

INTERLOCKING FINANCEIRO NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL

VANESSA INGRID DA COSTA CARDOSO
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

ALESSANDRA CARVALHO DE VASCONCELOS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

DANIVAL SOUSA CAVALCANTE
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

INTERLOCKING FINANCEIRO NAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa tem como finalidades precípuas dirigir, monitorar e incentivar a gestão empresarial, além de representar um conjunto de controles que visam harmonizar os objetivos dos acionistas com os dos gestores (Baysinger & Hoskisson, 1990).

O conselho de administração é considerado um dos mecanismos de governança corporativa que mais contribui para o monitoramento dos gestores, desempenhando papel essencial em ações como contratar, demitir e estabelecer compensações para os gestores (Cunha & Piccoli, 2017). Além disso, tem função relevante no acesso aos recursos críticos da empresa, com fundamento na Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer, 1972), principal base teórica deste estudo.

Quanto às diretorias, Hallock (1997) afirma que quando interligadas, tendem a dirigir empresas de maior porte, e que isso ocorre devido, principalmente, às relações comerciais. Mizruchi (1996) salienta que em grandes companhias há uma variedade de diretores internos e externos, sendo que a maioria dos diretores externos integra a alta gestão de outras grandes empresas, especialmente instituições financeiras.

No contexto organizacional, o compartilhamento de integrantes da gestão é comum, especialmente da diretoria executiva e do conselho de administração, caracterizando o *board interlocking*. Assim, pode-se verificar que a Teoria da Dependência de Recursos é primordial para explicar a ocorrência deste fenômeno, já que a interligação de empresas permite a captação de recursos necessários para o desenvolvimento de todas elas, oriundos de fontes externas (Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978; Ribeiro, Colauto, & Clemente, 2016).

Destaca-se ainda que a situação econômico-financeira da empresa pode ser preponderante na opção pela prática do *board interlocking*. Essa concepção advém do que preconiza a Teoria da Dependência de Recursos, segundo a qual a busca por recursos que proporcionem benefícios à empresa advém de fatores externos, no caso, de outras empresas no mercado. Desse modo, admite-se que a empresa com mais necessidade de melhoria econômico-financeira busca alternativas que ajudem a minimizar seu endividamento e a incrementar seu desempenho, como o *board interlocking*, por exemplo.

Dooley (1969) ressalta que as empresas mais endividadas incluiriam no conselho de administração representantes de credores ou de instituições financeiras, constituindo o chamado *interlocking* financeiro, a fim de serem monitoradas por seus credores ou para que estes influenciassem de alguma forma a boa condução dos negócios, o que reduziria o risco. Assim, as empresas que dependem de bancos como fontes de recursos devem incluir representantes de bancos em seus conselhos de administração, e, portanto, são mais propensas a praticar o *interlocking* financeiro (Burt, 1983; Mizruchi & Stearns, 1988; Pfeffer, 1972).

Sob outra perspectiva, a das empresas financeiras, Dooley (1969) salienta que os bancos consideram vantajoso se associar a grandes empresas, ao eleger os diretores dessas empresas para o seu conselho de administração, pois isso pode atrair grandes depósitos e garantir clientes confiáveis para empréstimos bancários. Outrossim, o *board interlocking* entre empresas não financeiras e financeiras pode atender tanto à cooptação quanto ao monitoramento (Mizruchi, 1996; Okhmatovski, 2005).

Nesse contexto, conforme a Teoria do Controle Bancário, as empresas detentoras de maior volume de capital procuram obter maior domínio sobre outras empresas, ou seja, instituições financeiras, detentoras e fornecedoras de recursos financeiros para outras empresas, procuram estabelecer relações com estas, influenciando nas políticas e nas suas atividades, tornando-as dependentes (Mintz & Schwartz, 1985; Ong, Wan, & Ong, 2003).

Diante do exposto, levanta-se a seguinte questão: Qual a relação entre fatores organizacionais e a situação econômico-financeira das empresas brasileiras de capital aberto com a prática do *interlocking* financeiro? Para responder a essa indagação, o estudo tem como objetivo investigar a relação entre a situação econômico-financeira das empresas brasileiras de capital aberto e a prática do *interlocking* financeiro. Além disso, especificamente, compara-se a situação econômico-financeira, bem como os fatores organizacionais de empresas com e sem relações com instituições financeiras; explora-se o *board interlocking* em empresas não financeiras com e sem relações com instituições financeiras; e analisa-se o *board interlocking* entre instituições financeiras.

O *board interlocking* tem sido estudado na literatura, porém os fatores organizacionais e interorganizacionais relacionados ao fenômeno ainda são imprecisos, pois, até o alcance da pesquisa bibliográfica feita para esta investigação, não foram identificados estudos que tratam especificamente do *interlocking* financeiro como variável dependente, especialmente no mercado brasileiro. Nesse sentido, percebe-se uma carência de informações conclusivas acerca da associação de fatores organizacionais com o *board interlocking*.

Destarte, este estudo se justifica pela incipiente oferta de investigações sobre *board interlocking*, especialmente no âmbito nacional. Além disso, há contribuição prática, pois o fenômeno tem sido discutido no contexto empresarial, necessitando de investigação das particularidades intrínsecas à sua ocorrência, assim como dos benefícios e danos provenientes de sua prática. Destaca-se ainda a singularidade no tratamento do *interlocking* financeiro, cuja discussão é escassa cientificamente, não tendo sido encontradas evidências empíricas no país.

2 SUPORTE TEÓRICO

2.1 Teoria da Dependência de Recursos e o *Board Interlocking*

O conselho de administração é um importante agente de monitoramento, particularmente em eventos corporativos em que os interesses dos gestores tangenciam as preferências dos acionistas (Campbell, Ghosh, Petrova, & Sirmans, 2011). Segundo Cunha e Piccoli (2017), um conselho de administração com prestígio e possibilidade de bons contratos de negócios pode induzir a busca por membros externos, fazendo com que um membro participe de mais de um conselho, influenciando o seu tamanho e a sua independência.

Hung (1998) dispõe acerca das teorias relativas ao conselho de administração, evidenciando que esse colegiado está envolvido no processo decisório, que, por sua vez, pode sofrer influência extrínseca, materializada por meio do *board interlocking*, em que os membros do órgão desempenham o papel de ligação com esse ambiente, explicado pela Teoria da Dependência de Recursos, a qual sugere que é no ambiente externo que a empresa alcança recursos valiosos para conquistar seu desenvolvimento.

Segundo Hung (1998), o impacto do ambiente externo sobre as funções do conselho de administração é descrito pelos estudiosos sob dois aspectos principais: o *networking* (redes) ou o *board interlocking*, segundo o qual os gestores que atuam no conselho de administração em duas ou mais corporações podem atuar como vínculos entre essas organizações; e o surgimento da ideologia do pluralismo e a necessidade da organização de reconsiderar o relacionamento com suas partes interessadas.

