

BOARD INTERLOCKING FINANCEIRO E POLÍTICO NA CRIAÇÃO DE VALOR DE EMPRESAS DO IBRX 100

JOSIANE DE OLIVEIRA SCHLOTEFELDT
UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

MOACIR MANOEL RODRIGUES JUNIOR
UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

Agradecimento à órgão de fomento:

“O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001”.

BOARD INTERLOCKING FINANCEIRO E POLÍTICO NA CRIAÇÃO DE VALOR DE EMPRESAS DO IBRX 100.

1 Introdução

Com a globalização dos negócios e dos mercados financeiros, o valor criado ao acionista tornou-se uma preocupação cada vez mais importante para as empresas (SINHA, 2006). Maximizar valor para os *shareholders* tornou-se um paradigma corporativo nos últimos anos. O objetivo é gerir a empresa diretamente para criar valor ao acionista (MELLA, 2011).

Devido ao aumento da competitividade, as empresas precisam de investimentos, o que faz com que a administração tenda a sair de uma posição tradicional, para uma gestão voltada à criação de riqueza, fazendo com que os gestores busquem medidas mais consistentes de desempenho e controle dos recursos (ARAÚJO; ASSAF NETO, 2003). A gestão baseada em valor, do inglês *Value Based Management* (VBM) reconhece que é preciso ir além de dados contábeis para garantir uma visão robusta do desempenho dos negócios (RAPP et al., 2011).

Dessa forma, torna-se relevante compreender o que cria valor para os acionistas. As práticas de VBM e governança corporativa têm objetivos comuns, incluindo mitigar conflitos de agência e criar valor para os acionistas (LANDER; REINSTEIN, 2005). Sendo assim, é a gestão da empresa que deve tomar decisões que conduzam a essa criação de valor. Conseqüentemente, a ideologia da gestão baseada em valor está na sua influência na governança corporativa como *driver* importante para o desempenho organizacional (ELGHARBAWY; ABDEL-KADER, 2013).

O conselho de administração, como mecanismo de governança corporativa, é um dos principais fatores do bom funcionamento das empresas e ocupa um lugar vital para o cumprimento dos interesses dos seus diferentes *stakeholders* (PUCHETA-MARTINEZ, 2015). Um aspecto que tem recebido pouca atenção na literatura refere-se à possibilidade do valor corporativo ser afetado pelo número de assentos no conselho ocupados por diretores que também estão em conselhos de outras empresas, o chamado *board interlocking* (SANTOS; SILVEIRA; BARROS, 2012). A premissa é que o desempenho da empresa é suscetível de ser influenciado pelo capital humano e social de administração, que aumenta a sua capacidade de acesso a recursos vitais necessários para a empresa (por exemplo, informação, conhecimento, habilidades) e fornece conselhos valiosos para a alta administração (BASUIL; DATTA, 2017).

Braun, Briones e Islãs (2017) acreditam que empresas ligadas com fornecedores de crédito podem obter um melhor acesso ao financiamento externo. Isso acontece, pois esse tipo de ligação, ou seja, *board interlocking* financeiro, em que um conselheiro encontra-se em um conselho de uma instituição financeira, faz com que os credores facilitem o empréstimo a empresas com contato mais próximo, havendo melhor acesso a recursos (MIWA; RAMSEYER, 2012).

Outra forma de ligação entre os conselheiros se dá pelo *board interlocking* político. Para Ecco (2010), ao estarem em um conselho que contém conselheiros com experiência política, as empresas podem trocar informações relevantes, reduzir incertezas, criar ambientes favoráveis e obter vantagens competitivas, para atingir um melhor desempenho no mercado. Ao estabelecer redes entre os conselhos de administração as empresas agregam valor, devido à experiência pessoal e profissional em outros conselhos (SANTOS; SILVEIRA, 2007).

Diante do exposto, nota-se a importância em considerar o *board interlocking* político e financeiro na criação de valor das empresas. Nesse sentido, a questão que norteia a presente pesquisa é: Qual a influência do *board interlocking* político e financeiro na criação de valor de empresas de capital aberto brasileiras?

O reduzido número de estudos existente é um fator que justifica a realização de

investigação adicional. Tem recebido pouca atenção na literatura a possibilidade da empresa ser afetada pelo *board interlocking* (SANTOS; SILVEIRA; BARROS, 2012). Curiosamente, a controvérsia sobre muitos dos aspectos dos órgãos sociais persiste na literatura empírica.

Embora a maior parte da evidência disponível venha de um grupo relativamente homogêneo de países desenvolvidos, principalmente EUA, Alemanha, Itália e Espanha, pouco se sabe sobre o efeito dessas características em mercados emergentes (MURAVYEV, 2017). Além do mais, para Santos, Silveira e Barros (2012) o *board interlocking* como impactante no valor da empresa tem recebido pouca atenção na literatura. A relação pode ser sustentada em um mercado emergente onde o *board interlocking* cria valor em termos de um aumento da eficácia de monitoramento (SHU et al., 2015). Ainda, conforme Dal Magro e Klann (2019), há a necessidade de observar o *board interlocking* de maneira mais específica, como por exemplo, pelo viés político e financeiro.

As características do mercado acionário brasileiro exigem das empresas melhores práticas de gestão para satisfazer os *stakeholders* (MARANHO; LEAL, 2017). Ao compreender quais são essas melhores práticas, investidores e empresas poderão se beneficiar com a pesquisa. Para as empresas e os seus acionistas, os resultados apurados permitirão uma melhor compreensão do impacto das decisões sobre o *board interlocking* com vista a assegurar a concretização dos objetivos da organização, por meio da criação de valor.

2. Board interlocking e criação de valor

As pesquisas sobre governança corporativa têm sido predominantemente focadas na teoria da agência (CLARKE, 2005, FILATOTCHEV; BOYD, 2009). No entanto, a teoria da agência tem sua ênfase nos conflitos de agente e principal, não observando os interesses das outras partes interessadas, e a adoção de valor para os acionistas como um modelo de referência (ELGHARBAWY; ABDEL-KADER, 2013). A este respeito, as práticas de VBM e governança têm objetivos comuns, incluindo mitigar conflitos de agência e criar valor para os acionistas (LANDER; REINSTEIN, 2005).

