz respeito à prática recorrente em empresas detentoras dos ativos com maior negociabilidade e representatividade no mercado de ações, e está associado aos seguintes fatores: formação de grupos econômicos, controle governamental, existência de fundos de pensão e inserção de profissionais com reconhecida experiência de mercado e que possam contribuir em seus conselhos.

Diante do cenário econômico atual, a composição de redes sociais entre empresas tem ganhado relevância, pois a formação de laços econômicos causa impacto direto no processo de tomada de decisões à nível corporativo (Dal Vesco & Beuren, 2015). Nesse sentido, o *board interlocking* absorve elementos de potencial distúrbio, fazendo reduzir a incerteza ambiental, frente à instabilidade de mercado, e favorecendo a cooptação (Carbonai, 2017).

Uma série de estudos que aborda o *board interlocking* fundamenta-se na Teoria da Dependência de Recursos. A maioria deles explica o motivo da criação de conexões entre empresa, na qual profissionais de diferentes conselhos desempenham funções gerenciais com o propósito de difundir fontes de financiamentos com capitais de terceiros (Hillman, Cannella, & Paetzold, 2000).

Conforme Shi, Dharwadkar e Harris (2013), o *board interlocking* tem a capacidade de disseminar práticas gerenciais e de governança, tendo em vista o efeito da partilha de conhecimento e experiência entre empresas, em conformidade com sua estrutura de propriedade. Destarte, seja empresa pública ou privada, difundir as práticas de governança requer uma clara articulação das definições de responsabilidade, compreensão dos interesses dos *stakeholders*, no tangente ao controle de recursos e divisão de resultados, além da sustentação da gestão (Marques, 2007).

Matias-Pereira (2010) afirma que enquanto o foco da governança no setor privado está nas prioridades dos dirigentes, no setor público – que possui estruturas e modelos de gestão definidos e com hierarquia mais rígida –, a identificação das prioridades não é percebida. Assim, na administração pública, à luz da Teoria da Agência, a governança deve tornar explícito o papel de cada ator, definindo seus objetivos, responsabilidades e modelos de decisão. Para tanto, devem ser consideradas, segundo Fontes e Picolin (2008), as seguintes características na construção dos modelos de governança da empresa estatal: o grau de autonomia e de seus objetivos e estratégias em relação ao governo; a eficiência no equacionamento dos custos de agência e de transação; e a disponibilidade de sistemas de controle e monitoramento no contexto institucional.

Na mesma linha, para a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico [OCDE] (2018), a diferenciação entre empresas estatais e empresas de capital privado justifica-se em virtude de vários fatores, tais como: menor restrição orçamentária, considerando que operam em meio à uma esfera de menor competitividade; padrão de transparência e prestação de contas específico; e evidenciação mais difusa, em certos casos, da figura do proprietário ou controlador entre os diversos ministérios. Assim sendo, em razão da influência política nas decisões operacionais e estratégicas, a governança corporativa das

empresas estatais aponta fragilidades, haja vista que a clareza dos objetivos empresariais é incipiente (Rezende & Fontes, 2013).

Fontes e Alves (2018, p. 2) defendem que “estatais são empresas e, como tal, têm os problemas típicos de governança das empresas, seja nos conflitos entre proprietários e processos de decisão coletiva, seja nos problemas de agência na relação entre acionistas e gestores”.

Diante do exposto, tem-se a seguinte questão de pesquisa: Qual a influência do *board interlocking* na qualidade da governança corporativa das empresas dos setores privado e estatal listadas na B3? Para responder ao questionamento proposto, o estudo tem como objetivo geral analisar a influência do *board interlocking* na qualidade da governança corporativa das empresas dos setores privado e estatal listadas na B3. Foram delineados, ainda, os seguintes objetivos específicos: (i) identificar grupos econômicos por meio das redes sociais corporativas nas práticas de governança; e (ii) verificar semelhanças e divergências na governança corporativa entre as empresas que possuem ou não interligações.

Conforme Beuren, Dani e Beck (2014), pesquisas sobre *board interlocking* podem proporcionar substanciais contribuições quanto à caracterização do perfil das empresas brasileiras, haja vista tratar-se de uma temática ainda pouco explorada em âmbito acadêmico. Nesse sentido, a elaboração da presente pesquisa se deu pela escassez observada em estudos empíricos anteriores em empresas brasileiras, no que diz respeito ao uso de *proxies* para redes sociais atreladas à governança corporativa. Dal Vesco e Beuren (2016) analisaram a influência da composição dos conselhos de administração e suas interligações no desempenho de companhias brasileiras, bem como o efeito da concentração de propriedade na independência dos conselhos. Singh e Delios (2017) avaliaram a estrutura do conselho em empresas indianas e identificaram a relação entre a centralidade da rede, a estrutura de propriedade familiar e as estratégias de crescimento.

Nessa concepção, este estudo traz consigo a proposta de preencher as lacunas deixadas pela literatura nacional e busca compreender as consequências das redes sociais corporativas nas práticas de governança, no cenário das empresas públicas e privadas, haja vista que Beuren, Dani, Dal Vesco e Krespi (2013) recomendam a análise dos atributos inerentes às redes, dentre eles, o tipo de controle acionário.

Para tanto, a amostra da pesquisa reúne 349 empresas listadas na B3, sendo os dados secundários extraídos dos formulários de referência e do banco de dados Economática® inerentes ao exercício de 2017. Os *softwares* UCINET e Netdraw foram usados para a análise das métricas sociais e o *software* estatístico *Stata* – Versão 13 para a análise de regressão linear múltipla.

2 Referencial Teórico

2.1 Teoria da Agência e Teoria da Dependência de Recursos

A Teoria da Agência estuda a relação entre participantes de um determinado sistema, onde há uma clara separação entre a propriedade e controle, e estes são designados a pessoas diferentes. Nessa perspectiva, Jensen e Meckling (1976) salientam que quando dois indivíduos buscam maximizar sua utilidade, se pode inferir que existe uma razão substancial para acreditar que os agentes não irão agir na defesa do melhor interesse do principal.

O conflito de agência, fomentado por Berle e Means (1932), remete aos potenciais custos e benefícios provenientes da separação entre propriedade e controle. Diante da inexistência de contratos completos e de agentes perfeitos, tem-se um desalinhamento de interesses entre as partes (Andrade & Rossetti, 2004).

O alinhamento de interesses entre os acionistas controladores e minoritários, o conselho de administração e os gestores funciona como fonte geradora de melhores resultados para a

companhia. Para tanto, o conselho de administração, na condição de mecanismo interno de governança, deve atuar como mediador da harmonização de interesses, e como mecanismo externo, atuar para estreitar laços com o ambiente para promover a obtenção de recursos aos quais a empresa necessita (Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012).

A Teoria da Dependência de Recursos, no que diz respeito à governança corporativa, parte do princípio que por mais que as organizações se mostrem independentes, não é possível desconsiderar a captação de recursos externos para seu desenvolvimento conforme o passar dos anos (Ribeiro & Colauto, 2016).

O estudo seminal de Pfeffer e Salancik (1978) analisou o comportamento organizacional para compreender como as entidades se relacionam com atores sociais inseridos no mesmo ambiente. Os autores observaram que as organizações atuam conforme o que é demandado por outras, de forma a gerenciar uma relação de dependência que pode desencadear restrições à sua liberdade de atuação no mercado.

A Teoria da Dependência de Recursos postula uma série de benefícios derivados das interligações entre conselhos (Simmons, 2012). Na pesquisa desenvolvida por Schoorman, Bazerman e Atkin (1981) foram explorados como tais benefícios e motivações que levam as empresas à prática do *board interlocking*, elencando pontos como: (i) a integralização ambiental, quando uma entidade busca através da associação aos seus pares de mercado, gerir riscos; (ii) a integralização vertical, reduzindo incertezas ao associar-se a seus fornecedores e clientes, para garantir insumos e mercado consumidor; (iii) *expertise*, quando o conselheiro *outsider* é o principal agente de conhecimento, conferindo à empresa habilidades na gestão de negócios; e (iv) reputação, com profissionais que tenham experiências em outras organizações e venham a compor seu conselho de administração.