Assim, sob a influência dos fatores contingenciais externos, o conselho de administração desempenha um importante papel no acesso aos recursos críticos oriundos de fontes externas, com sustentação na Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer, 1972), principal fundamento teórico deste estudo.

A Teoria da Dependência de Recursos preconiza que as empresas dependem umas das outras para conquistar recursos valiosos, e, portanto, estabelecer vínculos na tentativa de regular sua interdependência (Hung, 1998). A argumentação central da referida teoria se baseia na ideia de que, por mais independente que aparente ser, e por mais competentes que

sejam seus gestores, a empresa não pode ignorar a contribuição para a captação de recursos e cooperação. Portanto, assume-se que a empresa depende tanto da alta administração, como também de recursos externos (Mendes-da-Silva, 2010).

Sob a Teoria da Dependência de Recursos, tem-se, portanto, que o conselho de administração age como redutor das incertezas no ambiente corporativo, estabelecendo ligação com outras empresas por meio dos respectivos conselhos de administração, buscando, dessa forma, a captação de recursos necessários para o seu desenvolvimento, os quais somente podem ser obtidos de fontes externas (Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978; Ribeiro et al., 2016). Essa teoria defende que a empresa dependeria dos recursos incluídos em uma estrutura complexa de relações corporativas, motivando a prática de *board interlocking*, o qual pode tanto agregar, como também persuadir os líderes de outras empresas (Bazerman & Schoorman, 1983; Mendes-da-Silva, 2010; Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978).

Nesse sentido, emerge o conceito de *board interlocking*, o qual pode ser conceituado como a relação social criada entre duas corporações, quando um membro do conselho de administração de uma delas também integra o conselho de administração da outra (Hung, 1998). Assim, ocorre quando um membro do conselho de administração ou diretor de uma empresa ocupa também uma cadeira no conselho de administração de outra empresa (Aranha, Rossoni, & Mendes-da-Silva, 2016).

Esse fenômeno se dá, portanto, quando um membro do conselho de administração de uma companhia exerce o mesmo cargo no conselho de administração de outra empresa. Essa definição engloba não apenas a possibilidade de os membros do conselho de administração, mas também de seus diretores serem elos entre empresas (Mizruchi, 1996). Alguns estudos destacam o *board interlocking* recíproco, que ocorre quando um CEO (*Chief Executive Officer*) de uma empresa é membro do conselho de administração em outra empresa (Fich & White, 2001; Hallock, 1997; Santos & Silveira, 2007).

De acordo com Larcker, So e Wang (2010), o *board interlocking* funciona como um canal para apoio interpessoal e interorganizacional, influência e fluxo de informações. Os autores acrescentam que redes desse tipo são os canais pelos quais a informação é transmitida, e essa troca de informações produz um ambiente que fornece oportunidades ou restrições sobre ações individuais (Larcker et al., 2010).

Ressalta-se que o *board interlocking* pode disseminar práticas gerenciais e de governança a partir do compartilhamento de conhecimentos e experiências, com reflexo no resultado das empresas (Shi, Dharwadkar & Harris, 2013).

Em estudo seminal, Dooley (1969) ressalta que a união de conselhos por meio de membros comuns foi amplamente debatida ao longo do tempo. Destaca-se a relevância do fenômeno nas empresas na medida em que se trata do compartilhamento de conhecimentos e informações, desempenhando papel fundamental na determinação de estratégias, superando incertezas dos investidores (Connelly, Johnson, Tihanyi, & Ellstrand, 2011).

Do exposto, percebe-se que o *board interlocking* constitui um fenômeno que tem a capacidade de intervir na gestão da empresa, sobretudo de influenciar e ser determinado por fatores organizacionais. Estudos anteriores apontam para correlações entre alguns fatores organizacionais, como o tamanho da empresa, a sua dispersão acionária, o número de membros no seu conselho de administração, além do desempenho, nível de endividamento, gerenciamento de resultados e a prática de *board interlocking* (Burt, 1983; Cunha & Piccoli, 2017; Davis, 1991; Fich & Shivdasani, 2006; Haunschild, 1993; Haunschild & Beckman, 1998; Mizruchi & Stearns, 1988; Pye, Kaczmarek, & Kimino, 2014; Santos & Silveira, 2007).

Alguns estudos assinalam que o *board interlocking* cria um importante canal de informação organizacional, que pode influenciar a adoção de práticas corporativas, já que as empresas são mais propensas à adoção de determinadas práticas quando compartilham membros do seu conselho de administração com o de empresas onde a prática já é recorrente

(Davis, 1991; Haunschild, 1993; Haunschild & Beckman, 1998; Mizruchi, 1996). Confirmando tal proposição, Hsu e Petchsakulwong (2010) afirmam que os membros externos são mais propensos a discutir os interesses da empresa, pelo fato de não possuírem relação econômica com a administração.

Percebe-se, então, que o *board interlocking* advém de interesses distintos nas empresas, e pode proporcionar à empresa um ambiente diferenciado. Além disso, é intrigante que um procedimento como esse possa impactar diretamente a alta gestão da empresa, e, conseqüentemente, ser associado a diversos fatores organizacionais.

A literatura acadêmica documenta vários exemplos de disseminação de práticas comerciais e resultados estratégicos através dessa forma de conexão interorganizacional. No entanto, as descobertas sobre a longa discussão entre *board interlocking* e o desempenho da empresa continuam mescladas (Pye et al., 2014).

Assim, observa-se que estudos constataram associação positiva entre o *board interlocking* e o desempenho (Aranha et al., 2016; Burt, 1983; Santos & Silveira, 2007). Em contraponto, outros estudos encontraram correlação negativa entre os dois fatores (Fich & Shivdasani, 2006; Mizruchi & Stearns, 1988). Além disso, em um estudo a associação entre os dois fatores nem sequer foi detectada (Da Silva Rosa, Etheridge, & Izan, 2008).

Portanto, é possível observar que o *board interlocking* induz diversas análises quanto à perspectiva de reflexos da gestão na empresa. A partir do momento em que se envolve em várias empresas, o gestor pode despertar para processos de gestão e práticas distintas. Assim, o *board interlocking* é também uma espécie de influência que um membro de conselho de administração pode exercer perante outras empresas em cuja gestão esteja também presente.

2.2 Hipóteses da Pesquisa

Considerando-se que o presente estudo procura compreender a prática de *board interlocking* e sua associação com a situação econômico-financeira das empresas envolvidas, e levando-se em conta que o fenômeno pode ocorrer entre empresas não financeiras e financeiras, somente entre empresas não financeiras e somente entre empresas financeiras, torna-se relevante compreender acerca de empresas financeiras e o *board interlocking*.

A maioria dos diretores e membros externos de conselhos de administração de grandes empresas são oriundos de outras grandes empresas, especialmente financeiras, incluindo banqueiros, executivos de companhia de seguros, banqueiros de investimento, advogados, contadores e diretores (Mizruchi, 1996).