A gestão baseada em valor é uma abordagem onde o intuito global da empresa, estratégias, técnicas, processos de gestão, medidas de desempenho e cultura estão alinhadas a fim de alcançar o objetivo final do acionista, ou seja, maximizar a riqueza (ELGHARBAWY; ABDEL-KADER, 2013). No entanto, é a gestão da empresa quem deve tomar decisões que conduzem a essa criação de valor, conseqüentemente, a ideologia da VBM está na influência da governança corporativa como driver importante para o desempenho organizacional (ELGHARBAWY; ABDEL-KADER, 2013).

As empresas que adotam boas práticas de GC captam capital mais facilmente e reduzem seu custo de capital, que por sua vez pode ter um efeito positivo sobre o desempenho e o valor da empresa (MARANHO; LEAL, 2017). Pucheta e Martinez (2015) acrescentam que na medida em que fatores internos, como a estrutura de governança corporativa, permitam reduzir custos, se convertem em importantes condutores de criação de valor.

Assim, um conselho de administração ativo, diversificado e independente é considerado um dos principais mecanismos de governança e a literatura tem procurado evidências que sugerem uma relação entre suas características e o valor da empresa. Para Pucheta-Martinez (2015), o conselho é um dos principais fatores do bom funcionamento das empresas e ocupa um lugar vital para o cumprimento dos interesses dos seus diferentes *stakeholders*.

No entanto, um aspecto da governança que tem recebido pouca atenção na literatura refere-se à possibilidade do valor corporativo ser afetado pelo número de assentos no conselho ocupados por diretores que também estão em conselhos de outras empresas, o chamado *board interlocking* (SANTOS; SILVEIRA; BARROS, 2012). Embora haja muitas visões concorrentes a respeito do papel representado por essas interligações, inúmeros

teóricos acreditam que elas forneçam um indicador de relações sociais que devem influenciar o comportamento das empresas (MIRZUCHI, 2006).

Assim, o *board interlocking* pode se dar de duas formas: direto e indireto. A primeira é estabelecida quando duas organizações têm conselheiros em comum, por exemplo, a empresa A possui um mesmo conselheiro que a empresa B. O *board interlocking* indireto se desenvolve ao longo das ligações diretas, visto que a organização B pode estar diretamente ligada com as empresas A e C, formando uma ligação indireta entre A e C.

Há diversos argumentos para a existência deste fenômeno, tais como um mecanismo para melhorar as relações contratuais reduzindo as incertezas implícitas (SCHOORMAN; BAZERMAN; ATKIN, 1981) e a concorrência no mercado, competindo por diretores mais bem preparados (MIRZUCHI, 1996, FICH; WHITE, 2005). A literatura também sugere que o *board interlocking* é um canal de transmissão de informação fundamental, e tem um efeito direto sobre a difusão de práticas entre as organizações (HAN et al., 2015).

O estudo de Ferris et al. (2003) exemplifica o debate entre *board interlocking* e criação de valor. O autor considera que o desempenho das empresas em que um conselheiro serve está positivamente associado com o número de assentos nos conselhos que ele mantém, e que as empresas que nomeiam novo conselheiro com mandato em outras empresas, experimentam retornos positivos. Estes resultados sugerem que o mercado percebe a nomeação de um administrador independente com vários assentos em conselhos (*board interlocking - BI*) como criação de valor (CASHMAN; GILLAN; JUN, 2012).

Mais especificamente no que se refere ao BI financeiro, Braun, Briones e Islãs (2017) acreditam que empresas ligadas com fornecedores de crédito podem obter um melhor acesso ao financiamento externo. No entanto, é igualmente importante também incluir membros cujas habilidades atendem as necessidades atuais e emergentes da organização, como a experiência no governo, seguros, operações internacionais, indústrias específicas, aquisições e fusões, gestão imobiliária, entre outros. Assim, uma importante vantagem competitiva desses conselhos decorre de sua capacidade de fornecer *insights* que de outra forma seriam inacessíveis (AKBAS; MESCHKE; WINTOKI, 2016).

Mol (2001) argumenta que o *board interlocking* pode trazer benefícios que resultem em vantagens competitivas, como a flexibilização do acesso aos recursos, clientes e credores, bem como a divulgação de inovações e métodos eficazes que podem influenciar positivamente o ambiente em que estão inseridas essas empresas.

No que se refere ao *board interlocking* político, Del Magro e Klann (2019) argumentam que as empresas podem se beneficiar no sentido de poder haver facilidades disponibilizadas pelo governo, como por exemplo, preferência em contratações. Para Ecco (2010), ao estarem em um conselho que contém conselheiros com experiência política, as empresas podem trocar informações relevantes, reduzir incertezas, criar ambientes favoráveis e obter vantagens competitivas, para atingir um melhor desempenho no mercado.

O tópico abordou sobre a VBM e o *board interlocking* como mecanismo de governança corporativa pode impactar na criação de valor para os acionistas. Além do mais, demonstrou-se pela literatura anterior, a importância do *board interlocking* financeiro e político para as empresas. O tópico posterior apresenta os procedimentos e métodos de pesquisa utilizados para realização da pesquisa.

3. Métodos e Procedimentos de Pesquisa

A pesquisa caracteriza-se como descritiva, documental e quantitativa. A amostra compreende as empresas listadas no índice IBrX100, nos períodos de 2013 a 2017, ou seja, a quantidade de 100 empresas. As empresas que compõem a amostra encontram-se distribuídas em 10 setores, conforme apresenta-se na Tabela 1.

Os setores que apresentam maior participação na amostra são os de Consumo Cíclico e de Utilidade Pública, ambos com 19 empresas, seguidos pelos setores Financeiros e Outros com 17 empresas. A amostra é considerada não-probabilística e por julgamento, em que o julgamento do pesquisador é usado para selecionar os elementos da amostra (HAIR, 2005). Este grupo de empresas foi escolhido visto que possuem as ações mais líquidas do país, fazendo com que sejam mais suscetíveis de atrair investidores por serem as mais negociadas no mercado brasileiro (BOMFIM, TEIXEIRA, MONTE, 2015).

Tabela 1 – Amostra por setor

Setor	Quantidade
Bens industriais	10
Consumo cíclico	19
Consumo não cíclico	10
Financeiro e outros	17
Materiais básicos	11
Petróleo, gás e biocombustíveis	5
Saúde	5
Tecnologia da informação	2
Telecomunicações	2
Utilidade pública	19
Total	100

Fonte: dados da pesquisa (2018).