Nesse contexto, o *board interlocking* compreende uma prática relevante para as organizações (Fontes & Leal, 2012). Quanto ao seu objetivo, Connelly, Johnson, Tihanyi e Ellstrand (2011) citam o compartilhamento de conhecimento e informações, atuando na determinação de estratégias empresariais, de maneira a superar as incertezas que permeiam entre os investidores. Chiu, Teoh e Tian (2013) afirmam que as conexões entre organizações são capazes de influenciar na concepção de gerentes e diretores no que tange ao gerenciamento de ganhos, em virtude da comunicação direta.

Para Ribeiro e Colauto (2016), o fato de as particularidades do mercado de capitais nacional induzem a refletir sobre a influência da suavização de resultados na presença simultânea de um membro do conselho em mais de uma companhia, indica o *board interlocking* como um importante canal de recursos entre as corporações e encontra respaldo na Teoria da Dependência de Recursos.

Na visão da Teoria da Dependência de Recursos, o conselho de administração atua como redutor de incertezas da corporação, por meio de suas ligações e do emprego de determinadas estratégias, captando recursos necessários à continuidade da empresa (Pfeffer, 1972). Em complemento, Jones (2010) afirma que seu enfoque teórico é voltado para o ambiente externo à organização, sendo a empresa dependente de determinado elemento ou recurso proveniente de tal ambiente para desenvolvimento de suas atividades.

Chen, Dyball e Wright (2009) concluíram que corporações australianas com conselhos interligados são mais propensas à diversificação geográfica e de produtos e à participação em outros mercados. Por sua vez, em contraste ao que diz a teoria em questão, Martin, Gözübüyük e Becerra (2013) verificaram que em indústrias de fabricação norte-americanas, as interligações não são realizadas necessariamente para reduzir a incerteza ambiental. Ao invés disso, as empresas realizam o *board interlocking* com intuito de permitir adaptação e melhorar o desempenho em um cenário de incerteza.

Em sentido amplo, Mizruchi (1996) explica que interligações entre os conselhos são conjecturas para aumentar a cooptação e coordenação com provedores de recursos e funcionam como canais de informações tácitas e sensíveis, proporcionando maior coesão social entre os representantes das organizações.

2.2 Governança Corporativa, conselho de administração e controle acionário

No estudo da governança corporativa, faz-se necessário compreender os Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa, que abordam uma gama de normas e diretrizes, concentrando-se nos problemas oriundos da separação entre propriedade e gestão da empresa (Malacrida & Yamamoto, 2006). Tal complexidade pode ser justificada em razão das modalidades de controle acionário, sendo estas: majoritário e minoritário, referindo-se ao acionista, seja na condição de pessoa física ou jurídica, com maioria ou minoria das ações com direito a voto; e pulverizado e compartilhado, quando o poder de controle é exercido por vários indivíduos em conjunto, que se submetem a acordos de acionistas (Eizirik, Gaal, Parente, & Henriques, 2008).

O acionista controlador pode ser de distintas naturezas como tem sido observado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2009) que enumera algumas mais frequentemente observadas: estatal, quando o controle é definido conforme a maioria dos votos em mãos do Estado; familiar, quando uma ou mais famílias detêm do poder de controle; estrangeiro, quando o sócio controlador é tido como entidade estrangeira; e institucional, os controladores são investidores institucionais, como por exemplo, fundos de investimento ou de pensão.

A governança corporativa abrange um conjunto de mecanismos relativos a distintas facetas da empresa como, por exemplo, ao controle acionário, ao poder e responsabilidade dos conselhos de administração, ao conselho de administração, a políticas de remuneração de executivos e de conselheiros (Dutra & Saito, 2002).

O conselho de administração é instituído como um instrumento interno de governança corporativa com o objetivo de monitorar a gestão da empresa, contribuindo para decisões relevantes da companhia e firmando diretrizes estratégicas. Para Brenes, Madrigal e Requena (2011), o conselho de administração é responsável por aprovação e monitoramento das decisões em da direção da empresa, funcionando como elo entre gestores e acionistas.

O sistema de governança corporativa tem o conselho de administração como principal instrumento que deve ser capaz de supervisionar a gestão da empresa e inibir a possibilidade de problemas de risco moral de gestores concretizados por eventuais comportamentos oportunistas destes (Fama & Jensen, 1983).

Os membros de um conselho de administração são conselheiros que interagem entre si e também com conselheiros de outras empresas através de reuniões eventuais ou por relações mais fortes quando um conselheiro é membro de mais de um conselho de administração (Aranha, Rossoni, & Mendes-Da-Silva, 2016). Esta presença de conselheiro em mais de um conselho é conhecida como *board interlocking*, caracterizado pela relação mutualmente interligada faz com que duas ou mais empresas estabelecem uma rede social, por meio da permuta de profissionais atuantes no conselho de administração (Fich & White, 2005). Por exemplo, há *board interlocking* quando o CEO da empresa A está atuando em uma segunda empresa B, enquanto o CEO de B também está servindo no quadro de A, desenvolvendo-se uma interligação recíproca.

Segundo as proposições da Teoria da Agência e da Teoria da Dependência de Recursos o papel do conselho de administração não se limita ao controle de atividades dos executivos, devendo também proporcionar suporte à companhia para que logre uma mais adequada gestão estratégica e obtenção de vantagens competitivas (Hung, 1998). Frino (2016) encontra

resultados no sentido de que a independência do conselho pode melhorar o desempenho da empresa, minimizando os custos de agência.

O IBGC (2015) identifica três diferentes classes de conselheiros: os internos, que ocupam tanto a posição de diretores, como de empregados da organização; externos, conselheiros que não têm vínculo comercial ou empregatício com a empresa, mas que não são independentes, atuando como ex-funcionários, ex-diretores, advogados ou consultores que prestam serviço à mesma; e os independentes, que não têm qualquer relação com a entidade, seja familiar, de negócios, ou com sócios que tenham participação relevante na empresa, como executivos ou participantes de grupos controladores que tenham interesse na companhia.

Alta proporção de conselheiros independentes é fortemente recomendada sob o argumento que a presença destes no conselho tende a diminuir o conflito de interesses e ser eficaz na redução dos problemas de agência (Liang, Xu, & Jiraporn, 2013). Entretanto, não há evidência conclusiva sobre a efetividade de conselheiros independentes. Há pesquisas encontrando efeito favorável da independência do conselho sobre o desempenho da empresa (Masulis & Mobbs, 2014; Chen, Lin, Lin, & Hsiao, 2016) como também há resultado no sentido contrário (Wahba, 2015; Dani, Santos, Kaveski, Cunha, & Leite, 2017). No Brasil, há resultados que indicam a pouca observância à forte recomendação de alto grau de independência do conselho de administração (L. F. Correia, Amaral, & Louvet, 2011; Nascimento, Moura, De Luca, & Vasconcelos, 2013).

2.3 Estudos empíricos anteriores e construção das hipóteses

As relações sociais e institucionais, juntamente com a estrutura do próprio conselho e a competição dos mercados são vistos como fatores favoráveis ao desempenho do conselho de administração (Silveira, Barros, & Famá, 2008). Dentro das relações sociais e institucionais encontra-se o *board interlocking* que tem sido proposto como favorável para a empresa e estrutura de governança corporativa.

A dispersão de propriedade, é vista como positiva para a qualidade da governança corporativa da empresa (Brandão & Crisóstomo, 2015). Sob este argumento, tal atributo da empresa seria capaz de permitir a adoção de melhores práticas de governança. Neste contexto, há evidência de que a dispersão de propriedade favorece o *board interlocking* (Dani, Beck, Almeida-Santos, & Lavarda, 2013; Santos, Silveira, & Barros, 2012).

Beuren et al. (2013) verificaram a partir da análise de redes sociais da participação acionária que há uma maior concentração de laços entre grande parte das empresas do setor de utilidade pública e telecomunicações, em contrapartida, há outras em menor número que aparecem dispersas, dessa forma, a estrutura societária envolve as participações societárias em outras companhias, podendo estas serem coligadas ou controladas.