Segundo Mizruchi, Potts e Allison (1993), em uma amostra de 456 empresas da Fortune 500, mais de 70% das empresas tinham pelo menos um gestor que participava do conselho de administração de instituição financeira. Mizruchi (1996) acrescenta que em estudos de dependência financeira formulam-se hipóteses no sentido de que as empresas com alto nível de endividamento teriam maior número de banqueiros em seus conselhos de administração. Richardson (1987) confirmou que integrantes de instituições financeiras costumam participar de conselhos de administração de empresas não financeiras quando estas enfrentam dificuldade financeira e quando os lucros diminuem. Corroborando tal proposição, Fligstein e Markowitz (1993) sugerem, a partir dessa constatação, que os banqueiros costumam ser nomeados para conselhos de administração para incentivar a venda de empresas em dificuldade financeira.

Segundo Mizruchi (1996), uma característica premente do *board interlocking* é a predominância de representantes de empresas não financeiras nos conselhos de administração de bancos. Isso se deve ao fato de que os grandes *players* no mundo corporativo procuram participar de decisões sobre alocação de capital (Mintz & Schwartz, 1985). Percebe-se que ao ter em seus conselhos de administração participantes de conselhos de empresas não

financeiras, os bancos ganham informações valiosas sobre as condições das empresas e oportunidades de investimento (Mizruchi, 1996).

Okhmatovskiy (2005) estudou a Teoria do Controle Bancário, declarando que as relações entre bancos e empresas industriais são caracterizadas principalmente pela dependência destas àqueles. Os bancos são relativamente autônomos em relação às empresas industriais com as quais estão afiliados. Os bancos têm interesses distintos dos interesses das empresas industriais sob seu controle, e os grupos de bancos e empresas industriais não são percebidos como agentes de decisão que buscam interesses de grupo (Okhmatovskiy, 2005).

Kotz (1978) ressalta que, conforme a Teoria do Controle Bancário, os bancos ocupam cargos de dominância nas redes corporativas, pois possuem poder discricionário na concessão de empréstimos a empresas industriais e porque eles geralmente possuem direitos de voto no capital dessas empresas. Assim, os bancos geralmente monitoram as empresas, colocando seus representantes nos conselhos de administração destas, e os diretores/conselheiros representam os interesses dos bancos quando as estratégias das empresas são determinadas durante as reuniões do conselho de administração (Okhmatovskiy, 2005).

Apesar do óbice em estabelecer um consenso empírico relativo às relações da ocorrência do *board interlocking* nas empresas, admite-se como primeira hipótese do estudo, considerando-se a Teoria da Dependência de Recursos e a Teoria do Controle Bancário:

H₁: As empresas mais endividadas são mais propensas a adotar o *interlocking* financeiro.

Suportado ainda pela Teoria da Dependência de Recursos, tem-se o argumento de que o *board interlocking* constitui uma prática na busca de melhorar o desempenho empresarial, partindo-se de uma situação desfavorável. Vale salientar que as pesquisas não são direcionadas para uma só conclusão, havendo divergência quanto à correlação entre desempenho e a prática de *board interlocking*.

Assim, verifica-se que alguns estudos constataram uma associação positiva entre o *board interlocking* e o desempenho (Aranha et al., 2016; Burt, 1983; Santos & Silveira, 2007), enquanto outros identificaram uma relação negativa entre os dois fatores (Fich & Shivdasani, 2006; Mizruchi & Stearns, 1988), e até mesmo há estudos que não identificaram nenhuma associação entre eles (Da Silva Rosa et al., 2008). Este estudo assume que a adoção do *interlocking* financeiro pode constituir uma busca por melhor desempenho, admitindo-se que a empresa com menor desempenho busca a referida prática, conforme constatado pela maioria dos estudos empíricos anteriores. Destarte, propõe-se a segunda hipótese:

H₂: As empresas com menor desempenho são mais propensas a adotar o *interlocking* financeiro.

Observou-se que a prática de *board interlocking* é percebida em empresas de grande porte, conforme constatado por Dooley (1969) e Hallock (1997). Além disso, Fich e White (2001) e Santos e Silveira (2007) destacam que o número de membros no conselho de administração e a sua independência são fatores associados ao surgimento do *board interlocking*. Dessa forma, apresenta-se a terceira hipótese da pesquisa:

H₃: Fatores organizacionais relativos a tamanho, número de membros no conselho de administração e grau de independência do citado órgão aumentam a probabilidade de prática de *interlocking* financeiro.

Logo, H₃ assume que empresas maiores, mais membros no conselho de administração e maior grau de independência são fatores mais propícios à prática de *interlocking* financeiro.

Diante do exposto, verifica-se que o presente estudo constitui um avanço científico acerca do tema, especialmente no âmbito nacional e sob a perspectiva do *interlocking* financeiro, bem como possibilita a exploração de uma associação entre fatores internos, levando-se em conta que a empresa opta pela prática do *interlocking* financeiro por motivações diversas, sob o principal fundamento da Teoria da Dependência de Recursos,

segundo a qual o *board interlocking* é capaz de propiciar recursos valiosos para a empresa, e, conseqüentemente, contribuir para seu desenvolvimento. Assim, conjectura-se que a empresa busca o *interlocking* financeiro com o desígnio de auferir melhor desempenho, minimizar o endividamento, mas também por ter maior porte, maior número de conselheiros/diretores e conselho de administração mais independente (Fich & White, 2001; Santos & Silveira, 2007).

3 METODOLOGIA

Na busca de uma solução para o problema levantado, realizou-se uma pesquisa de natureza quantitativa, com caráter descritivo e explicativo. A população abrangeu as empresas listadas na B3 em 30 de agosto de 2017, exceto os fundos financeiros e as companhias estrangeiras, totalizando 363 companhias. Os dados secundários foram extraídos do Formulário de Referência e da base de dados Economática®, referentes a 2016. Dessa população, foram excluídas 93 empresas cujos dados não foram disponibilizados nas duas citadas bases, bem como algumas que somente abriram o capital em 2017, resultando em uma amostra de 270 companhias, sendo 217 não financeiras e 53 financeiras. Vale ressaltar ainda que a análise abrangeu 3.186 membros de conselhos de administração e/ou diretores, sendo 2.708 de empresas não financeiras e 478 de empresas financeiras.

Como procedimentos de análise dos dados, realizou-se uma estatística descritiva, o teste de diferenças entre médias, a análise de correlação e a análise de regressão logística. Destaca-se o uso da regressão logística, que, de acordo com Corrar, Paulo e Dias (2007), é uma técnica estatística capaz de estimar a probabilidade de ocorrência de um evento frente às variáveis explanatórias e auxiliar na classificação de objetos ou casos. Neste caso, analisa-se se as variáveis independentes são capazes de determinar a probabilidade de as empresas efetuarem *board interlocking* com empresas financeiras.