No Quadro 1, apresenta-se o constructo da pesquisa, em que constam as variáveis para testar a questão problema do estudo.

Quadro 1 – constructo da pesquisa

Variável Dependente	Mensuração	Autores
Economic Value Added (EVA)	$\left(\frac{\text{juros após os impostos} + \text{lucro líquido}}{\text{capital total}} - \text{custo de capital} \right) \times \text{capital total}$	Silva, Reis e Lamounier (2012)
Q de Tobin	$\frac{VM + PC - AC - E + PNC}{AT}$	Bohren e Strom (2007), Mendes-Da-Silva (2010), Elyasiani e Zhang (2015), Vesco e Beuren (2016), Boer e Gellerman (2016).
Variáveis independentes		
<i>Board interlocking</i> político	Número de ligações diretas com empresas do setor de utilidade pública	Ecco (2010)
<i>Board interlocking</i> financeiro	Número de ligações diretas com empresas do setor financeiro	Miwa e Ramseyer (2002), Baran (2017), Braun, Briones e Islas (2017), Hamdan (2018).
Variáveis de Controle		
Experiência com banco de financiamento (EB)	Número de conselheiros com experiência em banco de financiamento em relação ao total de membros do conselho de administração	Elyasiani e Zhang (2015), Francis, Hasan e Wu (2012).
Formação na área de negócios (FN)	Número de conselheiros com formação na área de negócios em relação ao total de membros do conselho de administração	Garcia-Meca e Palacio (2018)

Independência do conselho (IC)	Número de membros externos em relação ao total de membros do conselho de administração	Whiters, Kim e Howard (2018), Singh e Delios (2017), Cunha e Piccoli (2016)
Tamanho do conselho (TAMCon)	Número de membros do conselho.	Hamdan (2018), Elyasiani e Zhang (2015), Mendes-da-Silva (2010)
Tamanho da Empresa (TAMEmp)	Ln do Ativo Total	Hamdan (2018), Rahman et al (2012), Martin, Cia e Kayo (2010),
Retorno sobre o patrimônio líquido	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Lameira (2007).
Retorno sobre o ativo	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo}}$	Lameira (2007).
Valor de Mercado	Quantidade de ações x Preço da ação no período	Kayo et al (2006)

Fonte: dados da pesquisa (2018).

Quanto à variável dependente, ou seja, a criação de valor, foi escolhido o valor econômico agregado - EVA e o Q de Tobin. Primeiramente, quanto ao EVA, foi escolhido pois é a medida de desempenho mais diretamente ligada à criação de riqueza aos acionistas ao longo do tempo (SHARMA; KUMAR, 2012).

Mais explicitamente, o EVA dá importância de quanto valor econômico é adicionado para os acionistas pela administração para o qual foram confiados. Assim, o EVA é calculado como a diferença entre o lucro operacional líquido depois dos impostos e o custo de oportunidade do capital empregado, proporcionando uma avaliação de uma empresa que se reflete num aumento no valor ao longo de um determinado período (MOLODCHIK; SHAKINA; BYKOVA, 2012).

No entanto, uma medida que também é utilizada como criação de valor é o Q de Tobin (BOHREN; STROM, 2007, MENDES-DA-SILVA, 2010, ELYASIANI; ZHANG, 2015, VESCO; BEUREN, 2016, BOER; GELLERMAN, 2016). É definido originalmente como a relação entre o valor de mercado do capital de terceiros e o valor de mercado do capital próprio da empresa dividido pelo valor de reposição de seus ativos físicos (COLAUTO; NOGUEIRA; LAMOUNIER, 2009).

A aplicação deste indicador relaciona-se diretamente com sua riqueza de interpretações e implicações testáveis (FAMÁ; BARROS, 2000), visto que pode ser interpretado como indicador de oportunidade de crescimento. Haniffa e Hudaib (2006) sugerem que o Q de Tobin mede a avaliação do mercado sobre a qualidade das práticas de governança corporativa, em que um indicador maior indica uma maior eficácia das práticas de uma organização.

Este indicador é também utilizado na literatura de governança corporativa como uma medida chave do valor e desempenho da empresa (BEBCHUK, 2006). Medido com base no desempenho, o Q de Tobin, está à frente de outros indicadores, no sentido de que reflete a posição atual de uma empresa e também o seu potencial de ser bem sucedida no futuro (MAZZOTA, 2017).

Como variável independente, utilizou-se o BI financeiro e BI político. O BI financeiro foi medido utilizando as ligações diretas que um conselheiro tinha com outros conselheiros de instituições financeiras. Essa escolha baseou-se no sentido do acesso ao crédito, em que os credores irão facilitar o empréstimo para empresas com contato mais próximo, havendo um melhor acesso a recursos financeiros (MIWA; RAMSEYER, 2002). Esse melhor acesso a financiamentos se traduziria num melhor desempenho e valorização (BRAUN; BRIONES; ISLAS, 2017). Engelber, Gao e Parsons (2012) demonstram que empresas conectadas com fornecedores de capital, além de aproveitam as condições mais favoráveis de crédito, também tem maiores retornos das ações.

Quanto ao BI político, foi medido utilizando-se as ligações diretas que um conselheiro tinha com outros de empresas do setor de utilidade pública. A escolha por se analisar os cargos como conselheiros em empresas de utilidade pública foi feita conforme os resultados de Ecco (2010), em que o setor de utilidade pública foi o setor com maior número de

empresas conectadas e ainda, possui o maior número de conselheiros com experiência política. Assim, ao estarem em um conselho que contém conselheiros com experiência política, as empresas podem trocar informações relevantes, reduzir incertezas, criar ambientes favoráveis, obter vantagens competitivas, para atingir um melhor desempenho no mercado (ECCO, 2010).

Ademais, utilizou-se como variáveis de controle outras características do conselho de administração, que também podem influenciar na criação de valor, como: experiência em bancos, formação na área de negócios, independência do conselho e tamanho. Além destas, as variáveis tamanho da empresa, retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido e valor de mercado também foram utilizadas como variáveis de controle.