Dani et al. (2013) com o propósito de verificar qual a configuração da estrutura de propriedade e da rede de relacionamentos dos acionistas das empresas brasileiras integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), onde os resultados apontaram que a configuração tanto estrutural e societária dos relacionamentos para tais companhias é caracterizada como sendo do tipo compartilhado, devido ao controle ser exercido por dois ou mais acionistas. Assemelhando-se ao estudo de Nicholson, Alexander e Kiel (2004) que identificam uma maior proporção de interligações entre conselhos nos Estados Unidos em comparação às empresas australianas.

De acordo com os achados Santos et al. (2012) empresas com conselhos detentores de maior proporção de diretores externos apresentam tendência a desenvolver interligações, por outro lado, uma maior concentração de propriedade restringe a formação de *board interlocking*. Nessa perspectiva, Zona, Gomez-Mejia e Withers (2015) concluíram nas

ocasiões em que companhias dispõem de altos níveis de recursos, especialmente sob a dispersão da propriedade, as interligações entre conselhos reduz o desempenho, em contraste, quando se verificam baixos níveis de recursos, as referidas interligações aumentam o desempenho, em razão das pressões da propriedade concentrada.

Conforme Lolatto e Colauto (2016) há uma relação negativa entre o grau de centralidade e a adoção de práticas de governança corporativa, demonstrando que as redes sociais diminuem o tempo dos conselheiros em seus cargos, o que acaba resultando em uma menor dedicação na administração da empresa, por outro lado, a presença de *outsiders* relacionou-se positivamente com as práticas em questão. Para Singh e Delios (2017) estudaram os efeitos do *board interlocking* em empresas indianas sem fins lucrativos, identificando uma relação positiva, tanto do grau de intermediação, quanto de proximidade, com a independência do conselho, afetando estratégias de crescimento, considerando que as tornam mais propensas a atuação em mercados internacionais.

Board interlocking é visto como positivo para a empresa ao ser capaz, por exemplo, de ajudar na obtenção de informação importante para a empresa, de monitorar operações de parceiros externos (Withers, Kim, & Howard, 2018). De fato, estes autores apontam uma mais elevada tendência de adoção de *board interlocking* após o advento da Lei Sarbanes-Oxley nos EUA. Por conseguinte, com base nas recomendações da literatura e à luz da Teoria da Dependência de Recursos, é factível propor a hipótese que levantam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 1a: O grau de centralidade influencia positivamente a qualidade da governança corporativa;

Hipótese 1b: O grau de intermediação influencia positivamente a qualidade da governança corporativa;

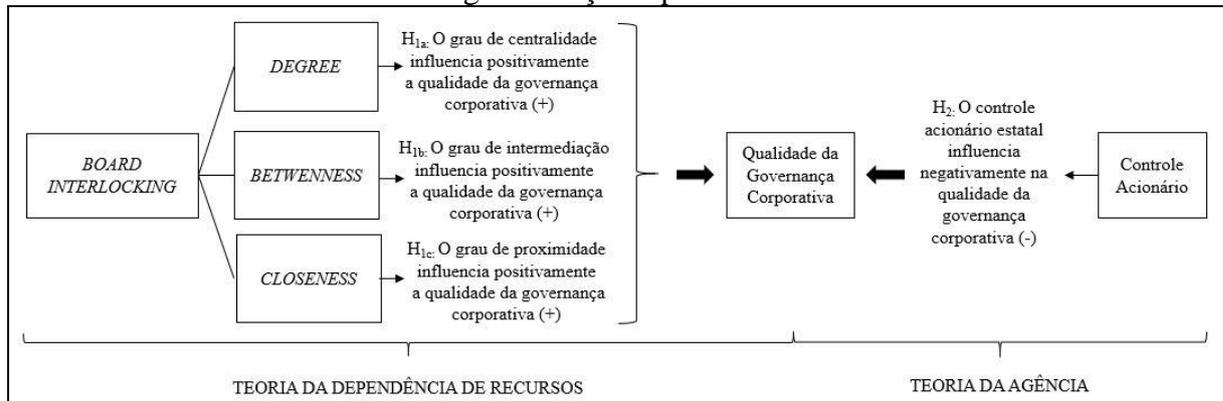
Hipótese 1c: O grau de proximidade influencia positivamente a qualidade da governança corporativa;

Em virtude de que as empresas estatais envolvem uma cadeia complexa de *stakeholders*, e conseqüentemente verifica-se uma diversidade considerável de interesses e incumbências, é um desafio para tais entidades adotarem práticas de governança corporativa, em meio às metas com certos anseios e conflitos (Miranda & Amaral, 2011). Em concordância, Aguilera, Desender e Castro (2012) explanam que a presença assídua do governo nos cargos de diretoria e gerência pode beneficiar os interesses estatais, em contrapartida desfavorece os próprios interesses das empresas, e acaba afetando negativamente a governança corporativa. Cabe salientar ainda, que empresas que detêm de um controlador específico, seja o estado ou outra empresa, onde é evidente o modelo principal-principal, a tendência é um menor cumprimento das boas práticas de governança corporativa (Crisóstomo & Brandão, 2018). Em face ao exposto, e com base na Teoria da Agência, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: O controle acionário estatal influencia negativamente a qualidade da governança corporativa.

A Figura 1 expõe o modelo conceitual do estudo de forma ilustrativa, evidenciando a relação entre os construtos do estudo, fundamentando-se na Teoria da Dependência de Recursos e Teoria da Agência.

Figura 1 – Relação de *board interlocking* e controle acionário estatal na qualidade da governança corporativa



Fonte: Elaborada pelos autores.

A Figura 1 aponta para Hipótese 1a, Hipótese 1b e Hipótese 1c, uma influência positiva das variáveis de *board interlocking* na qualidade da governança corporativa, de forma que a interligação entre conselhos de administração dissemina tais práticas (Singh & Delios, 2017; González, 2011). Em contrapartida, e de acordo com a Hipótese 2, empresas com o tipo de controle acionário estatal, em virtude da influência política nas decisões de cunho operacional e estratégico, apresentam fragilidades quanto à governança corporativa (Aguilera et al., 2012; Rezende & Fontes, 2013).

3 Metodologia

No que diz respeito ao delineamento metodológico, o estudo apresenta caráter descritivo, em virtude de que busca descrever as características de uma população ou fenômeno, além de interpretação o relacionamento entre as variáveis (Vergara, 2000). Quanto aos procedimentos para investigação, a pesquisa tem aspecto bibliográfico, tendo sido utilizado material bibliográfico que fundamenta e proporciona consistência ao estudo, além de cunho documental (Cellard, 2008), pois recorre à documentos disponibilizados pelas empresas. E no tocante à abordagem do problema, a pesquisa enquadra-se como quantitativa, uma vez que, é focada na mensuração de fenômenos que envolve a coleta e análise de dados numéricos e aplicação de testes estatísticos (Collis & Hussey, 2005).

A população da pesquisa é representada por um total de 366 companhias com ações negociadas na B3. Para definição da amostra, foram excluídas 17 companhias, cujos dados necessários para as variáveis aplicadas não foram disponibilizados ou constava duplicidade de empresas no banco de dados. Logo, a amostra reúne 349 empresas. Foram coletadas este mesmo número de observações, inerentes às empresas da amostra, e seus 2196 conselheiros a elas vinculados, alusivas ao exercício de 2017. Os procedimentos adotados assemelham-se à estudos que também envolveram *board interlocking* (Beuren et al., 2013; Chen et al., 2009; González, 2011).

Primeiramente, para definição do Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC), a coleta de dados foi realizada com base nas informações compreendidas nos Formulários de Referência e Formulários Cadastral, tendo sido consideradas as seguintes dimensões: composição do conselho de administração, estrutura de propriedade, incentivo aos administradores, controle e conduta, auditoria e outros comitês.

Visando alcançar o objetivo geral da pesquisa, o qual procura avaliar a influência do *board interlocking* na qualidade da governança corporativa das companhias brasileiras de

capital aberto do setor privado e estatal, recorreu-se a utilização da análise por meio da regressão linear múltipla robusta.