Na regressão logística, a variável dependente tem natureza binária ou dicotômica, ou seja, é demonstrada por meio de dados codificados, representados por “1” e “0” (sucesso e fracasso, adimplente e inadimplente, verdadeiro e falso, sim e não). No caso da presente pesquisa, o código “1” refere-se à adoção da prática de *board interlocking*, enquanto o “0” diz respeito à sua não-adoção.

A operacionalização das variáveis consideradas no presente estudo se deu conforme demonstrado na Figura 1.

Variável	Operacionalização	Fundamentação teórica	Fonte de dados
Conselho de Administração	Número de membros no Conselho de Administração	Santos e Silveira (2007)	Formulário de Referência
Grau de Independência	Quantidade de conselheiros independentes	Santos e Silveira (2007)	Formulário de Referência
	Quantidade total de conselheiros		
Tamanho	Log do Ativo	Santos e Silveira (2007)	Economática®
Endividamento	$\frac{\text{Exigível}}{\text{Ativo}}$	Barney e Hesterly (2007)	Economática®
Q de Tobin	$Q = \frac{\text{Valor de mercado} + \text{Exigível} + \text{Estoque} - \text{Ativo}}{\text{Valor do Ativo}}$	Carvalho, Kayo e Martin (2010), Santos e Silveira (2007)	Economática®
ROA (<i>Return On Assets</i>)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo}}$	Carvalho, Kayo e Martin (2010)	Economática®

Fonte: Elaborado pelos autores.

Figura 1 – Variáveis do estudo

Adicionalmente, foi aplicado o teste de diferenças entre médias para duas amostras independentes, com o intuito de se comparar a situação econômico-financeira das empresas que praticam *board interlocking* com empresas financeiras, com a daquelas que o praticam com empresas não financeiras. Para os fins desta pesquisa, são consideradas empresas que

praticam *board interlocking* aquelas que tiverem membros de seu conselho ou de sua diretoria que integram concomitantemente o conselho de administração ou diretoria executiva de instituição financeira. Ressalte-se que serão realizados dois testes de diferenças entre médias, sendo um considerando como *proxy* o nível de endividamento, e o outro considerando como *proxy* a variável Q de Tobin.

Como análise prévia, realizou-se teste de normalidade dos dados para verificar se a variável está normalmente distribuída. Para tanto, foi aplicado o teste Kolmogorov-Smirnov, observando-se que os dados não são normais, culminando na adequada utilização de teste não-paramétrico, ou seja, de Mann-Whitney. Vale ressaltar que o presente estudo utiliza o nível de significância de 5%, indicando 95% de segurança na fidedignidade dos resultados.

Destaca-se, portanto, a robustez das estatísticas a serem aplicadas no presente estudo, bem como a abrangência das investigações e análises realizadas.

4 RESULTADOS

Tendo em vista que o estudo trata das empresas que adotaram *board interlocking* com empresas financeiras, é primordial quantificar as empresas não financeiras relacionadas às empresas financeiras, considerando a amostra da pesquisa. Ressalta-se que fizeram parte da amostra 217 empresas não financeiras, já que o estudo trata do *interlocking* financeiro.

Das 217 empresas não financeiras analisadas, 44 (20,3%) praticam *board interlocking* com empresas financeiras. Vale salientar que essas relações ou conexões entre empresas não financeiras e empresas financeiras ocorrem em diversos graus, e levam em conta alguns aspectos específicos, como número de conexões, conselheiros/diretores e empresas conectadas.

Observou-se que pode ocorrer *board interlocking* exclusivamente entre empresas financeiras e também entre empresas financeiras e empresas não financeiras. Vinte e cinco empresas financeiras conectam-se a empresas também financeiras, totalizando 51 conexões, por meio de 39 conselheiros/diretores, ou seja, alguns conselheiros/diretores estão presentes em várias empresas, possibilitando que estas se conectem, e, além disso, disseminando práticas de gestão entre elas. Ademais, verifica-se a ocorrência de *board interlocking* entre 44 empresas não financeiras e empresas financeiras, perfazendo 83 conexões, por meio de 62 conselheiros/diretores.

De forma mais detalhada, verificou-se que há conselheiros que figuram em várias empresas ao mesmo tempo, sendo que a maioria dos conselheiros/diretores envolvidos na prática de *board interlocking* entre empresas financeiras participa concomitantemente de duas empresas financeiras.

Destaca-se ainda as conexões entre empresas financeiras e empresas não financeiras, já que tal relação constitui o foco deste estudo. Percebeu-se que 62 conselheiros/diretores atuam na prática de *board interlocking* entre empresas financeiras e empresas não financeiras em graus diversos, ou seja, há conselheiros/diretores que operam em duas empresas e também há aqueles que participam de cinco empresas concomitantemente.

Vale ressaltar que a amostra desta pesquisa é naturalmente segmentada em empresas financeiras e empresas não financeiras. Portanto, faz-se necessário caracterizar as empresas não financeiras constituintes da amostra.

A fim de possibilitar a evolução da análise, importa realizar a análise da estatística descritiva das variáveis evidenciadas. Para tanto, as variáveis foram distribuídas em dois grupos. Na Tabela 1 são dispostas as variáveis relativas à caracterização das empresas; e na Tabela 2 são dispostas as variáveis da situação econômico-financeira.

Tabela 1 – Dados descritivos das variáveis quanto à caracterização das empresas

Estadística descritiva	Nº de membros do conselho de administração	Grau de independência	Tamanho
------------------------	--	-----------------------	---------

	0(*)	1(**)	0(*)	1(**)	0(*)	1(**)
Número de observações	173	44	173	44	173	44
Média	6,60	7,73	0,24	0,37	6,14	6,83
Mediana	6,00	7,00	0,20	0,33	6,27	6,80
Desvio-padrão	2,51	1,86	0,26	0,27	1,01	0,67
Mínimo	3,00	4,00	0,00	0,00	3,27	5,64
Máximo	14,00	13,00	1,00	1,00	8,51	8,91
Coefficiente de variação	38,09	24,07	105,16	73,27	16,36	9,85

(*) Empresas não financeiras sem *board interlocking* com empresas financeiras

(**) Empresas não financeiras com *board interlocking* com empresas financeiras

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 1, verifica-se que o número de membros do conselho de administração varia entre três e quatorze, com uma média de seis nas empresas que não praticaram *interlocking* financeiro, e de sete nas empresas que praticaram conexões. Quanto ao grau de independência, destaca-se a discrepância dos dados nas empresas analisadas, já que o coeficiente de variação apresentou valores elevados para essa variável. Em contrapartida, o tamanho das empresas não financeiras analisadas foi homogêneo, apresentando coeficiente de variação mais baixo.