Os dados em seguida foram analisados por meio de técnicas estatísticas, tais como estatística descritiva, e regressão por erros padrões robustos com controle de efeito fixo de setor e ano com o auxílio do *software* STATA®. O modelo de regressão utilizado foi:

$$Valor_{it} = \beta_0 + \beta_1 BPUB_{it} + \beta_2 BBANCO_{it} + \beta_3 EB_{it} + \beta_4 FN_{it} + \beta_5 IC_{it} + \beta_6 TAMCon_{it} + \beta_7 TAMEmp_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \beta_{10} VM_{it} + \varepsilon_i$$

Em que:

$Valor_{it}$ = valor econômico agregado (EVA) da empresa i no período t e Q de Tobin da empresa i no período t .

$BPUB_{it}$ = *board interlocking* direto com empresas de utilidade pública da empresa i no ano t

$BBANCO_{it}$ = *board interlocking* direto com empresas financeiras da empresa i no ano t

EB_{it} = experiência em bancos dos conselheiros da empresa i no período t .

FN_{it} = formação na área de negócios dos conselheiros da empresa i no período t .

TM_{it} = tempo de mandato médio dos conselheiros da empresa i no período t .

IC_{it} = independência do conselho da empresa i no período t .

$TAMCon_{it}$ = tamanho do conselho da empresa i no período t .

$TAMEmp_{it}$ = tamanho da empresa i no período t .

ROA_{it} = retorno do ativo da empresa i no período t ;

ROE_{it} = retorno do patrimônio líquido da empresa i no período t ;

VM_{it} = valor de mercado da empresa i no período t ;

4. Análise e Interpretação dos Resultados

Primeiramente, a Tabela 2 apresenta a estatística descritiva da variável criação de valor, medida tanto pelo EVA, quanto pelo Q de Tobin, e suas variáveis de controle.

Tabela 2 – estatística descritiva da criação de valor

2013					
	Média	DP	Min	Máx	Obs
EVA	0,8140	11,5620	-21,5020	18,7210	100
QTOBIN	1,1100	1,0190	0,1800	4,8680	100
ROE	0,1200	0,2470	-1,2240	1,2490	100
ROA	0,0490	0,0630	-0,0750	0,2820	100
VM	16,1360	1,2210	14,1100	19,3960	100
2014					
	Média	DP	Min	Máx	Obs
EVA	-0,389	11,885	-18,951	18,972	100
QTOBIN	1,004	0,931	0,0268	4,754	100
ROE	0,158	0,35	-1,081	2,404	100
ROA	0,054	0,081	-0,13	0,52	100
VM	16,104	1,223	13,959	19,356	100
2015					

	Média	DP	Min	Máx	Obs
EVA	-2,779	12,166	-20,452	20,455	100
QTOBIN	0,894	1,056	-0,213	8,234	100
ROE	0,148	0,385	-0,911	2,085	100
ROA	0,037	0,105	-0,43	0,538	100
VM	15,865	1,351	12,873	19,45	100
2016					
	Média	DP	Min	Máx	Obs
EVA	-1,819	12,196	-19,279	19,282	100
QTOBIN	5,349	5,244	-0,213	5,245	100
ROE	0,114	0,351	-1,929	2,006	100
ROA	0,055	0,1	-0,146	0,729	100
VM	16,199	1,28	13,897	19,356	100
2017					
	Média	DP	Min	Máx	Obs
EVA	0,165	1,234	-1,902	1,903	100
QTOBIN	1,213	1,067	-0,073	5,96	100
ROE	0,112	0,493	-3,954	2,157	100
ROA	0,054	0,075	-0,059	0,362	100
VM	16,481	1,177	14,087	19,633	100

Fonte: dados da pesquisa (2018).

A primeira variável de criação de valor analisada é o EVA. Vale ressaltar que esta variável representa o logaritmo natural do valor econômico agregado. Percebe-se que a média variou ao longo do tempo, ocorrendo criação bem como destruição de valor. Em 2013 ainda houve uma média de criação de valor, no entanto, nos anos de 2014, 2015 e 2016 houve destruição de valor ao acionista, seguida de uma criação de valor em 2017. Esses resultados podem estar ligados à crise no país neste período. Quanto ao desvio padrão desta variável, percebe-se que em todos os anos foi superior à média, indicando uma alta dispersão entre os dados. Quanto aos valores mínimos, percebe-se que em todos os anos houve destruição de valor, sendo menor em 2017. Em relação ao máximo, houve uma oscilação ao longo do tempo, e percebe-se que neste ano as empresas criaram valor, no entanto, mais fracamente.

A segunda variável de criação valor analisada é o Q de Tobin. Percebe-se que as médias foram diferentes ao longo do tempo, demonstrando que em média a criação de valor oscilou ao longo do tempo, diminuindo em 2014 e 2015 e aumentando nos anos de 2016 e 2017. No entanto, ao analisar o indicador, em média apenas o ano de 2015 apresentou um valor de destruição de valor, por ser menor que 1. Quanto ao desvio padrão para esta variável, se manteve em torno da média, o que indica que não há alta dispersão dos dados. No que se refere aos valores mínimos, percebe-se que em todos anos alguma empresa teve destruição de valor, quanto aos valores máximos, foi em 2015 que a variável apresentou valor máximo para criação de valor.

Quanto às variáveis de controle, primeiramente verifica-se o ROE. Percebe-se que a média foi semelhante ao longo do tempo, indicando que as empresas possuem uma rentabilidade dos seus recursos em aproximadamente 11%. Quanto ao desvio padrão, manteve-se todos os anos acima da média, indicando alta dispersão dos dados. No que se refere ao mínimo e máximo dessa variável, percebe-se que alguma empresa possuía prejuízo, o que fez com que o indicador apresenta-se valor abaixo de zero. Quanto aos valores máximos, os números foram constantes e próximos a 2.

Outra variável de controle é o ROA, que representa o retorno sobre os ativos, ou seja, a capacidade dos ativos da empresa em gerar resultados. Percebe-se que a média foi semelhante ao longo do tempo, indicando que em média as empresas possuem capacidade de gerar resultados pelos seus ativos em 5%. Quanto ao desvio padrão, ficou um pouco acima da média em alguns anos, indicando dispersão dos dados nesses períodos, como em 2016 e 2015. No que se refere aos valores mínimos e máximos, tem-se que em todos os anos da amostra

houve alguma empresa com este indicador negativo, ou seja, com prejuízo no período, fazendo com que o valor fosse menor que zero, quanto ao máximo, percebe-se que as empresas não ultrapassaram a capacidade de 72% em gerar resultados por meio de seus ativos.

