

**CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NOS DIFERENTES
ESTÁGIOS DO CICLO DE VIDA ORGANIZACIONAL**

FERNANDA KREUZBERG

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA (UFSC)

ERNESTO FERNANDO RODRIGUES VICENTE

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA (UFSC)

CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NOS DIFERENTES ESTÁGIOS DO CICLO DE VIDA ORGANIZACIONAL

1. INTRODUÇÃO

A Teoria de Dependência de Recursos (TDR) reconhece a influência de fatores externos no contexto organizacional e procura explicar como reduzir a interdependência e a incerteza a partir de uma combinação de poder e gerenciamento do ambiente (Aldrich & Pfeffer, 1976; Pfeffer & Salancik, 1978). A premissa básica da Teoria é a constante interação entre as organizações do ambiente em que ocorrem as relações de troca, de modo a criar uma relação de dependência por recursos. Para alcançar a eficiência organizacional, é necessário manter o controle sobre os recursos escassos e essenciais para a sobrevivência.

Pela perspectiva da TDR, o conselho de administração reflete o ambiente da empresa (Hillman Cannella & Paetzold, 2000; Pfeffer, 1972), buscando a maximização de recursos, uma vez que cada membro contribui com diferentes competências, experiências e vínculos. A composição do conselho reflete as dependências que uma organização enfrenta com o potencial de aquisição de recursos de seus membros (Hillman et al., 2000).

Os estudos teóricos de Lynall, Golden e Hillman (2003), Filatotchev, Toms, e Wright (2006) e Perrault e McHugh (2015) reforçam a argumentação de que as mudanças nas estruturas de governança são consequências das condições dos estágios de ciclo de vida das empresas. Enquanto os resultados empíricos evidenciaram a importância do conselho de administração como provedor de recursos, principalmente em situações de declínio organizacional e períodos de dificuldades financeiras (Daily & Dalton, 1994; Daily, 1995).

A partir de então, os estudos passaram a considerar o impacto que ciclo de vida organizacional apresenta sobre a gestão e as estratégias dos negócios (Habib & Hasan, 2019). Os autores salientam que o ciclo de vida está fortemente relacionado às decisões e aos resultados corporativos. Sánchez, Guerrero-Villegas e González (2017), por exemplo, identificaram que o ciclo de vida afeta de maneira distinta as estruturas de governança das empresas, estrutura de propriedade, tamanho e nível tecnológico. Nesse sentido, verifica-se que o conselho de administração desempenha diferentes funções nas organizações, que refletem o estágio do ciclo de vida em que se encontram (Zahra & Pearce, 1989; Daily & Dalton, 1994; Lynall, et al., 2003; Filatotchev et al., 2006; Balogh, 2016).

Zahra e Pearce (1989) propuseram de forma seminal que o ciclo de vida pode afetar a importância do papel da dependência de recursos do conselho de administração. Cameron, Kim e Whetten (1987) salientam que o papel do conselho de administração, enquanto um provedor de recursos se torna mais proeminente durante períodos de declínio e falência. Daily (1995) identificou que em empresas com maior proporção de conselheiros externos há maior probabilidade de se reerguer de uma situação de falência.

Por sua vez, Lynall et al. (2003) identificaram que este papel de provedor de recursos dos membros do conselho de administração se torna mais relevante nos estágios iniciais de desenvolvimento da empresa. Empiricamente, Daily e Dalton (1994) encontraram uma relação significativa entre tamanho e composição do conselho com o desempenho em pequenas empresas. Além disso, nestas empresas a função de monitoramento é menos saliente, devido à falta de recursos críticos, corroborando com Daily, McDougall, Covin e Dalton (2002).

Habib e Hasan (2019) por sua vez, investigaram se o ciclo de vida tem implicações na presença de conselheiros com a função de aconselhamento e monitoramento. Os resultados indicaram que em empresas australianas no estágio da maturidade há maior proporção de conselheiros com foco no monitoramento, quando comparado aos demais estágios do ciclo de vida.

Nesse sentido, Hillman, Withers e Collins (2009) apresentam um estudo com evidências empíricas suportando a relação do ciclo de vida e conselho de administração pela TDR, principalmente no que tange aos estágios iniciais e estágios de declínio. Dessa forma, fica evidenciado que importantes recursos da empresa, tendem a ser diferentes a cada estágio de desenvolvimento, de modo que a empresa necessitará de um conjunto diferente de habilidades em seu conselho ao longo do tempo para garantir que tenha acesso a recursos relevantes para a fase do ciclo de vida em que se encontrará (Balogh, 2016). Habib e Hasan (2019) ressaltam que as medidas de avaliação das características do conselho de administração e sua variação nos estágios do ciclo de vida ainda necessitam de um aprofundamento empírico. Visto isso, o objetivo da pesquisa consiste em identificar o efeito dos estágios do ciclo de vida nas características do conselho de administração.