Tabela 2 – Dados descritivos das variáveis quanto à situação econômico-financeira das empresas

Estatística descritiva	Endividamento		Q de Tobin		ROA	
	0(*)	1(**)	0(*)	1(**)	0(*)	1(**)
Nº de observações	173	44	173	44	173	44
Média	13,77	0,69	51,03	1,56	1,41	-0,03
Mediana	0,67	0,67	1,24	1,21	0,02	0,01
Desvio-padrão	62,46	0,36	233,58	0,91	29,26	0,22
Mínimo	0,06	0,1	0,48	0,71	-230,06	-1,14
Máximo	498,27	2,38	1753,89	5,42	280,4	0,19
Coefficiente de variação	453,75	53,13	457,72	58,45	2071,29	738,21

(*) Empresas não financeiras sem *board interlocking* com empresas financeiras

(**) Empresas não financeiras com *board interlocking* com empresas financeiras

Fonte: Elaborada pelos autores.

No tocante às variáveis relativas à situação econômico-financeira das empresas, pode-se destacar a alta heterogeneidade da amostra, sobretudo em relação ao ROA. Vale destacar ainda que as médias mais elevadas de cada variável se fazem presentes nas empresas não financeiras que não praticaram *board interlocking* com empresas financeiras.

Considerando-se que o presente estudo trata do *board interlocking* efetuado com empresas financeiras, é válido comparar o desempenho e o endividamento das empresas que adotam o *board interlocking* com empresas financeiras com o daquelas que não o adotam. Dessa forma, a Tabela 3 apresenta o resultado do teste não-paramétrico procedido, no caso o teste de Mann-Whitney.

Tabela 3 – Resultado do teste de Mann-Whitney

	Sig.	Conclusão do teste	Mean Rank	
			0(*)	1(*)
Nº de membros no conselho de administração	0,001(**)	Rejeita H ₀	101,90	136,91
Grau de independência	0,003(**)	Rejeita H ₀	102,64	133,99
Tamanho	0,000(**)	Rejeita H ₀	100,32	143,15
Endividamento	0,414	Não Rejeita H ₀	110,75	102,10
Q de Tobin	0,546	Não Rejeita H ₀	110,30	103,90
ROA	0,770	Não Rejeita H ₀	109,63	106,53

(*) 0 = Empresas não financeiras sem *board interlocking* com empresas financeiras; 1 = Empresas não financeiras com *board interlocking* com empresas financeiras; (**) Significante a nível de 1%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Ao se analisar os resultados do teste de Mann-Whitney, verifica-se que três variáveis registraram diferenças quando comparados os grupos de empresas que praticam o *interlocking* financeiro com o das empresas que não o adotam. Em relação às variáveis número de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho, observa-se que a diferença das médias é estatisticamente significativa para essas variáveis. Sendo que, pelo *Mean Rank*, pode-se perceber ainda que a média dessas variáveis é mais elevada em empresas que praticam o *board interlocking*, ou seja, as empresas não financeiras que praticam *board interlocking* com empresas financeiras possuem número de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho mais elevados do que aquelas que praticam o *board interlocking* com empresas não financeiras.

Como análise adicional, realizou-se um teste de correlação. No caso deste estudo, cujas variáveis se mostraram não normais, foi realizado o teste não-paramétrico de Spearman. Tabela 4 – Resultado da análise de correlação de Spearman: *interlocking* financeiro e demais variáveis analisadas

	<i>Interlocking</i> financeiro	
	Coefficiente	Sig.
Nº de membros no conselho de administração	0,227 ^(**)	0,001
Grau de independência	0,205 ^(**)	0,002
Tamanho	0,275 ^(**)	0,000
Endividamento	-0,056	0,416
Q de Tobin	-0,041	0,547
ROA	-0,020	0,771

(*) Correlação significativa ao nível de 5%

(**) Correlação significativa ao nível de 1%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base na análise do coeficiente de correlação, observa-se que a prática de *interlocking* financeiro por parte das empresas não financeiras está correlacionada com as variáveis nº de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho, o que ratifica o resultado do teste de diferenças entre médias. Salienta-se ainda que a correlação entre essas variáveis e o *board interlocking* foi positiva, indicando que seus valores são diretamente proporcionais ao *interlocking* financeiro.

Contudo, é preciso destacar que a correlação não dá margem para conclusão quanto à influência, mas apenas a correlação entre variáveis. Dessa forma, a influência na prática de *interlocking* financeiro foi verificada perante a análise de regressão logística, cujos resultados são expostos a seguir.

Previamente, efetuou-se o *Model Chi-square*, que testa a validade do modelo e a sua capacidade preditiva. Então, analisou-se a qualidade e o desempenho geral do modelo. Constatada a significância do modelo logístico, é necessário efetuar tal avaliação tendo como foco cada coeficiente, individualmente. Para tanto, foi utilizada a estatística de Wald, descrita na Tabela 5, que apresentou a significância dos coeficientes das variáveis independentes do modelo logístico em análise.

Tabela 5 – Apresentação do modelo de regressão logística

	Beta	Wald	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
					Lower	Upper
Nº de membros no conselho de administração	0,123	1,701	0,192	1,131	0,940	1,360
Grau de independência	0,014	4,166	0,041	1,015	1,001	1,029
Tamanho	0,667	4,913	0,027	1,949	1,080	3,516
Endividamento	-0,973	2,091	0,148	0,378	0,101	1,413
Q de Tobin	0,107	1,604	0,205	1,113	0,943	1,315
ROA	-1,730	2,111	0,146	0,177	0,017	1,829
Constante	-6,540	13,432	0,000	0,001		

(*) Correlação significativa ao nível de 5%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base nos valores mostrados na Tabela 5, pode-se afirmar que apenas as variáveis grau de independência e tamanho exercem influência sobre a probabilidade de uma empresa não financeira praticar *board interlocking* com empresa não financeira. Nesse sentido, a partir das evidências, detectou-se que os coeficientes das variáveis grau de independência e tamanho apresentaram níveis descritivos inferiores a 5%, implicando a rejeição da hipótese nula para tais coeficientes estimadores, ou seja, que são significantes estatisticamente.

O *Cox & Snell R Square* registrou 12,8%, o que significa que 12,8% da prática de *interlocking* financeiro das empresas não financeiras da amostra são explicados pelas variáveis independentes. Por meio do teste *Nagelkerke R Square*, foi possível constatar que o modelo é capaz de explicar 20,2% das variações ocorridas na prática de *interlocking* financeiro.

A partir do que foi apresentado, os coeficientes das variáveis grau de independência e tamanho são positivos. Portanto, uma variação positiva nessas variáveis contribui para aumentar a probabilidade de as empresas não financeiras praticarem *interlocking* financeiro.

A partir dos resultados coletados, compilados e do modelo de regressão logística estimado, infere-se que a prática de *board interlocking* pode ser explicada por algumas características das empresas, tais como grau de independência do conselho de administração e tamanho. No entanto, não se pode afirmar que os aspectos relativos à situação econômico-financeira das empresas interfiram na prática de *board interlocking* com empresas financeiras.