A última variável de controle utilizada foi o valor de mercado. Ressalta-se que esta variável representa o logaritmo natural do valor de mercado das organizações no período analisado. Ao observar a média, percebe-se que os valores permaneceram constantes ao longo do tempo, devido aos valores semelhantes em torno de 16. Quanto ao desvio padrão, percebe-se uma variação de 1 para cima ou para baixo, o que indica que não alta dispersão entre os dados. Quanto aos valores mínimos desta variável, percebe-se que não oscilaram, ficando em torno de 14. O mesmo acontece com os valores máximos, girando em torno de 19.

Tabela 3 – estatística descritiva do *board interlocking*

2013					
	Média	DP	Min	Máx	Obs
BPUB	0,290	0,656	0,000	3,000	100
BBANCO	0,250	0,557	0,000	3,000	100
TAMCon	8,330	3,095	5,000	21,000	100
EB	0,322	0,272	0,000	1,000	100
EFN	0,635	0,251	0,000	1,000	100
IC	0,239	0,200	0,000	0,857	100
2014					
	Média	DP	Min	Máx	Obs
BPUB	0,230	0,566	0,000	2,000	100
BBANCO	0,290	0,591	0,000	3,000	100
TAMCon	9,230	3,184	5,000	22,000	100
EB	0,337	0,271	0,000	1,000	100
EFN	0,660	0,229	0,000	1,000	100
IC	0,247	0,205	0,000	0,857	100
2015					
	Média	DP	Min	Máx	Obs
BPUB	0,180	0,500	0,000	2,000	100
BBANCO	0,260	0,505	0,000	2,000	100
TAMCon	10,330	4,252	5,000	30,000	100
EB	0,335	0,273	0,000	1,000	100
EFN	0,669	0,224	0,000	1,000	100
IC	0,248	0,201	0,000	0,875	100
2016					
	Média	DP	Min	Máx	Obs
BPUB	0,190	0,486	0,000	3,000	100
BBANCO	0,230	0,510	0,000	2,000	100
TAMCon	10,410	4,731	3,000	36,000	100
EB	0,349	0,266	0,000	1,000	100
EFN	0,669	0,219	0,000	1,000	100
IC	0,260	0,209	0,000	0,909	100
2017					
	Média	DP	Min	Máx	Obs
BPUB	0,180	0,458	0,000	2,000	100
BBANCO	0,290	0,574	0,000	2,000	100
TAMCon	10,720	4,180	5,000	27,000	100
EB	0,355	0,259	0,000	1,000	100
EFN	0,692	0,193	0,000	1,000	100
IC	0,291	0,213	0,000	0,909	100

Fonte: dados da pesquisa (2018).

Quanto ao BI político, ao verificar a média, percebe-se que as ligações com empresas públicas foram diminuindo ao longo do tempo. No estudo de Dal Magro e Klann (2019) a média girou em torno de 1,76. Quanto ao mínimo e máximo, percebe-se, que há empresas sem nenhuma ligação com empresas públicas, e percebe-se também que o máximo de ligações encontrado foi de 3. Este mínimo também foi encontrado por Dal Magro e Klann (2019), já o máximo, totalizou 14, no entanto, o referido estudo foi realizado em todas as empresas da B3.

Quanto às redes formadas com empresas financeiras, foi verificada uma média que se manteve semelhante ao longo do tempo, no entanto apresentou-se baixa. Ao verificar o mínimo e o máximo dessa variável, percebe-se que há empresas que não possuem ligações com empresas financeiras, e que há empresas com até 3 ligações. Para Dal Magro e Klann (2019) a média do referido indicador foi 3,65 e o máximo de ligações foi 16. Os resultados encontrados por meio de estatística descritiva demonstram que os conselheiros das empresas do IBRX-100 não possuem ligação elevada com empresas públicas e empresas financeiras.

Considerando as demais variáveis que representam as características do conselho de administração, primeiramente atenta-se para o tamanho do conselho. Em média, o tamanho do conselho manteve-se semelhante ao longo do tempo, porém, esses valores foram aumentando ao longo dos anos, o que indica que os conselhos de administração aumentaram sua quantidade de membros nos últimos anos. Por exemplo, Santos, Silveira e Barros (2012) com uma amostra de empresas brasileiras nos anos de 2001, 2003 e 2005 já verificavam que a média de tamanho do conselho era 6,45, demonstrando que realmente o tamanho do conselho aumentou ao longo dos últimos 10 anos. Ao verificar o desvio padrão, identificam-se valores abaixo da média, demonstrando pouca dispersão entre os dados. Ao atentar-se ao mínimo e máximo, percebe-se que a empresa com menos conselheiros no conselho possui 5 membros, e que o máximo de conselheiros em um conselho foi de 36 pessoas.

A próxima variável analisada é a de experiência em bancos. Esta variável representa a proporção de conselheiros com experiência em bancos em relação ao total de membros do conselho. Em média, esta variável manteve-se semelhante ao longo dos anos, porém aumentando nos últimos anos. Quanto ao desvio padrão, nota-se que se manteve um pouco abaixo da média, o que sugere não haver alta dispersão nos dados. Em relação ao mínimo e máximo, percebe-se que há empresas em que conselheiros não possuem experiência em bancos, e que a proporção máxima foi 1, em empresas que todos os conselheiros possuem conselheiros com esse tipo de experiência.

Outra variável característica do conselho de administração é a experiência em finanças e negócios. Aqui foi considerada a proporção de conselheiros que possuem formação em economia, administração ou contabilidade, em relação ao total de membros do conselho. Em média, essa proporção manteve-se constante, aumentando nos últimos anos. Quanto ao desvio padrão, apresentou-se em todos os anos menor que a média, o que indica não haver alta dispersão entre os dados. Ao atentar-se ao mínimo, verifica-se que há empresas que em que não há conselheiros com esse tipo de experiência, e que em relação ao máximo, há empresas em que todos os membros do conselho possuem experiência em finanças e negócios.