Com o intuito de alcançar o primeiro objetivo específico, foi realizada a análise métrica do *board interlocking* por meio do *software* UCINET – Versão 6.0, com intuito de identificar as ligações entre os conselhos de administração das empresas, tornando possível trabalhar três variáveis: *degree*, *betweenness* e *closeness*. E para mapeamento das redes, recorreu-se ao *Netdraw* - Versão 2.1

Buscando atender ao segundo objetivo específico, após análise da normalidade, por meio do teste de Shapiro-Wilk, identificou-se que os dados não apresentavam distribuição normal, logo, realizou-se o teste de diferenças entre médias de Wilcoxon Mann-Whitney, para avaliar a diferença entre as variáveis de *board interlocking* e o IQGC, das empresas que possuem ou não interligações de conselhos, tanto para o setor estatal, quanto para o privado.

Diante disto, tendo em vista o objetivo da pesquisa, adotou-se três modelos de regressão, cabe ressaltar que foi aplicado efeito moderador, buscando verificar se o controle acionário estatal interfere nas variáveis de *board interlocking*, representados pelas seguintes equações:

$$IQGC_i = \alpha + \beta_1 DEGREE_i + \beta_2 CONT_AC_EST_i + \beta_3 CONC_ACIO_i + \beta_4 DEGR_CA_EST_i + \beta_5 TAM_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 SETOR_i + \varepsilon \quad \text{Equação (1)}$$

$$IQGC_i = \alpha + \beta_1 BTWN_i + \beta_2 CONT_AC_EST_i + \beta_3 CONC_ACIO_i + \beta_4 BTWN_CA_EST_i + \beta_5 TAM_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 SETOR_i + \varepsilon \quad \text{Equação (2)}$$

$$IQGC_i = \alpha + \beta_1 CLOS_i + \beta_2 CONT_AC_EST_i + \beta_3 CONC_ACIO_i + \beta_4 CLOS_CA_EST_i + \beta_5 TAM_i + \beta_6 ROA_i + \beta_7 SETOR_i + \varepsilon \quad \text{Equação (3)}$$

O IQGC foi construído baseado nos estudos de Almeida, Parente, De Luca e Vasconcelos (2018), Assunção, De Luca e Vasconcelos (2017), Catapan, Colauto e Barros (2013) e Dani et al. (2017). Assim, a partir destes estudos, construiu-se um *checklist*, apresentado abaixo, na Tabela 1. As dimensões deste índice foram divididas em 10 itens, em que se observa a presença de mecanismos de controle na organização, que podem ser determinados mediante a adesão de boas práticas de governança corporativa divulgadas pelas organizações.

Na Tabela 1, são apresentadas as variáveis utilizadas no estudo, assim como sua operacionalização e fundamentação teórica.

Tabela 1 – Variáveis utilizadas no estudo

Variável dependente	Proxy	Operacionalização	Fundamentação teórica
IQGC	Composição do conselho	Número de membros (entre 5 e 9 membros), independência do conselho e dualidade do CEO	Catapan et al. (2013); Dani et al. (2017); Almeida et al. (2018).
	Estrutura de propriedade	Mais de 25% das ações em oferta pública (ações ordinárias) - percentual de <i>free float</i>	Catapan et al. (2013); Almeida et al. (2018); T. D. S. Correia, Silva e Martins (2016).
	Incentivo aos administradores	Informações sobre programas de participação nos lucros e planos de incentivo, seja na forma de bônus ou compra	L. F. Correia et al. (2011); T. D. S. Correia et al. (2016); Assunção et al. (2017).
	Controle e Conduta	Identificação de medidas anti- <i>takeover</i> , concessão de <i>tag along</i>	T. D. S. Correia et al. (2016); Assunção et al. (2017).
	Auditoria	Possui comitê de auditoria com	Catapan et al. (2013); T. D. S.

		no mínimo três membros e independência do conselho de auditoria	Correia et al. (2016).
	Outros comitês	Comitê de remuneração, nomeação ou governança corporativa	Bekiris e Doukakis (2011); Catapan et al. (2013); Assunção et al. (2017).
Variáveis independentes	Proxy	Operacionalização	Fundamentação teórica
<i>Board interlocking</i>	Grau de centralidade (<i>degree</i>)	Número de ligações diretas de um ator com outros participantes na rede (laços adjacentes)	Aranha et al. (2016); Ribeiro e Colauto (2016); Cunha e Piccoli (2017).
	Grau de intermediação (<i>betweenness centrality</i>)	Número de ligações indiretas de um ator com outros participantes na rede (laços não adjacentes)	Peng, Mutlu, Sauerwald, Au e Wang (2015); Ribeiro e Colauto (2016); Cunha e Piccoli (2017).
	Grau de proximidade (<i>closeness</i>)	Distância de um ator em relação aos outros atores da rede	Barka e Dadour (2015); Peng et al. (2015); Sicilia, Sallan e Simo (2016).
Controle acionário	<i>Dummy</i> setor estatal e/ou privado	Espécie de controle acionário	Mamede, Nakamura, Jones e Jardim (2017).
Concentração de propriedade	Concentração acionária	Percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista	Usman e Yero (2012); Crisóstomo e Brandão (2018).
Variáveis de controle	Proxy	Operacionalização	Fundamentação teórica
TAM	Tamanho	Logaritmo natural do ativo total	Aranha et al. (2016); Catapan et al. (2013).
Desempenho Operacional	Retorno sobre o ativo (ROA)	Lucro líquido/ativo total	Almeida et al. (2018); Catapan et al. (2013).
Setor	<i>Dummy</i> setorial	Foram criadas <i>s-1</i> variáveis <i>dummy</i> , em que <i>s</i> é o número de setores identificados no Economática®	Aranha et al. (2016); Cunha e Piccoli (2017).

Fonte: Elaborada pelos autores (2018).

Cabe destacar, que o controle acionário foi mensurado conforme seu tipo, sendo ele estatal e/ou privado, e também com base na concentração em relação ao percentual de ações ordinárias que se encontram em posse do maior acionista da empresa, configurando variáveis dependentes da pesquisa.

Para as variáveis de controle: tamanho, desempenho operacional e setor, utilizou-se a base de dados Economática®, e àquelas utilizadas como parâmetro para o IQGC, foram transformadas em variáveis *dummy*, onde assumem o valor “1” para quando implementarem a respectiva prática e “0” caso contrário, exceto para a variável Dualidade do CEO, em que foi atribuído o valor “1” quando o CEO não preside o conselho de administração e “0”, em caso contrário. De modo, que o IQGC de valor máximo para cada empresa pode vir a ser de 10 pontos ao ano.

Vale salientar que para os tratamentos dos dados, estatística descritiva, teste de diferença entre médias e regressão múltipla, recorreu-se ao *software* estatístico *Stata* versão 13.

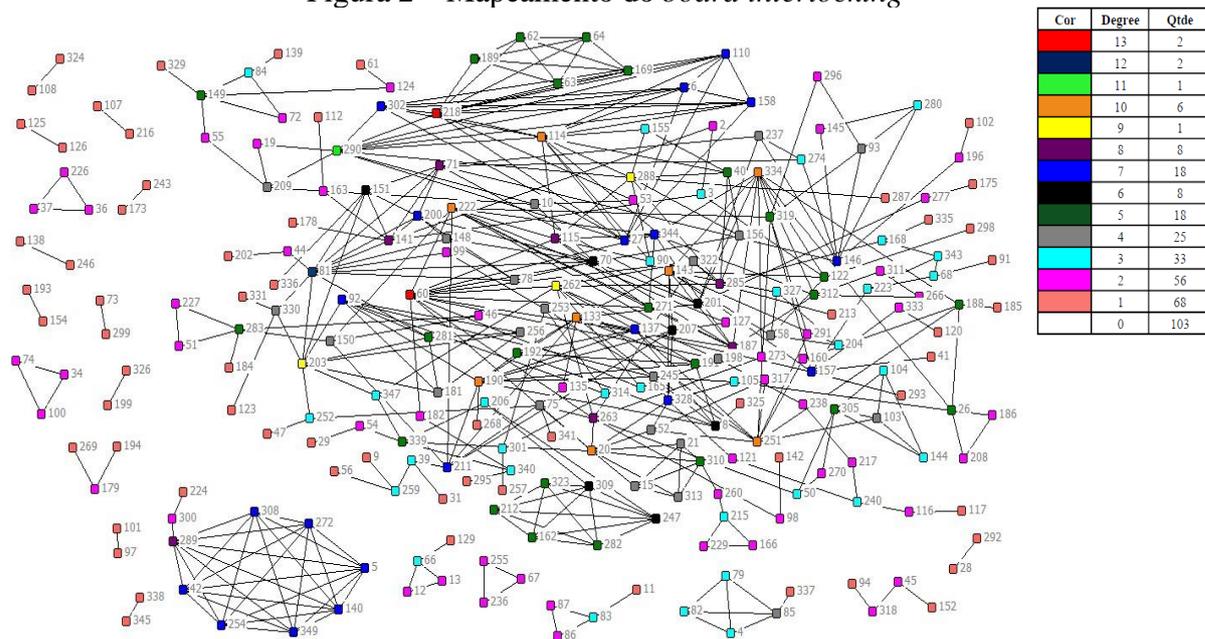
4 Análise e Discussão dos Resultados

Inicialmente, observou-se que de um total de 349 empresas brasileiras analisadas, 246 companhias (70%) compartilham membros do conselho de administração com outras, indicando uma grande proporção de empresas que compõem uma rede interorganizacional, uma vez que, apenas 103 dessas (30%) não praticam *board interlocking*. Tal achado condiz