Vale salientar que a ocorrência de resultados significativos em relação ao número de membros no conselho de administração, endividamento, Q de Tobin e ROA permite constatar que, para as empresas pesquisadas, o *interlocking* financeiro pode ser praticado devido a outros fatores, não exatamente ao que preconiza a Teoria da Dependência de Recursos, a partir da qual as conexões por meio da prática de *interlocking* se relacionam com o desenvolvimento empresarial. Dessa forma, os dados demonstraram que apenas o grau de independência e o tamanho foram determinantes para a prática do *board interlocking*.

No que tange às hipóteses do estudo, observa-se que a primeira delas (H_1) foi refutada, já que não houve significância na correlação, nem quanto à dependência da prática do *board interlocking* com o nível de endividamento. Logo, as empresas mais endividadas não demonstraram ser mais propensas a adotar o *interlocking* financeiro. A segunda (H_2) também não foi confirmada, pois verificou-se que o desempenho não influenciou a adoção de *interlocking* financeiro. Em relação à terceira hipótese (H_3), verificou-se que apenas o grau de independência e o número de membros no conselho de administração demonstraram influenciar positivamente a probabilidade de prática de *interlocking* financeiro.

5 DISCUSSÃO

Tendo em vista o caráter singular da presente abordagem, sendo a opção pelo *interlocking* financeiro uma variável dependente, tem-se como base de discussão a Teoria da Dependência de Recursos, bem como estudos sobre a relação entre o *board interlocking* e a situação econômico-financeira e outros fatores organizacionais. Logo, por não terem sido localizadas obras abordando o *interlocking* financeiro como variável categórica e sua relação com a situação econômico-financeira e fatores organizacionais, no contexto do Brasil, desenvolve-se uma discussão baseada em estudos que tangenciam o tratamento empreendido.

No tocante ao número de empresas que praticaram o *interlocking* financeiro, ou seja, a conexão entre conselhos ou diretorias executivas de empresas diferentes, o estudo de Mizruchi et al. (1993), realizado em 456 empresas listadas pela Fortune 500, constatou que mais de 70% delas tinham pelo menos um membro do conselho de administração conectado ao colegiado de uma instituição financeira. Assim, verifica-se uma diferença entre o

comportamento das empresas americanas e o das companhias da amostra do presente estudo, já que apenas 20% das empresas brasileiras analisadas praticaram o *interlocking* financeiro.

Esse resultado revela que as empresas não financeiras da amostra não vêm se conectando massivamente com as empresas financeiras, o que leva a crer que não viabilizam, no mercado nacional, incentivos para adotar a prática. A razão disso pode residir na divergência quanto às conclusões de estudos empíricos relativos à correlação positiva entre a prática de *board interlocking* e o desempenho corporativo.

Com base nos resultados apresentados, observa-se uma conformidade com outros estudos que abordaram a relação entre *board interlocking* e tamanho do conselho de administração (Fich & White, 2001; Mizruchi, 1996). Portanto, constata-se que as empresas com maiores conselhos de administração tendem a praticar mais o *board interlocking*. Essa proposição é coerente na medida em que a empresa com um número maior de membros no conselho de administração detém mais probabilidade de fazer conexão com outras empresas.

Por meio dos resultados obtidos, observou-se também uma significância quanto ao grau de independência do conselho de administração, coadunando com Mizruchi (1996), segundo o qual as interconexões são criadas preeminentemente por membros externos. Santos e Silveira (2007) asseguram haver decisões eficazes e imparciais se houver conselheiro externo, razão pela qual a prática de *interlocking* financeiro constitui uma decisão estratégica.

Segundo Santos e Silveira (2007), a prática de *board interlocking* com membros externos é inversamente proporcional ao desempenho da empresa. Fich e Shivdasani (2006) acrescentam que as empresas que possuem diretores/conselheiros externos com cargos de diretoria em múltiplas empresas estão associadas a uma governança fraca.

Fama e Jensen (1983) aduzem que os conselheiros teriam interesse em consolidar sua reputação pessoal como monitores eficazes, por meio da prática do *board interlocking*. Porém, os autores ressaltam que um membro com reputação passiva poderia ser requisitado para participar do conselho de administração de outra empresa, por não ser um “causador de problemas para os gestores”. Santos e Silveira (2007) salientam que os conselheiros externos podem participar de mais empresas, por não terem as atribuições e tempo ocupados tanto quanto os membros internos, que têm ocupações em suas empresas de origem.

Em relação à conferida ausência de associação entre o nível de endividamento e o *interlocking* financeiro, tal constatação diverge daquela indicada por Dooley (1969), segundo o qual as empresas mais endividadas são mais propícias à prática do *interlocking* financeiro, devido às questões de monitoramento e redução do risco das empresas financeiras e, conseqüentemente, uma melhor disponibilização de crédito.

Além disso, é necessário que não apenas a empresa não financeira, mas também a empresa financeira tenha interesse em realizar tal conexão, já que o *board interlocking* representa uma relação mútua. Porém, o período analisado abrange um momento de crise financeira no Brasil, a qual pode ter interferido no resultado, pela instabilidade e mesmo pelo alto risco intrínseco às operações financeiras. O estigma da crise também poderia ter um efeito prejudicial sobre a reputação dos diretores e a credibilidade para os interessados valiosos (Bhabra & Eissa, 2017). Portanto, o momento financeiro por que passa o país pode ser um fator que influencie os achados da pesquisa.

Quanto à relação entre o *interlocking* financeiro e o desempenho, verificou-se que tanto as medidas de desempenho quanto a criação de valor não se mostraram significantes na correlação com a prática do *interlocking* financeiro. Tal resultado vai de encontro à conclusão explanada por Ornstein (1984), segundo o qual as práticas contábeis das empresas interligadas se refletem na qualidade dos ganhos e estão significativamente correlacionadas.

Fligstein e Brantley (1992) e Meeusen e Cuyvers (1985) encontraram *interlocking* financeiro associado ao baixo desempenho financeiro. O estudo de Pye et al. (2014) evidenciou uma associação negativa entre *board interlocking* e desempenho e sugere que,

quando os diretores têm outros compromissos, isso pode reduzir sua habilidade para monitorar ou ajudar suas empresas. Corroborando tal achado, o estudo de Lamb (2017) indica que o número de conexões não influencia o desempenho financeiro de uma empresa.

Segundo Lamb (2017), um argumento plausível para tal associação negativa é que os custos estão associados aos diretores que integram conselho de administração em várias empresas (Core, Holthausen, & Larcker, 1999). Alguns pesquisadores afirmam que a ocorrência de *board interlocking* pode ocupar os membros e influenciar negativamente o desempenho da empresa (Core et al., 1999; Jiraporn, Singh, & Lee, 2009).