Por fim, verifica-se também a independência do conselho de administração, medida pela proporção de conselheiros independentes em relação ao total de membros. Percebe-se que em média, esta independência aumentou ao longo do tempo. No entanto a proporção de conselheiros independentes apresenta-se relativamente menor que no estudo de Santos, Silveira e Barros (2012), visto que encontraram que a média ficava em torno de 80% de independência. Quanto ao desvio padrão, permaneceu próximo à média em todo o período. Ao analisar o mínimo e o máximo desta variável, percebe-se que há empresas na amostra que não possuem independência no conselho, ou seja, todos os conselheiros trabalham efetivamente na organização. Quanto ao máximo, verifica-se que a independência dos

conselhos aumentou ao longo dos anos, no entanto, não há empresas na amostra que possuem 100% de independência.

Após as análises descritivas, verificou-se a influência do *board interlocking* político e financeiro na criação de valor, por meio de regressões por erros padrões robustos com controle de efeito fixo de setor e ano. Vale ressaltar que na amostra encontram-se empresas financeiras e não financeiras. Considerando isso, foram construídos modelos diferentes para as referidas empresas.

Tabela 4 – influência do *board interlocking* político e financeiro na criação de valor em empresas não financeiras

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2	
	EVA	VIF	QTOBIN	VIF
BUP	1.208755	1.37	-19.80372	1.39
BBANCO	1.926329*	1.40	-2.787105	1.34
TAMCon	-.2545059	1.62	-1.59298	1.65
EB	-10.39172***	1.30	49.30134	1.33
FN	2.83311	1.38	103.2896	1.38
IC	5.691005*	1.47	-32.87345	1.41
ROE	-.216943	1.30	10.15837	1.31
ROA	70.39041***	1.64	-17.69238	1.69
VM	3.37e-08***	1.63	3.032357	2.57
TAMEmp	-.3136802*	1.46	-5.669346	2.65
Controle de efeitos fixos de setor				
Consumo não cíclico	-2.057632	1.70	-78.63828	1.59
Consumo cíclico	-1.700165	2.09	-86.02032	2.12
Bens industriais	6.162886***	1.63	-82.87556	1.61
Materiais básicos	3.956477*	1.72	-76.29895	1.73
Petróleo e gás	.940748	1.60	-64.71589	1.39
Saúde	4.477299	1.40	-96.09569	1.43
Tecnologia da info	9.858581***	1.21	-84.6334	1.22
Telecomunicação	-1.704803	1.15	-66.79588	1.14
Controle de efeitos fixos de ano				
2014	-1.017426	1.62	-1.586725	1.62
2015	-1.934867	1.70	-2.038093	1.72
2016	-1.797376	1.69	66.05362	1.73
2017	-.5608799	1.73	-1.683605	1.73
_cons	1.138552		56.84112	
R²	0.2756		0.0299	
Sig modelo	0.000***		1.000	
Durbin Watson	0.88194		2.040663	
Observações	415		415	

Fonte: dados da pesquisa (2018).

A Tabela 4 apresenta o resultado da regressão para empresas não financeiras. Analisando o modelo 1 estimado, que contempla primeiramente a criação de valor como variável dependente, medida pelo EVA, nota-se que o modelo foi significativo a um nível de 1%, tendo um percentual de explicação de 27%. Dessa forma, é possível inferir sobre os resultados alcançados.

As variáveis *board interlocking* financeiro (BBANCO), independência do conselho, ROA e valor de mercado foram positivas e significativas em relação ao EVA, sugerindo que influenciam positivamente na criação de valor. Para Carrera (2013) e Hoitash (2011), a independência do conselho de administração contribui para diminuir conflitos de agência, criando valor para o acionista.

Para as empresas não financeiras é relevante ter conselheiros atuando em empresas financeiras no sentido de captação de recursos financeiros, podendo obter um melhor acesso a

financiamentos externos (BRAUN; BRIONES; ISLÃS, 2017). Nesse sentido, quanto mais ligações com empresas financeiras, há maior influência para criar valor ao acionista. Mizruchi e Stearns (1988) já afirmavam que em empresas com menos possibilidade de falência, que criam valor, a influência do *board interlocking* financeiro é positiva, e que essas ligações com empresas financeiras acontecem para o acesso ao aumento de capital, bem como para aumentar a lucratividade.

Já as variáveis experiência em banco e tamanho da empresa foram negativas e significativas, indicando que influenciam negativamente na criação de valor, ou seja, podem destruir valor para empresas financeiras. No entanto, esse resultado não era esperado, visto que a experiência em bancos, segundo Brau, Briones e Islãs (2017), facilita o acesso a financiamentos externos.

Quanto ao modelo 2, que utiliza o Q de Tobin como medida de criação de valor, o modelo não apresentou significância estatística, não podendo ser inferido sobre os resultados deste modelo.

Visto que os modelos 1 e 2 apresentam os resultados para empresas não financeiras, buscou-se verificar a influência do *board interlocking* político e financeiro na criação de valor de empresas financeiras. Conforme a Tabela 5.

Tabela 5 – Influência do *board interlocking* político e financeiro na criação de valor de empresas financeiras

Variáveis	Modelo 3		Modelo 4	
	EVA	VIF	QTOBIN	VIF
BUP	-8.066495***	1.28	-.7289612*	1.25
BBANCO	7.740948***	1.61	.3579524**	1.42
TAMCon	-.1909404	2.39	.0349213	2.17
EB	-7.211082	4.44	-1.011611***	2.52
FN	5.075556	3.00	1.202086	3.27
IC	-12.14717***	1.62	.5860868	1.62
ROE	-2.459494	5.75	4.057213***	5.91
ROA	22.79188*	5.10	.7786494	5.25
VM	2.56e-08	3.09	.1445742	4.67
TAMEmp	.1299622	2.63	-.1963293***	4.76
Controle de efeitos fixos de ano				
2014	-1.000185	1.65	-.178696	1.66
2015	.1246896	1.74	.0020301	1.75
2016	-2.104887	1.76	.3604502	1.78
2017	.087224	1.85	-.0632856	1.75
_cons	1.767398		.2561713	
R²	0.3302		0.6445	
Sig modelo	0.0001***		0.000***	
Durbin Watson	0.8083543		1.198863	
Observações	85		85	

*Significativo ao nível de 0,10.

**Significativo ao nível de 0,05.

*** Significativo ao nível de 0,01.

Fonte: dados da pesquisa (2018).