Estudos pautados no estabelecimento de vínculos para compartilhamento de informações exploram principalmente o conselho de administração, em termos de tamanho e composição (Hillman et al., 2009). Inserindo-se no decorrer do tempo, a discussão da caracterização dos membros como internos *versus* externos. Após a criação das taxionomias de Hillman et al. (2000) e Hillman e Dalziel (2003) aspectos como conhecimento e experiência dos membros começaram a ganhar ênfase nas pesquisas.

Estudos vêm apontando para a tendência das empresas sofrerem alterações em sua estrutura organizacional no decorrer de sua vida, Balogh (2016) destaca esta interação entre ciclo de vida e atividade corporativa. Pesquisas têm evidenciado que conforme uma empresa se caracteriza por estar em um estágio do ciclo de vida, existe uma tendência de alteração do processo de financiamento de suas atividades (Deangelo, Deangelo & Stulz, 2006; Filatotchev et al., 2006, Dickinson, 2011).

Pesquisar acerca do efeito do estágio do ciclo de vida de uma empresa sobre a estrutura do conselho de administração contribuiu para a discussão teórica da TDR. Uma vez que as análises tradicionais se concentram em determinar qual papel desempenhando pelo conselho seria o melhor e não como fatores organizacionais afetam a importância e presenças dos papéis de monitoramento e provedor de recursos (Sánchez et al., 2017). Além disso, o estudo de Dickinson (2011) difere dos tradicionais modelos de ciclo de vida, ao utilizar uma combinação dos sinais dos fluxos de caixa e propõe uma abordagem mais dinâmica. De modo que uma empresa ao transitar entre os estágios, gere mudanças significativas nas operações e captação de recursos, além de melhor a capturar das mudanças na estrutura de governança.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria de Dependência de Recursos e Conselho de Administração

A Teoria de Dependência de Recursos (TDR) foi proposta a partir do estudo de Aldrich e Pfeffer (1976). No entanto, a TDR foi consolidada em 1978, quando Jeffrey Pfeffer e Gerald Salancik publicaram o livro “*The external control of organizations*”. Essa perspectiva teórica reconhece a influência de fatores externos no contexto organizacional, e busca prover explicações acerca de como as organizações reduzem a interdependência e a incerteza a partir de uma combinação de poder e gerenciamento do ambiente.

Pfeffer e Salancik (1978) expõem que os conselheiros de administração, por meio de sua atuação, *expertise*, acesso aos recursos e legitimidade, são um importante canal de informações e têm a capacidade trazer benefícios para as organizações. Hillman et al. (2009) salientam que as evidências empíricas destes benefícios surgem tanto de maneira isolada quanto de maneira conjunta. Além disso, visualiza-se uma grande parte dos estudos pautada na análise do *interlocking*, sendo que a relação com membros de outras organizações facilita a coordenação e reduz a incerteza sobre a disponibilidade de recursos.

Um dos primeiros estudos dessa linha foi realizado por Pfeffer (1972) que identificou que o conselho de administração tem a possibilidade de minimizar as dependências e trazer

recursos, de modo que suas características como tamanho e composição são consideradas respostas ao ambiente organizacional. No levantamento bibliográfico, Hillman et al. (2009) identificaram que os primeiros estudos que examinaram os conselhos de administração pela ótica da TDR, pautaram-se na análise do tamanho e composição. Posteriormente surgiram estudos que analisaram os impactos no desempenho financeiro das empresas. No entanto, isso não seria suficiente para comprovar a relação com a dependência de recursos. Diante dessa motivação, Hillman et al. (2000) criaram uma taxionomia dos membros do conselho de administração baseada na TDR e exploraram quais características dos conselheiros podem ser mais importantes em um contexto de mudança, representado no estudo pela desregulação (das empresas norte americanas do setor de aviação).

Os autores classificaram os conselheiros em *business experts*, *support specialists* e *community influentials*, alegando que cada tipo pode trazer diferentes recursos às organizações. A partir dos resultados os autores concluíram que à medida que os ambientes se modificam, a composição do conselho de administração também o fará, por refletir uma mudança das necessidades dos recursos, pela alteração estratégica. Identificaram ainda que em períodos de maior regulação, a busca por conselheiros com conhecimento específico era maior, enquanto que no período de desregulamentação predominava a busca por conselheiros influentes no ambiente (Hillman et al., 2000).