Com base na Teoria da Dependência de Recursos, declara-se que o *board interlocking* dispõe de benefícios para as empresas que o praticam, tais como redução dos riscos e acesso a informações. Especificamente o *interlocking* financeiro pode propiciar às empresas não financeiras um relacionamento mais estreito com as empresas financeiras, e estas possibilitarem mais créditos. Por outro lado, as empresas financeiras são capazes de monitorar e analisar de forma mais efetiva a situação de seus devedores, a fim de minimizar os riscos de suas operações financeiras. Porém, percebeu-se que os fatores que influenciam, de acordo com o modelo testado neste estudo, foram o grau de independência do conselho de administração e o tamanho da empresa. Bhabra e Eissa (2017) admitem que a principal fonte de conselhos relacionados a negócios é canalizada para o CEO através de seu vínculo com empresas públicas e privadas, considerado de suma importância para as empresas.

Mizruchi (1996) aponta que é preciso considerar razões explícitas e inadvertidas para a formação de *board interlocking*, tais como colusão, cooptação, monitoramento, legitimidade, avanço profissional e coesão social. A literatura sugere que as conexões interferem nas estratégias, nas estruturas e no desempenho das empresas. Observa-se, portanto, que estudos anteriores oferecem apoio misto para a influência analisada no presente estudo (Fligstein & Markowitz, 1993; Lamb, 2017; Mizruchi, 1996; Pye et al., 2014).

O *board interlocking*, seja entre empresas não financeiras ou financeiras, pode propiciar acesso a informações exclusivas (Haunschild & Beckman, 1998), obter *expertise* dos gestores (Cunha & Piccoli, 2017; Davis, 1991), contribuir na busca pelo baixo custo no gerenciamento de riscos (Useem, 1984) e até mesmo contribuir para uma emissão de sinal da qualidade da empresa ao mercado (Kang, 2008).

Percebe-se, portanto, que usualmente os estudos tratam do *board interlocking* como variável independente, ou seja, um aspecto influenciador. Contudo, há de se destacar que alguns fatores fazem com que as empresas optem por adotar tal prática. Nessa perspectiva, este estudo tem sua significância pelo avanço do tratamento do tema no âmbito científico, principalmente no que se refere ao debate sobre *board interlocking* no Brasil, em que não se localizou nenhuma obra com abrangência de empresas financeiras. Assim, com base na Teoria da Dependência dos Recursos, conclui-se que as empresas buscam o *interlocking* financeiro com o desígnio de auferir melhor desempenho, minimizar o endividamento, mas também por terem maior porte, maior número de conselheiros/diretores e conselho de administração mais independente.

6 CONCLUSÃO

Os frequentes debates sobre governança corporativa destacam o conselho de administração e a diretoria executiva no tocante à redução de custos de agência, sobretudo quanto ao monitoramento e ao processo decisório. Nesse sentido, o *board interlocking* constitui um fenômeno relevante a ser compreendido, especialmente quando relacionado a aspectos organizacionais e ao desempenho empresarial, pois ocorre quando um membro do conselho de administração ou diretor participa simultaneamente da gestão de mais de uma empresa, compartilhando *expertise*, modo de gestão, comportamentos e concepções relativas ao processo decisório, entre outras características.

O *interlocking* financeiro, ou seja, as conexões realizadas com empresas financeiras, é provocativo, tendo em vista que são empresas detentoras de recursos e que estão permanentemente realizando operações com outras empresas, em uma relação contratual que requer uma perspectiva futura de pagamento, de forma que minimize o seu risco. Por outro lado, há empresas com características diversas que procuram manter um relacionamento restrito às empresas financeiras, a fim de viabilizar melhores créditos.

Ao desenvolver a metodologia proposta para investigar a relação entre a situação econômico-financeira das empresas brasileiras de capital aberto e a prática do *interlocking* financeiro, as três hipóteses da pesquisa foram refutadas. A primeira delas (H₁) foi rejeitada porque o estudo não constatou significância na correlação, nem quanto à dependência da prática do *interlocking* financeiro com o nível de endividamento. A segunda hipótese (H₂) também não foi confirmada, pois verificou-se que ter maior ou menor desempenho não influenciou a adoção de *interlocking financeiro*. E quanto à terceira hipótese (H₃), verificou-se que apenas o grau de independência e o número de membros no conselho de administração foram considerados fatores organizacionais capazes de influenciar positivamente a probabilidade de prática de *interlocking* financeiro.

Os resultados encontrados nesta pesquisa sugerem que as variáveis número de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho apresentaram diferenças entre médias estatisticamente significantes, ao se comparar tais variáveis em empresas que praticam e empresas que não praticam o *interlocking* financeiro, constatando-se, assim, que as empresas que praticam *interlocking* financeiro possuem maior número de membros no conselho de administração, maior grau de independência e maior porte.

No tocante à associação entre as variáveis do estudo, observou-se que a prática do *interlocking* financeiro está correlacionada de forma significativa e positiva com as variáveis número de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho.

Quanto à influência na prática de *board interlocking*, foi possível perceber que apenas as variáveis grau de independência do conselho de administração e tamanho da empresa se mostraram relevantes e significantes para o modelo.

Os debates acerca dos fatores relacionados ao *board interlocking* não conduzem a um consenso, especialmente em se tratando de *interlocking* financeiro, já que a maioria dos estudos exclui da análise as empresas financeiras. Nesse sentido, destaca-se que este estudo apresentou contribuições importantes, na medida em que analisa também empresas financeiras e detalha o grau de conexão que estas apresentam quando se trata de conselho de administração e diretoria executiva.

Em relação ao aspecto de causalidade, observou-se que o grau de independência e o tamanho da empresa são fatores preponderantes na opção pela prática de *interlocking* financeiro. Tal resultado pode ser atrelado ao fato de que as empresas maiores buscam mais recursos junto à rede bancária, e que as empresas com maior grau de independência propaguem a ideia de multiplicação da *expertise* por parte do gestor.

Sob o enfoque da Teoria da Dependência de Recursos, observa-se que a hipótese embasada nessa teoria foi refutada quando se trata de *interlocking* financeiro, já que a situação econômico-financeira não apresentou relação com a prática de *interlocking* financeiro. Dessa forma, com base nos resultados das empresas da amostra, não se pode adotar tal teoria como absoluta, porquanto fatores alheios à situação econômico-financeira estariam associados à busca de recursos, isto é, as empresas não dependem em supremacia umas das outras para buscar recursos valiosos, mas a prática de *interlocking* financeiro pode representar uma forma de as empresas procurarem estabelecer vínculos na tentativa de regular sua interdependência, monitoramento e a cooperação com outras empresas.