A Tabela 5 apresenta o resultado da regressão para empresas financeiras. Ao analisar o modelo 3, verifica-se que o mesmo apresentou significância estatística a um nível de 1% e que possui um percentual de 33% de explicação. Dessa forma, é possível inferir sobre os resultados encontrados. Assim, verifica-se que as variáveis *interlocking* financeiro e ROA apresentaram-se positivas e estatisticamente significativas no que se refere ao EVA, ou seja, influenciam positivamente na criação de valor. Já as variáveis *interlocking* político e independência do conselho foram negativamente e estatisticamente significantes em relação

ao EVA, indicando que influenciam negativamente na criação de valor de empresas financeiras.

Ao analisar o modelo 4, verifica-se que o mesmo apresenta significância estatística a um nível de 1% e que possui um poder de explicação de 64%, assim, é possível discutir sobre os resultados. Assim como no modelo 3, as variáveis *interlocking* financeiro e ROE influenciam positivamente e significativamente na criação de valor. Já as variáveis *interlocking* político, experiência em bancos e tamanho da empresa apresentaram sinal negativo e significativo, indicando que influenciam negativamente na criação de valor.

Desse modo, tem-se resultados inesperados. Primeiramente, percebe-se que para as empresas financeiras as ligações com empresas públicas pode destruir valor. Isso pode estar motivado no sentido de que as empresas públicas são complexas e exigem esforço e atenção dos conselheiros, fazendo com que desviem o foco e estejam muito ocupados com esses setores, tornando-se menos eficazes nas empresas, o que pode destruir valor para o acionista.

Conforme os resultados encontrados, foi possível verificar que para as empresas não financeiras, ter mais ligações com empresas financeiras, ou seja, quanto maior é o *board interlocking* financeiro, há influência positiva na criação de valor, demonstrando que esse tipo de compartilhamento de conselheiros é positivo para a empresa. Para as empresas financeiras, assim como para as empresas não financeiras, o entrelaçamento de conselheiros com empresas financeiras aumenta a criação de valor, sendo benéfico para as organizações. Esses resultados estão em consonância com Kono et al. (1998), que afirmam que empresas com mais *interlocking* financeiros tendem a ter mais contatos e informações do que empresas que não possuem essas interligações, visto que o conselheiro que está em um conselho de empresas financeira, tende a ser conselheiro de várias outras empresas.

5. Conclusão

Esta pesquisa teve como objetivo avaliar a influência do *board interlocking* político e financeiro na criação de valor, de empresas listadas no índice IBRX100. Para alcançar este objetivo, realizou-se um estudo descritivo, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. O período de análise contemplou os anos de 2013 a 2017, sendo a amostra composta pelas empresas do IBRX 100.

Para análise dos dados empregou-se inicialmente a estatística descritiva, utilizando-se da média, desvio padrão, valores mínimos e máximos. Posteriormente realizaram-se regressões robustas com controle de efeito fixo de setor e ano.

Os resultados encontrados por meio de estatística descritiva demonstram que, comparado a outros estudos com todas as empresas listadas na bolsa de valores, os conselheiros das empresas do IBRX-100 não possuem ligação elevada com empresas públicas e empresas financeiras.

Os resultados encontrados sugerem evidências de que o *board interlocking* financeiro tanto para empresas financeiras como não financeiras influencia positivamente na criação de valor. Isso se dá, pois para as empresas é relevante ter conselheiros atuando em empresas financeiras no sentido de captar recursos financeiros, e obter consultas financeiras. Especificamente para as empresas financeiras, esta influência é positiva, pois gera acesso ao aumento de capital, bem como aumenta a lucratividade. Além do mais, empresas com mais *interlocking* financeiro tendem a ter mais contatos e informações, visto que o conselheiro que está em uma empresa financeira, é mais suscetível a ser conselheiro de várias outras empresas, o que gera mais experiência.

Quanto ao *board interlocking* político, tem-se resultados inesperados. Primeiramente, percebe-se que para as empresas financeiras as ligações com empresas públicas pode destruir valor. Isso pode estar motivado no sentido de que as empresas públicas são complexas e exigem esforço e atenção dos conselheiros, fazendo com que desviem o foco e estejam muito

ocupados com esses setores, tornando-se menos eficazes nas empresas, o que pode destruir valor para o acionista. Para as empresas não financeiras não foi possível inferir a respeito dessa relação, visto que não foi significativa estatisticamente.

A pesquisa contribui para demonstrar que o *board interlocking* político e financeiro, ambos pouco estudados em mercados emergentes, como forma de mecanismo de governança corporativa, podem atuar no mercado brasileiro criando valor, no caso do BI financeiro, ou destruindo valor, no caso do BI político, aos acionistas. Com isso, as empresas podem tomar conhecimento de como criar valor para os acionistas por meio dos seus conselheiros e ainda, atrair mais investidores.

Para pesquisas futuras, sugere-se investigar mais especificamente como o *board interlocking* pode impactar em empresas financeiras, visto que essas empresas possuem estrutura e funcionamento diferentes das não financeiras, possuindo outras variáveis, além das estudadas, que se adequariam melhor nos modelos estatísticos.

6. Referências

AKBAS, Ferhat; MESCHKE, Felix; WINTOKI, M. Babajide. Director networks and informed traders. **Journal of Accounting and Economics**, v. 62, n. 1, p. 1-23, 2016.

ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de; ASSAF NETO, Alexandre. A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 33, p. 16-32, 2003.

BASUIL, Dynah A.; DATTA, Deepak K. Value creation in cross-border acquisitions: The role of outside directors' human and social capital. **Journal of Business Research**, v. 80, p. 35-44, 2017.

BEBCHUK, Lucian A.; WEISBACH, Michael S. The state of corporate governance research. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.

BØHREN, Øyvind; STRØM, R. Øystein. Aligned, informed, and decisive: Characteristics of value-creating boards. In: **EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper**. 2007.

BOMFIM, Emanuel Truta do; TEIXEIRA, Wellington dos Santos; MONTE, Paulo Aguiar do. Relação entre o disclosure da sustentabilidade com a governança corporativa: um estudo nas empresas listadas no Ibrx-100. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 10, n. 1, 2015.

BRAUN, Matías; BRIONES, Ignacio; ISLAS, Gonzalo. Interlocking directorates, access to credit, and business performance in Chile during early industrialization. **Journal of Business Research**, p. 1-31, 2018.

CASHMAN, George D.; GILLAN, Stuart L.; JUN, Chulhee. Going overboard? On busy directors and firm value. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p. 3248-3259, 2012.