com o estudo de Santos e Silveira (2007) que identificaram o *board interlocking* como amplamente praticado pelas empresas brasileiras de grande porte, e que possuem quantidade considerável de conselheiros.

Buscando atender ao primeiro objetivo específico, recorreu-se os softwares UCINET 6.6 e Netdraw 2.1, utilizados para análise das redes sociais, tendo sido possível identificar as interligações das empresas como consta na Figura 2, após ordenar os valores em matriz quadrada quanto à presença ou não do *board interlocking*.

Figura 2 – Mapeamento do *board interlocking*



Fonte: Elaborada pelos autores (2018).

Com base na Figura 2, é evidenciado o mapeamento dos atores que compõem a rede social, a partir do grau de centralidade (*degree*), ao qual estabelece o número de ligações diretas que um conselho de administração possui com outros. Cabe salientar, que os atores são representados por “nós”, aos quais possuem pelo menos uma ligação, e a cor indica a quantidade de conexões que o componente detém. Assim sendo, verifica-se uma rede principal formada pela maior parcela das empresas, enquanto que é notória a presença de pequenos grupos, alguns compostos por apenas dois membros, e outro chegando à dez. Esse fenômeno pode ser justificado com base no observado por Ribeiro et al. (2016) que constataram a ocorrência de *board interlocking* no Brasil, devido a fatores como: funcionar como troca de informações entre controladora e subsidiária, criação de carteiras de investimentos com o propósito de assistir à aposentadoria dos funcionários, captar profissionais com larga experiência de mercado para os conselhos, e influência da União, através de suas próprias entidades, exercer influência no controle de certas companhias.

Com o intuito de se estabelecer um comparativo quanto à presença do *board interlocking* no setor privado e estatal, foi realizado um *ranking* com as 10 empresas com maior número de interligações para cada setor com base na Tabela 2.

Tabela 2 – *Ranking* do número de relacionamentos

Empresas privadas	Número de relacionamentos	Empresas estatais	Número de relacionamentos
Brf S.A.	13	Cia Energética De Minas Gerais –	12

		Cemig	
Magnesita Refratários S.A.	13	Petrobras Distribuidora S/A	8
Cosan Logística S.A.	12	Petróleo Brasileiro S.A. Petrobras	8
São Carlos Empreend E Participações S.A.	11	Centrais Elet De Santa Catarina S.A.	7
B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão	10	Bb Seguridade Participações S.A.	5
Duratex S.A.	10	Centrais Elet Bras S.A. – Eletrobrás	5
Itau Unibanco Holding S.A.	10	Cia Saneamento De Minas Gerais-Copasa Mg	2
Marcopolo S.A.	10	Cia Saneamento Basico Est Sao Paulo	2
Odontoprev S.A.	10	Cia Estadual De Distrib Ener Elet-Ceee-D	2
Ultrapar Participações S.A.	10	Cia Estadual Ger.Trans.Ener.Elet-Ceee-Gt	2

Fonte: Elaborada pelos autores (2018).

De acordo com os dados da Tabela 2, verifica-se uma maior tendência por parte das empresas privadas quanto à prática de *board interlocking*, haja visto que no *ranking* não há nenhuma companhia com menos de dez interligações, ao contrário das empresas públicas, que além de apenas uma única evidenciar o maior número de interdependências (doze), enquadram-se no *ranking* entidades com apenas dois relacionamentos.

Assemelhando-se aos resultados encontrados, em estudo realizado por Beuren et al. (2013) é comprovada a existência de redes de cooperação a partir de conselheiros da CEMIG, em contrapartida, empresas com controle acionário do tipo privado possuem maior quantidade de laços entre conselhos, se comparado à estatais. Corroborando Ma e DeDeo (2018) detectaram uma relação significativa negativa entre o grau de centralidade e a presença do governo em redes sociais formadas por empresas chinesas.

Em seguida, aplicou-se a análise descritiva dos dados, com o intuito de analisar sua distribuição. Logo, a Tabela 3 apresenta os valores da estatística descritiva para cada variável aplicada no estudo.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis da pesquisa

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
IQGC	349	1	8	4,1203	1,9615	0,4761
DEGREE	349	0	13	2,3983	2,7025	1,1269
BTWN	349	0	5184,441	387,2636	892,7066	2,3052
CLOS	349	0,287	0,582	0,4356	0,1436	0,3296
CONT_AC_EST	349	0	1	0,0802	0,2720	3,3908
CONC_ACIO	349	5,3420	100	53,6953	29,0737	0,5415
DEGR_CA_EST	349	0	12	0,1805	1,0608	5,8767
BTWN_CA_EST	349	0	3689,738	45,6057	351,9157	7,7165
CLOS_CA_EST	349	0	0,577	0,0313	0,1131	3,6133
TAM	349	2,6646	21,1311	14,1290	3,0362	0,2149
ROA	349	-1650,8	81,4	-17,0264	122,0796	-7,1700

Fonte: Elaborada pelos autores (2018).

Conforme a Tabela 3, pode-se observar que para as métricas sociais: *degree*, *betweenness* e *closeness* registraram médias 2,39%, 387,26% e 0,43%, respectivamente, de modo que infere-se uma média substancialmente maior para o grau de intermediação,

consequentemente um desvio padrão também elevado, em face da discrepância entre o valor de máximo e mínimo. Quanto às variáveis IQGC, controle acionário, concentração acionária, tamanho e idade, embora o desvio padrão seja um pouco elevado, o coeficiente de variação, ao qual indica a dispersão em torno da média, apresentou-se baixo, assinalando uma homogeneidade dos dados.

Com vistas a atender ao segundo objetivo específico, fora aplicado o teste de média entre o índice de qualidade de governança corporativa dos grupos que possuem interligações, e àqueles que não praticam *board interlocking*. Destarte, se fez necessário realizar o teste de normalidade, que sugeriu a não distribuição normal dos dados das variáveis, em virtude de que o teste de Shapiro-Wilk aponta que rejeita-se a hipótese nula (H_0), visto que o p-valor mostra-se inferior ao nível de significância de 5%. Posteriormente, a Tabela 4 apresenta o teste não paramétrico de Wilcoxon Mann-Whitney.

Tabela 4 – Teste de diferenças entre médias de Wilcoxon Mann-Whitney

<i>Board Interlocking</i>	N	Média IQGC
Sem interligações	103	3,3399
Com interligações	246	4,4472
p-valor		0,000
Estatística Z		-4,761

Fonte: Elaborada pelos autores (2018).

Perante os resultados da Tabela 4, é cabível interpretar que a partir do teste não paramétrico de Wilcoxon Mann-Whitney para as duas amostras independentes, há diferenças estatisticamente significantes e empresas que praticam *board interlocking* apresentam um maior IQGC, auferindo uma média de 4,44, enquanto que àquelas não são participantes de determinada rede social, detém de uma menor média, sendo esta de 3,33.

Tais achados associam-se aos estudos de Benton (2016) e Shipilov, Greve e Rowley (2010) que identificaram as interligações como disseminadoras de orientações quanto à governança corporativa, esta, por sua vez, dinamiza a condução da rede social.