Contudo, é oportuno ressaltar algumas limitações do estudo. Primeiramente, a análise foi realizada levando em conta o período de apenas um ano, o que pode apresentar vieses, por

não considerar um lapso temporal que permita verificar a evolução do tema abordado. Além disso, algumas empresas não apresentaram as informações no Formulário de Referência ou não foram encontradas evidências na base de dados analisada, sendo essa limitação relacionada às variáveis selecionadas e à base de dados. Seria necessário realizar uma investigação em profundidade com as empresas envolvidas no estudo, bem como em um período mais elástico, para se levantar possíveis razões para a adoção da prática de *interlocking* financeiro. Logo, os resultados apresentados não podem ser generalizados. Dessa forma, sugere-se que estudos futuros possam contribuir de forma a aumentar o período de análise, tornar o grau de centralidade do *interlocking* financeiro como variável, bem como acrescentar variáveis ao estudo teórico.

REFERÊNCIAS

- Aranha, C., Rossoni, L., & Mendes-da-Silva, W. (2016). Capital social do conselho de administração e desempenho de empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 17(1), 15-39.
- Barney, J. B., & Hesterly, W. S. (2007). *Administração estratégica e vantagem competitiva*. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Baysinger, B., & Hoskisson, R.E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), 72-87.
- Bazerman, M., & Schoorman, F. D. (1983). A limited rationality model of interlocking directorates. *The Academy of Management Review*, 8(2), 206-217.
- Bhabra, H. S., & Eissa, A. H., (2017). *Corporate Financial Distress and CEO Networks*. [Working Paper]. European Financial Management Association Conference Annual. Retrieved Dec 12, 2017, from http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2017-Athens/papers/EFMA2017_0476_fullpaper.pdf
- Burt, R. S. (1983). *Corporate profits and corporation*. New York: Academic Press.
- Campbell, R. D., Ghosh, C., Petrova, M., & Sirmans, C. F. (2011). Corporate governance and performance in the market for corporate control: the case of REIT's. *The Journal of Real State Finance and Economics*, 42(4), 451-480.
- Carvalho, F. M., Kayo, E. K., & Martin, D. M. L. (2010). Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(5), 871-889.
- 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.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Corrar, L. J., Paulo, E., & Dias, J. M., Filho. (2007). *Análise multivariada: para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia*. São Paulo: Atlas.
- Cunha, P., & Piccoli, M. (2017). Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 28(74), 179-196.
- Da Silva Rosa, R., Etheridge, D., & Izan, H. Y. (2008). *Director Interlocking: What we know and what we are yet to learn*. Paper presented at the AFAANZ 2008.
- Davis, G. F. (1991). Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly*, 36(4), 583-613.
- Dooley, P. (1969). The interlocking directorate. *The American Economic Review*, 59(3), 314-323.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.

- Fich, E., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689-724.
- Fich, E., & White, L. (2001). Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? New York University Center for Law and Business Working Paper CLB-01-002.
- Fligstein, N., & Brantley, P. (1992). Bank control, owner control, or organizational dynamics: who controls the large modern corporation? *American Journal of Sociology*, 98(2), 280-307.
- Fligstein, N., & Markowitz, L. (1993). Financial reorganization of American corporations in the 1980s. In W. J. Wilson (Ed.), *Sociology and the Public Agenda* (pp. 185-206). Newbury Park, CA: Sage.
- Hallock, K. (1997). Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(3), 331-343.
- Haunschild, P. R. (1993). Interorganizational imitation: the impact of interlocks on corporate acquisition activity. *Administrative Science Quarterly*, 38, 564-592.
- Haunschild, P. R.; Beckman, C. M. (1998). When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence. *Administrative Science Quarterly*, 43, 815-844.
- Hsu, W. Y., & Petchsakulwong, P. (2010). The impact of corporate governance on the efficiency performance of the Thai non-life insurance industry. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 35(1), 28-49.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Scholarly Research and Theory Papers*, 6(2), 101-111.
- Jiraporn, P., Singh, M., & Lee, C.I. (2009). Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 819-828.
- Kang, E. (2008). Director Interlocks and Spillover Effects of Reputational Penalties from Financial Reporting Fraud. *Academy of Management Journal*, 51(3), 537-555.
- Kotz, D. M. (1978). *Bank control of large corporations in the United States*. Berkeley, CA: University of California Press.
- Lamb, N. H. (2017). Does the number of interlocking directors influence a firm's financial performance? An exploratory meta-analysis. *American Journal of Management*, 17(2), 47-57.
- Larcker, D., So, E., & Wang, C. (2010). Boardroom centrality and stock returns. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper.
- Mendes-da-Silva, W. (2010). *Board interlocking, desempenho financeiro e valor das empresas brasileiras listadas em bolsa: análise sob a ótica da teoria dos grafos e de redes sociais*. Tese de doutorado, Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Meeusen, W., & Cuyvers, L. (1985). The interaction between interlocking directorships and the economic behavior of companies. In F. N. Stokman, R. Ziegler, & J. Scott (Ed.), *Networks of corporate power* (pp. 45-72). Cambridge: Polity.
- Mintz, B., & Schwartz, M. (1985). *The power structure of American business*. Chicago: Univ. Chicago Press.
- 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.
- Mizruchi, M. S., Potts, B. B., & Allison, D. W. (1993). *Interlocking directorates and business transactions: new evidence on an old question*. [Working Paper]. Paper presented at the annual meeting of the American Sociological Association, August, Miami Beach, FL.
- Mizruchi, M. S., & Stearns, L. B. (1988). A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. *Administrative Science Quarterly*, 33(2), 194-210.
- Okhmatovskiy, I. (2005). Sources of capital and structures of influence: banks in the Russian corporate network. *International Sociology*, 20(4), 427-457.
- Ong, C., Wan, D., & Ong, K. (2003). An exploratory study on interlocking directorates in listed firms in Singapore. *International Corporate Governance*, 11(4), 322-334.

- Ornstein, M. (1984). Interlocking directorates in Canada: Intercorporate or class alliance?, *Administrative Science Quarterly*, 29, 210-231.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-228.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations*. New York: Harper and Row.
- Pye, A., Kaczmarek, S., & Kimino, S. (2014). Interlocking directorships and firm performance in the highly regulated sectors: the moderating impact of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 18(2), 347-372.
- 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*, 10(4), 398-415.
- Richardson, R. J. (1987). Directorship interlocks and corporate profitability. *Admin. Sci. Q.*, 32(3), 367-86.
- Santos, R. L., & Silveira, A. D. M. (2007). Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor da empresa. *Revista Brasileira de Finanças*, 5(2), 125-163.
- Schoorman, F., Bazerman, M., & Atkin, R. (1981). Interlocking directorates: a strategy for reducing environmental uncertainty. *Academy of Management Review*, 6(2), 243-251.
- Shi, L., Dharwadkar, R., & Harris, D. (2013). *Board interlocks and earnings quality* [Working Paper]. Social Science Research Network. Retrieved Nov 05, 2017, from www1.american.edu/academic.depts/ksb/finance_realestate/mrobe/Seminar/dharwakar.pdf
- Useem, M. (1984). *Inner Circle: Large corporations and the rise of business political activity in the U.S. and U.K.* Oxford: Oxford University Press.