COLAUTO, Romualdo; NOGUEIRA, Igor; LAMOUNIER, Wagner. Q de Tobin e indicadores financeiros tradicionais em companhias siderúrgicas com ações na Bovespa e NYSE. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 28, n. 3, p. 09-23, 2009.

DAL MAGRO, Cristian Baú; KLANN, Roberto Carlos. Novo olhar ao board interlocking: evidências a partir das redes sociais corporativas. **Revista de Administração Pública**, 2019.

ECCO, Ivan Luiz et al. Conselhos de administração das empresas reguladas no brasil: conexoes politicas e o seu desempenho. 2010.

ELGHARBAWY, Adel; ABDEL-KADER, Magdy. Enterprise governance and value-based management: a theoretical contingency framework. **Journal of management & governance**, v. 17, n. 1, p. 99-129, 2013.

ELYASIANI, Elyas; ZHANG, Ling. Bank holding company performance, risk, and “busy” board of directors. **Journal of Banking & Finance**, v. 60, p. 239-251, 2015.

ENGELBERG, Joseph; GAO, Pengjie; PARSONS, Christopher A. Friends with money. **Journal of Financial Economics**, v. 103, n. 1, p. 169-188, 2012.

FERRIS, Stephen P.; JAGANNATHAN, Murali; PRITCHARD, Adam C. Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. **The Journal of finance**, v. 58, n. 3, p. 1087-1111, 2003.

FICH, Eliezer M.; WHITE, Lawrence J. Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? **Journal of Corporate Finance**, v. 11, n. 1-2, p. 175-195, 2005.

FILATOTCHEV, Igor; BOYD, Brian K. Taking stock of corporate governance research while looking to the future. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, p. 257-265, 2009.

GELLERMAN, Emil; DE BOER, Aukje. **The effect of busy boards on Tobin's Q in Swedish firms**: studying firm size and ownership concentration as potential modifiers. Uppsala University. p. 1-42, 2016.

HAN, Jie et al. Does director interlock impact corporate R&D investment?. **Decision Support Systems**, v. 71, p. 28-36, 2015.

HANIFFA, Roszaini; HUDAIB, Mohammad. Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 33, n. 7-8, p. 1034-1062, 2006.

HOITASH, Udi. Should independent board members with social ties to management disqualify themselves from serving on the board?. **Journal of Business Ethics**, v. 99, n. 3, p. 399-423, 2011.

KONO, Clifford et al. Lost in space: The geography of corporate interlocking directorates. **American journal of sociology**, v. 103, n. 4, p. 863-911, 1998.

LANDER, Gerald H.; REINSTEIN, Alan. Corporate governance and economic value alignment. **International Advances in Economic Research**, v. 11, n. 4, p. 433-447, 2005.

MARANHO, Flávia Schwartz; LEAL, Ricardo. Corporate governance and firm performance in Latin America: a meta-analysis. **Academia Revista Latinoamericana de Administración**, v. 31, n. 1, p. 195-211, 2018.

MELLA, Piero. The quality policy in value based management. **The Journal of American Academy of Business**, v. 17, n. 1, p. 168-180, 2011.

MENDES-DA-SILVA, Wesley. **Board interlocking, desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras listadas em bolsa: análise sob a ótica da teoria dos grafos e de redes sociais.** 256 f. 2010. Tese (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.

MIWA, Yoshiro; RAMSEYER, J. Mark. The value of prominent directors: corporate governance and bank access in transitional Japan. **The Journal of Legal Studies**, v. 31, n. 2, p. 273-301, 2002.

MIZRUCHI, Mark S. Análise de redes sociais: avanços recentes e controvérsias atuais. **Revista de Administração de Empresas**, v. 46, n. 3, p. 72-86, 2006.

MIZRUCHI, Mark S. What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. **Annual Review of Sociology**, v. 22, n. 1, p. 271-298, 1996.

MIZRUCHI, Mark S.; STEARNS, Linda Brewster. A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. **Administrative Science Quarterly**, p. 194-210, 1988.

MOL, Michael J. Creating wealth through working with others: Interorganizational relationships. **The Academy of Management Executive**, v. 15, n. 1, p. 150-152, 2001.

MOLODCHIK, Mariya; SHAKINA, Elena; BYKOVA, Anna. Intellectual capital transformation evaluating model. **Journal of Intellectual Capital**, v. 13, n. 4, p. 444-461, 2012.

MURAVYEV, Alexander. Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: Structure, dynamics and performance effects. **Economic Systems**, v. 41, n. 1, p. 5-25, 2017.

PUCHETA-MARTÍNEZ, María Consuelo. El papel del Consejo de Administración en la creación de valor en la empresa. **Revista de Contabilidad**, v. 18, n. 2, p. 148-161, 2015.

RAPP, Marc Steffen et al. Considering the shareholder perspective: value-based management systems and stock market performance. **Review of Managerial Science**, v. 5, n. 2-3, p. 171-194, 2011.

SANTOS, Rafael Liza; DA SILVEIRA, Alexandre di Miceli; BARROS, Lucas Ayres. Board interlocking in Brazil: directors' participation in multiple companies and its effect on firm value and profitability. **Latin American Business Review**, v. 13, n. 1, p. 1-28, 2012.

SANTOS, Rafael Liza; DI MICELI DA SILVEIRA, Alexandre. Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2, 2007.

SCHOORMAN, F. David; BAZERMAN, Max H.; ATKIN, Robert S. Interlocking directorates: A strategy for reducing environmental uncertainty. **Academy of Management Review**, v. 6, n. 2, p. 243-251, 1981.

SHARMA, A. K.; KUMAR, Satish. EVA Versus Conventional Performance Measures- Empirical Evidence from India. **ASBBS Proceedings**, v. 19, n. 1, p. 804, 2012.

SHU, Pei-Gi et al. Board external connectedness and earnings management. **Asia Pacific Management Review**, v. 20, n. 4, p. 265-274, 2015.

SINHA, Rajeeva. Corporate governance and shareholder value analysis. **Global Business Review**, v. 7, n. 1, p. 1-16, 2006.

VESCO, Delci Grapégia; BEUREN, Ilse Maria. Do the board of directors composition and the board interlocking influence on performance?. **BAR - Brazilian Administration Review**, v. 13, n. 2, 2016.