Posteriormente a essa análise, foram realizados três modelos de regressão, o primeiro refere-se ao grau de centralidade, o segundo à centralidade de intermediação e o terceiro ao grau de proximidade, a fim de testar as hipóteses estabelecidas pelo estudo. Os resultados dessas regressões estão evidenciados na Tabela 5.

Tabela 5 – Modelos de regressão linear múltipla robusta

IQGC	Modelo 1	IQGC	Modelo 2	IQGC	Modelo 3
DEGREE	0,1310*** (0,0284)	BTWN	0,0004*** (0,0001)	CLOS	3,0932*** (0,6038)
CONT_AC_EST	0,2011 (0,3605)	CONT_AC_EST	0,0313 (0,3259)	CONT_AC_EST	1,1683 (0,8152)
DEGR_CA_EST	-0,1033 (0,0791)	BTWN_CA_EST	-0,0003* (0,0002)	CLOS_CA_EST	-2,5996 (1,8028)
CONC_ACIO	-0,0203*** (0,0036)	CONC_ACIO	-0,0197*** (0,0036)	CONC_ACIO	-0,0208*** (0,0035)
TAM	0,3370*** (0,0316)	TAM	0,3274*** (0,0323)	TAM	0,3049*** (0,0320)
ROA	-0,0018*** (0,0005)	ROA	-0,0020*** (0,0005)	ROA	-0,0017*** (0,0005)
Constante	0,6679 (1,0103)	Constante	1,0024 (1,0064)	Constante	-0,1061 (0,9822)
Nº de observ.	349	Nº de observ.	349	Nº de observ.	349
R²	0,4851	R²	0,4813	R²	0,4994
F-valor	27,61***	F-valor	28,12***	F-valor	29,79***

Nota: (*), (**), (***) – significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores (2018).

Com relação ao teste F, observou-se que todos os modelos apresentaram significância ao nível de 1%, independente da *proxy* utilizada para identificar o *board interlocking*, já ao se verificar o R², constata-se que nos três modelos as variáveis independentes apresentaram valor explicativo superior a 48%, sendo o modelo 3 o de maior valor preditivo.

Conforme evidenciado na Tabela 5, as três *proxies* empregadas para identificação de *board interlocking* apresentaram significância a 1% nos três modelos e influência positiva. Logo, identifica-se que, quanto maior for o grau de centralidade, intermediação ou proximidade, maior será o IQGC das organizações do estudo. Dessa forma, os resultados não permitem rejeitar as hipóteses Hipótese 1a, Hipótese 1b e Hipótese 1c, de que o grau de centralidade, intermediação e proximidade influenciam positivamente a qualidade da governança e confirmam os pressupostos da Teoria da Dependência de Recursos. Diante disso, vale salientar que os achados da presente pesquisa corroboram o estudo de Singh e Delios (2017), que já identificaram relações positivas entre as variáveis de intermediação e proximidade com variáveis relativas a governança corporativa. No entanto, também se constata resultados contrários, onde apresentou-se uma relação negativa quanto ao grau de centralidade e a adoção de práticas de governança corporativa (Lolatto & Colauto, 2016).

Observa-se que nada se pôde inferir, visto que esta não evidenciou significância com o IQGC em nenhum dos modelos estimados, dessa forma, conclui-se que o controle acionário não influencia o IQGC das empresas que compõem a amostra, portanto, rejeita-se a hipótese Hipótese 2. Esse resultado contraria os postulados da Teoria da Agência e os achados de Crisóstomo e Brandão (2018), de que a governança corporativa se associa de maneira negativa à propriedade estatal de organizações brasileiras. Além da identificação de diferenças estatísticas significantes quanto as entidades de capital privado em quesitos da governança corporativa que deveriam ser pontos centrais para as entidades estatais (Rezende & Fontes, 2013).

De maneira adicional, seguindo recomendação de estudo anterior (Beuren et al., 2013), que sugere pesquisas futuras para análise da natureza do controle acionário de uma entidade com relação às redes, realizou-se a interação do controle acionário estatal sobre as variáveis do *board interlocking*, quanto a relação desse efeito moderador, identificou-se que apenas a variável de rede relativa ao grau de intermediação apresentou significância estatística, sendo esta ao nível de 10%, onde constatou-se uma influência negativa, quanto maior o grau de intermediação das empresas que possuem controle estatal, menor será a qualidade da governança corporativa.

No presente modelo, a concentração acionária é tratada como uma variável contínua, pois procura inferir se os níveis de concentração acionária têm influência no nível de qualidade da governança corporativa das empresas. Esta variável apresenta significância de 1% em todos os modelos, influenciando negativamente no IQGC, identificando-se uma pulverização quanto ao controle acionário. Assim, o IQGC aumenta, ao passo que o controle acionário se torna pulverizado, que segundo Nunes, Teixeira, Nossa e Galdi (2010) pode ser decorrente de práticas de governança corporativa. Alinhando-se ao que expõe Crisóstomo e Brandão (2018), visto que as organizações com controle disperso detêm uma pontuação mais alta de governança corporativa, quando comparadas com outro tipo de controle.

Quanto às variáveis de controle, o tamanho apresentou-se como positivo e significativo a 1% em todos os modelos propostos, para explicar o IQGC no período estudado. Já para a variável de desempenho, medida por meio do ROA, observa-se que há significância a 1%, influenciando negativamente o IQGC. Este resultado indica que quanto maior o *board*

interlocking, por meio dos graus de centralidade, intermediação e proximidade, menor a retorno sobre o ativo. Nenhum dos setores apontaram significância nos modelos, dessa forma, não foi possível fazer inferências estatísticas sobre a influência destes no IQGC.

5 Considerações Finais

O estudo analisou a influência do *board interlocking* na qualidade da governança corporativa das companhias brasileiras de capital aberto do setor estatal e privado. Para tal, a amostra é constituída por 349 empresas brasileiras, cujo período de análise envolve o exercício de 2017.

Os achados apontaram que há uma tendência entre companhias brasileiras de capital aberto por compartilharem membros do conselho de administração, observado através do mapeamento da rede social, que a maior parte das empresas se encontram entrelaçadas e formando uma rede principal, além de ser possível identificar pequenos grupos interligados. Diante disso, verifica-se uma preponderante relação de interdependência, haja visto, funcionar como fonte para obtenção de recursos externos. Isso se confirma com mais evidência entre empresas privadas que possuem maior número de relacionamentos diretos, em comparação às estatais.

Em complemento, com a aplicação do teste de diferenças entre médias não paramétrico de Mann-Whitney, constatou-se que companhias que praticam *board interlocking* apresentam maior IQGC, em comparação àquelas que não o realiza.

Frente ao exposto e resultados obtidos, depreende-se que a interligação através do conselho de administração das empresas brasileiras causa impacto favorável na governança corporativa, considerando uma influência positiva para as três métricas sociais aplicadas: grau de centralidade, intermediação e proximidade, no IQGC, e não rejeitando-se as hipóteses Hipótese 1a, Hipótese 1b e Hipótese 1c.

Em se tratando de Hipótese 2, não foi verificado o efeito do controle acionário estatal sobre a qualidade da governança corporativa. Todavia, utilizando-se o controle acionário estatal como efeito moderador do *board interlocking* sobre o IQGC, observa-se que um maior grau de intermediação em companhias detentoras de um controle estatal, implica em uma influência negativa na qualidade da governança corporativa.

Adicionalmente, observa-se uma influência negativa da concentração acionária sobre o IQGC, de modo a deduzir que com o aumento da pulverização do capital, menor a qualidade da governança corporativa.

A pesquisa está inserida no âmbito dos estudos com respaldo na Teoria da Dependência de Recursos e na Teoria da Agência, ao passo que analisa o efeito do *board interlocking* na qualidade da governança corporativa, além de trazer à tona a perspectiva do controle acionário. Dessa forma, seus resultados são relevantes tanto no cenário acadêmico, tendo em vista a incipiente exploração dos referidos construtos, como no cenário empresarial, considerando que a permuta entre conselheiros é uma prática corriqueira, tornando-se essencial compreender suas consequências no ambiente corporativo.