Avanços nessa linha foram alcançados pelo estudo de Hillman e Dalziel (2003) que integraram a perspectiva de agência e a perspectiva de dependência de recursos, salientando que a função de monitoramento e o de fornecer recursos é desempenhada pelos membros do conselho de administração. Hillman, Shropshire e Cannella Jr (2007) trouxeram para TDR evidências acerca da presença das mulheres no conselho de administração. De modo que representantes do conselho refletem as incertezas do ambiente enfrentadas pelas organizações, verifica-se que empresas atuantes em setores dominados por uma mão de obra feminina, com pressão por legitimidade e *interlocking* com mulheres, possuem por tendência, uma maior concentração feminina nos conselhos.

Haynes e Hillman (2010) também desenvolveram taxionomia para analisar o capital humano e social dos conselheiros (*expertise* e *interlocking*), e os diferentes efeitos na mudança estratégica das empresas americanas. Concluindo que a *expertise* tem maior influência na mudança estratégica, assim como quando o CEO possui menos poder.

Ortiz-de-Mandojana et al. (2012) analisaram se o *interlocking* do conselho de administração permite ou inibe a adoção de uma estratégia proativa nas empresas americanas de energia elétrica. Identificaram uma estratégia proativa para *interlocking* do conselho de administração com fornecedores, tendo um resultado inverso para o *interlocking* com provedores de recursos financeiros. Os autores concluem que a influência do *interlocking* dos conselheiros varia conforme os tipos de recursos que a organização necessita, além de salientar a importância de haver *interlocking* de conselheiros com conhecimentos específicos.

Por sua vez, Sánchez et al. (2017) comparam o papel de monitoramento e de dependência de recursos com base nas características organizacionais de empresas europeias. Os resultados apontaram que o monitoramento é mais importante para empresas grandes em estágio de maturidade, com propriedade dispersa e baixa tecnologia. Enquanto que o papel de dependência de recursos torna-se mais importante em empresas em crescimento e de propriedade concentrada.

2.2 Ciclo de vida organizacional

O ciclo de vida organizacional compreende fases distintas que resultam de mudanças em fatores internos (como escolha estratégica, recursos financeiros e habilidade gerencial) e fatores externos (como o ambiente competitivo e fatores macroeconômicos) (Dickinson, 2011). De modo que, os estágios do ciclo de vida trazem implicações importantes para compreender o desempenho financeiro (Anthony & Ramesh, 1992), uma vez que a cada fase

a empresa apresenta diferentes características, estratégias e atividades. Habib e Hasan (2019) reiteram o impacto do ciclo de vida de uma empresa na estratégia de negócios, a consistir em um importante determinante da competitividade organizacional.

Anthony e Ramesh (1992) foram o primeiro estudo a usar informações contábeis para estimar os cinco estágios do ciclo de vida, pautado nas informações de idade, crescimento de vendas, rendimento do dividendo e despesas de capital. A partir dessas variáveis os autores conjecturaram que empresas nos estágios iniciais apresentam maior crescimento das vendas, e empresas mais novas tem maior probabilidade ter novos produtos. Já empresas em crescimento por apresentar maiores investimentos, com equipamentos e novos projetos, apresentam menor distribuição de dividendos.

Outra abordagem do ciclo de vida que obteve destaque foi de DeAngelo et al. (2006) baseada no pagamento de dividendos, relacionado com os lucros retidos e patrimônio líquido. De modo que empresas com elevada retenção de lucros em relação ao patrimônio e ativo total, tem maior probabilidade de pagar dividendos. Os autores identificaram que os dividendos tendem a ser pagos por empresas maduras e bem estabelecidas, pois estas têm alta rentabilidade e pouca atratividade em outros investimentos. Enquanto que empresas mais jovens possuem amplas oportunidades de investimentos, porém com recursos limitados, optando pela retenção do lucro no lugar na distribuição de dividendos.

A literatura mais recente comporta modelos com uma abordagem mais dinâmica, permitindo a empresa transitar entre os estágios, ao considerar os impactos das mudanças no ambiente ou as estratégias da empresa. Nessa linha, destacam-se os estudos da Dickinson (2011), que se baseia nas informações da Demonstração do Fluxo de Caixa e do estudo de Faff et al. (2016) que se baseiam da idade, ganho de capital, rentabilidade e crescimento para estabelecer uma *proxy* para o ciclo de vida.

O modelo proposto pela Dickinson (2011) utiliza a combinação dos valores previstos de fluxos de caixa operacional, investimentos e financiamento para a caracterização do estágio do ciclo de vida das empresas. Abordagem esta, que tem sido frequentemente adotada nas pesquisas na área de contabilidade e finanças (Faff et al., 2016; Habib & Hasan, 2019). A classificação proposta pela autora é uma identificação dos estágios do ciclo de vida com base o desempenho da firma e alocação de recursos. O fluxo de caixa captura diferenças de rentabilidade, crescimento e risco entre as diferentes empresas. No modelo apresentado pela Dickinson (2011) os estágios do ciclo de vida foram definidos com base no sinal positivo/negativo das atividades do fluxo de caixa, resultando em oito combinações as quais estão distribuídas em cinco estágios.