Diante das conclusões levantadas, salientam-se como suas limitações, o fato de que o estudo se restringe às variáveis de rede: *degree*, *betweenness* e *closeness* para mensurar o fenômeno de *board interlocking*, além de resumir-se ao exercício de 2017, destarte os resultados encontrados não podem ser generalizados. Portanto, propõe-se para pesquisas futuras, a aplicação de demais métricas sociais, como densidade, *eigenvector* e *structural holes*, assim como a ampliação do período de análise, para examinar as implicações na governança corporativa de estatais e privadas, conforme alterações na rede social com o passar dos anos.

Referências

- Aguilera, R. V., Desender, K. A., & Castro, L. R. K. de. (2012). A bundle perspective to comparative corporate governance. *The SAGE Handbook of Corporate Governance*, 379–405. doi: 10.4135/9781446200995.n17.
- Almeida, F. T. de, Parente, P. H. N., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. de. (2018). Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. *Gestão & Regionalidade*, 34(100), 110–126. doi: 10.13037/gr.vol34n100.3594.
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2004). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. São Paulo, SP: Atlas.
- Aranha, C. E., Rossoni, L., & Mendes-Da-Silva, W. (2016). Capital social do conselho de administração e desempenho de empresas de capital aberto brasileiras. *Rev. Adm. Mackenzie*, 17(1), 15–39. doi: 10.2139/ssrn.2432765.
- Assunção, R. R., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. de. (2017). Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 213–228. doi:10.1590/1808-057x201702660.
- Barka, H. Ben, & Dadour, A. (2015). Investigating the relationship board interlocks and corporate between director's profile, social responsibility. *Management Decision*, 53(3), 553–570. doi: 10.1108/02683940010305270.
- Bekiris, F. V., & Doukakis, L. C. (2011). Corporate governance and accruals earnings management. *Managerial and Decision Economics*, 32, 439–456. doi: 10.1002/mde.1541.
- Benton, R. A. (2016). Corporate governance and nested authority: cohesive network structure, actor-driven mechanisms, and the balance of power in american corporations. *American Journal of Sociology*, 122(3), 661–713. doi: 10.1086/689397.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporate and private property*. New York: McMillian.
- Beuren, I. M., Dani, A. C., & Beck, F. (2014). Relação entre as práticas do board interlocking e características de empresas de estrutura de propriedade familiar com ações mais negociadas na BM&FBOVESPA. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, 13(3), 339–355. doi: 10.21529/RECADM.2014022.
- Beuren, I. M., Dani, A. C., Dal Vesco, D. G., & Krespi, N. T. (2013). Redes sociais na estrutura de capital das empresas de serviço de utilidade pública e de telecomunicações. *Revista Alcance - Eletrônica*, 20(3), 309–324. doi: 10.14210/alcance.v20n3.p309-324.
- Brandão, I. de F., & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças (Online)*, 13(3), 438–469. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/38267>.
- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64(3), 280–285. doi: 10.1111/corg.12186.
- Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas das firmas e seus efeitos na performance: uma convergência entre as perspectivas da governança e da dependência de recursos – um ensaio teórico. *Revista Alcance - Eletrônica*, 19(2), 241–258. doi: 10.14210/alcance.v19n2.p241-258.
- Carbonai, D. (2017). Os interlocking no mercado brasileiro de capitais: uma hipótese sobre as relações entre setores econômicos. *Anais Do IX Congresso Latinoamericano de Ciência Política.*, x9. Recuperado de <http://www.congressoalacip2017.org>.
- Catapan, A., Colauto, R. D., & Barros, E. (2013). A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil.

- Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2), 16–30. Recuperado de https://cgg-amg.unb.br/index.php/contabil/article/view/467/pdf_1.
- Cellard, A. (2008). A análise documental. In J. Poupard, J.-P. Destauriers, L.-H. Groulx, A. Laperrière, R. Mayer, & Á. P. Pires, *A pesquisa qualitativa: enfoques epistemológicos e metodológicos*. (pp. 295-316). Petrópolis, RJ: Vozes.
- Chen, C.-J., Lin, B.-W., Lin, Y.-H., & Hsiao, Y.-C. (2016). Ownership structure, independent board members and innovation performance: A contingency perspective. *Journal of Business Research*, 69(9), 3371-3379. doi: 10.1016/j.jbusres.2016.02.007.
- Chen, R., Dyball, M. C., & Wright, S. (2009). The link between board composition and corporate diversification in Australian corporations. *Corporate Governance: An International Review*, 17(2), 208–223. doi: 10.1111/j.1467-8683.2009.00734.x.
- Chiu, P.-C., Teoh, S. H., & Tian, F. (2013). Board interlocks and earnings management contagion. *The Accounting Review*, 88(3), 915–944. doi: 10.2308/accr-50369.
- Collis, J., & Hussey, R. (2005). *Pesquisa em administração: Um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação* (2a ed.). Porto Alegre, RS: Bookman.
- Connelly, B. L., Johnson, J. L., Tihanyi, L., & Ellstrand, A. E. (2011). More than adopters: competing influences in the interlocking directorate. *Organization Science*, 22(3), 688–703. doi: 10.1287/orsc.1100.0555.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45–63. doi: 10.1590/S1519-70772011000100004.
- Correia, T. D. S., Silva, M. N. F. da, & Martins, O. S. (2016). Qualidade da governança corporativa das empresas no mercado brasileiro de capitais. *ConTexto*, 16(33), 4–19. Recuperado de <https://seer.ufrgs.br/ConTexto/article/view/61035/pdf>.
- Crisóstomo, V. L., & Brandão, I. de F. (2018). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. doi: 10.1108/CG-01-2018-0043.
- Cunha, P. R. da, & Piccoli, M. R. (2017). Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 179–196. doi: 10.1590/1808-057x201701980.
- Dal Vesco, D. G., & Beuren, I. M. (2015). Influência da estrutura de propriedade e dos interlocks entre proprietários no desempenho das empresas. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 26(3), 49–79. Recuperado de <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/3017>.
- Dal Vesco, D. G., & Beuren, I. M. (2016). Do the board of directors composition and the board interlocking influence on performance? *BAR - Brazilian Administration Review*, 13(2), 1–26. doi: 10.1590/1807-7692bar2016160007.
- Dani, A. C., Beck, F., Almeida-Santos, P. S., & Lavarda, C. E. F. (2013). Análise da estrutura de propriedade das empresas listadas no ISE por meio da aplicação de redes sociais. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 7(3), 240–258. doi: 10.17524/repec.v7i3.928.
- Dani, A. C., Santos, C. A. dos, Kaveski, I. D. S., Cunha, P. R. da, & Leite, A. P. P. (2017). Características do conselho de administração e o desempenho empresarial das empresas listadas no novo mercado. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 29–47. doi: 10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p29-47.
- Dutra, M. G. L., & Saito, R. (2002). Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(2), 9–27. doi: 10.1590/S1415-65552002000200003.

- Eizirik, N., Gaal, A. B., Parente, F., & Henriques, M. F. (2008). *Mercado de capitais: Regime jurídico*. Rio de Janeiro, RJ: Renovar.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/725104>
- Fich, E. M., & White, L. J. (2005). Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? *Journal of Corporate Finance*. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2003.06.002.
- Fontes, J. R., Filho & Alves, C. F. (2018). Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação entre Brasil e Portugal. *Cadernos EBAPE.BR*, 16(1), 1–13. doi: 10.1590/1679-395172454.
- Fontes, J. R., Filho & Leal, R. P. C. (2012). *Governança corporativa: Discussões sobre os conselhos em empresas no Brasil*. São Paulo, SP: Saint Paul.
- Fontes, J. R., Filho & Picolin, L. M. (2008). Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de Administração Pública*, 42(6), 1163–1188. doi: 10.1590/s0034-76122008000600007.
- Frino, A. (2016). The relationship between board independence and stock price performance. *Research Series*, Australian Institute of Company Directors. Recuperado de companydirectors.com.au/glc.
- González, J. M. R. (2011). Consejos de administración y gobernanza corporativa en México. *Revista Mexicana de Sociología*, 73(2), 261–295. Recuperado de ref.scielo.org/m22b23.
- Hillman, A. J., Cannella Jr, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235–255. doi: 10.1111/1467-6486.00179.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance: An International Review*, 6(2), 101–111. doi: 10.1111/1467-8683.00089.
- Instituto Brasileiro De Governança Corporativa - IBGC. (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. IBGC (4a ed.). São Paulo.
- Instituto Brasileiro De Governança Corporativa - IBGC. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. IBGC (5a ed.). São Paulo. Recuperado de <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). Board composition beyond independence: social capital, human capital, and demographics. *Journal of Management*, 39(1), 232–262. doi: 10.1177/0149206312463938.
- Jones, G. R. (2010). *Teoria das organizações* (6a ed., L. Pauleti & D. Vieira, trad.). São Paulo, SP: Pearson Education do Brasil.
- Liang, Q., Xu, P., & Jiraporn, P. (2013). Board characteristics and Chinese bank performance. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2953–2968. doi: 10.1016/j.jbankfin.2013.04.018.
- Lolatto, D., & Colauto, R. D. (2016). Adoção de práticas de governança corporativa e sua relação com o board interlocking: evidências em companhias com ações na BM&FBovespa. *Revista Espacios*, 37(28). Recuperado de <https://www.revistaespacios.com/a16v37n28/16372806.html>.
- Ma, J., & DeDeo, S. (2018). State power and elite autonomy in a networked civil society: The board interlocking of Chinese non-profits. *Social Networks*, 54, 291–302. doi: 10.1016/j.socnet.2017.10.001.
- Malacrida, M. J. C., & Yamamoto, M. M. (2006). Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa.

- Revista Contabilidade & Finanças*, 17, 65–79. doi: 10.1590/S1519-70772006000400006
- Mamede, S. de P. N., Nakamura, E. A. M. V., Jones, G. D. C., & Jardim, J. R. de P. S. (2017). Empresas brasileiras estatais e não estatais: uma análise das relações de endividamento. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(2), 4–22. doi: 10.18405/recfin20170201.
- Marques, M. D. C. D. C. (2007). Aplicação dos princípios da governança corporativa ao sector público. *RAC - Revista de Administração Contemporânea*, 11(2), 11–26. doi: 10.1590/S1415-65552007000200002.
- Martin, G., Gözübüyük, R., & Becerra, M. (2013). Interlocks and firm performance: the role of uncertainty in the directorate interlock-performance relationship. *Strategic Management Journal*, 36(2), 235–253. doi: 10.1002/smj.
- Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2014). Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy?. *Journal of Financial Economics*, 111(2), 406–429. doi: 10.1016/j.jfineco.2013.10.011.
- Matias-Pereira, J. (2010). A governança corporativa aplicada no setor público brasileiro. *Administração Pública e Gestão Social*, 2(1), 109–134. Recuperado de <http://repositorio.unb.br/handle/10482/5974>.
- Miranda, R. A. de, & Amaral, H. F. (2011). Governança corporativa e gestão socialmente responsável em empresas estatais. *Revista de Administração Pública*, 45(4), 1069–1094. doi: 10.1590/S0034-76122011000400008.
- Mizruchi, M. S. (1996). What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. *Annual Review of Sociology*, 22, 271–298. doi: 10.1146/annurev.soc.22.1.271.
- Nascimento, F. S. P. do, Moura, A. A. F. de, De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. de. (2013). Práticas de governança corporativa dos conselhos de administração das empresas do novo mercado da BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 3(3), 148–169. Recuperado de www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/349.
- Nicholson, G. J., Alexander, M., & Kiel, G. C. (2004). Defining the social capital of the board of directors: an exploratory study. *Journal of Australian New Zealand Academy*, 10(1), 54–72. Recuperado de <https://eprints.qut.edu.au/5058/>.
- Nunes, J. G., Teixeira, A. J. C., Nossa, V., & Galdi, F. C. (2010). A adesão das empresas ao índice BM&FBovespa de sustentabilidade empresarial. *Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*, 7(4), 328–340. doi: 10.4013/base.2010.74.06.
- OCDE. (2018). *Diretrizes da OCDE sobre governança corporativa de empresas estatais*, Edição 2015. OCDE Publishing, Paris. doi: 10.1787/9789264181106-pt.
- Peng, M. W., Mutlu, C. C., Sauerwald, S., Au, K. Y., & Wang, D. Y. L. (2015). Board interlocks and corporate performance among firms listed abroad. *Journal of Management History*, 21(2), 257–282. doi: 10.1108/JMH-08-2014-0132.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218–228. doi: 10.2307/2393956.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: a resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Rezende, J. F. de C., & Fontes Filho, J. R. (2013). Indutores de alinhamento estratégico: comparações preliminares sobre valor entre empresas de capital privado e empresas estatais no Brasil. *Revista de Administração Pública*, 47(3), 695–720. doi: 10.1590/S0034-76122013000300008.
- Ribeiro, F., & Colauto, R. D. (2016). A Relação entre board interlocking e as práticas de suavização de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 55–66. doi: 10.1590/1808-057x201501320.
- Ribeiro, F., Colauto, R. D., & Clemente, A. (2016). Determinantes da formação de board

- interlocking no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 10(4), 398–415. doi: 10.17524/repec.v10i4.1403.
- Santos, R. L., & Silveira, A. D. M. da. (2007). Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. *Revista Brasileira de Finanças*, 5(2), 125–163. Recuperado de <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824758002>.
- Santos, R. L., Silveira, A. D. M. da, & Barros, L. A. (2012). Board interlocking in Brazil: directors' participation in multiple companies and its effect on firm value and profitability. *Latin American Business Review*, 13, 1–28. doi: 10.1080/10978526.2012.673419.
- Schoorman, F. D., Bazerman, M. H., & Atkin, R. S. (1981). Interlocking directorates: a strategy reducing environmental university of maryland. *Academy of Management Review*, 6(2), 243–251. doi: 10.2307 / 257880.
- Shi, L., Dharwadkar, R., & Harris, D. (2013). *Board interlocks and earnings quality*. *Social Science Research Network*. doi: 10.2308/accr-50369.
- Shipilov, A. V., Greve, H. R., & Rowley, T. J. (2010). When do interlocks matter? Institutional logics and the diffusion of multiple corporate governance practices. *Academy of Management Journal*, 53(4), 846–864. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=1477962>.
- Sicilia, C., Sallan, J. M., & Simo, P. (2016). The Spanish corporate structure through interlocking directorates. *Cuadernos de Gestion*, 16(1), 63–84. doi: 10.5295/cdg.120336ps.
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51–66. doi: 10.1590/S0034-75902008000200005.
- Simmons, C. (2012). Will you be on our board of directors? We need help: media corporations, environmental change, and resource dependency theory. *Journalism & Mass Communication Quarterly*, 89(1), 55–72. doi: 10.1177/1077699011432363.
- Singh, D., & Delios, A. (2017). Corporate governance, board networks and growth in domestic and international markets: Evidence from India. *Journal of World Business*, 52(5), 615–627. doi: 10.1016/j.jwb.2017.02.002.
- Usman, S. H., & Yero, J. I. (2012). Ownership concentration and earnings management practice of Nigerian listed conglomerates. *American International Journal of Contemporary Research*, 2(7), 157–171. Recuperado de http://www.ajcrnet.com/journals/Vol_2_No_7_July_2012/19.pdf.
- Vergara, S. C. (2000). *Projetos e relatórios de pesquisa em administração* (3a ed.). Rio de Janeiro, RJ: Atlas.
- Wahba, H. (2015). The joint effect of board characteristics on financial performance: empirical evidence from Egypt. *Review of Accounting and Finance*, 14(1), 20–40. doi: 10.1108/RAF-03-2013-0029.
- Withers, M., Kim, J. Y. (Rose), & Howard, M. (2018). The evolution of the board interlock network following Sarbanes-Oxley. *Social Networks*, 52, 56–67. doi: 10.1016/j.socnet.2017.05.005.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (2004). The social construction of market value: institutionalization and learning perspectives on stock market reactions. *American Sociological Review*, 69, 433–457. doi: 10.1177/000312240406900306.
- Zona, F., Gomez-Mejia, L. R., & Withers, M. C. (2015). Board Interlocks and firm performance: toward a combined agency – resource dependence perspective. *Journal of Management*, 44(2), 589–618. doi: 10.1177/0149206315579512.