Tabela 1
Mensuração dos estágios do ciclo de vida pelo fluxo de caixa

	Introdução	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Declínio
FC para Atividades Operacionais	-	+	+	- + +	- -
FC para Atividades de Investimento	-	-	-	- + +	+ +
FC para Atividades de Financiamento	+	+	-	- + -	+ -

Fonte: Dickinson (2011, p. 1974).

O estágio inicial é caracterizado pelo fluxo de caixa operacional negativo, pois as empresas estão tentando entrar no mercado e possuem um baixo número de clientes e pouca movimentação de receitas e custos (Dickinson, 2011). Além disso, nos estágios iniciais tem-se elevados níveis de investimento uma vez que a finalidade da empresa é se tornar competitiva para se inserir no mercado. Por conseguinte, os fluxos de caixa das atividades de investimento nos estágios de introdução e crescimento são negativos (Dickinson, 2011). Em relação às atividades de financiamento, tendo por base a premissa da *pecking order*, primeiramente as empresas recorrem ao endividamento bancário para sua expansão, logo,

para as empresas nos estágios iniciais (introdução e crescimento), o fluxo caixa apresenta saldo positivo (Dickinson, 2011).

No estágio de crescimento, mantém-se a saída de recursos para gerar investimentos e a necessidade dos financiamentos externos. No entanto, o saldo do fluxo de caixa operacional se apresenta positivo, porque as margens de lucros são incrementadas, devido ao aumento de investimentos (Wernerfelt, 1985; Dickinson, 2011). O saldo positivo do fluxo de caixa operacional se mantém para as empresas no estágio de maturidade, devido ao conhecimento do mercado e das suas operações (Dickinson, 2011). Porém, os custos de manutenção dos ativos influenciam negativamente o fluxo de caixa de investimentos, pois mesmo que em menor grau as empresas continuam a investir para manter o capital (Wernerfelt, 1985). Contudo, Dickinson (2011) argumenta que no estágio de maturidade o fluxo de caixa de financiamento se torna negativo, pois as empresas buscam pagar suas dívidas e evitam investimentos excessivos.

No entanto, à medida que a empresa entra no estágio de declínio, a taxa de crescimento torna-se decrescente e, conseqüentemente os preços tendem a cair, comprometendo as receitas (Wernerfelt, 1985), gerando uma diminuição dos fluxos de caixas operacionais. Ao adentrar numa situação crítica, as empresas buscam vender ativos para cumprir com as dívidas e manter as operações, apresentando fluxos de caixa de investimentos com saldos positivos (Dickinson, 2011). Contudo, para as empresas em estágios de declínio a autora aceita saldos positivos e negativos de fluxo de caixa, uma vez que a empresa busca efetuar o pagamento de suas dívidas ou tentar renegociá-las.

Diferentemente dos outros estudos listados, Dickinson (2011) propõem uma abordagem dinâmica para o ciclo de vida organizacional, a partir da combinação dos saldos dos fluxos de caixa. A autora salienta que a transição de um estágio para outro gera mudanças significativas nas operações e captações de recursos, refletidas no fluxo de caixa das empresas. Nesse sentido que a abordagem tem sido frequentemente adotada nas pesquisas na área de contabilidade e finanças (Faff et al., 2016; Habib & Hasan, 2019), uma vez que tal classificação dos estágios de ciclo de vida pode melhorar a captura das mudanças realizadas nas estruturas de governança (Gonçalves, Almeida, Bortolon & Pündrich, 2019).

2.3 Desenvolvimento das hipóteses da pesquisa

A TDR assume que o conselho de administração reflete o ambiente da empresa (Boyd, 1990; Hillman et al., 2000), de modo que os conselheiros sejam escolhidos para maximizar a provisão de recursos, sendo que cada um pode trazer diferentes vínculos e recursos para o conselho. Conforme Hillman et al. (2000) a composição do conselho reflete as dependências que uma organização enfrenta com o potencial de aquisição de recursos de seus membros. Estudos sobre situações de declínio e falência evidenciaram a importância do conselho de administração visto pela ótica da TDR (Daily, 1995; Daily & Dalton, 1994; Hillman et al., 2009), uma vez que o papel de provedores de recursos dos conselheiros se torna mais saliente nessas situações, justamente devido as restrições financeiras e redução de recursos.

A partir de então, verificou-se que o ciclo de vida da empresa tem um impacto valioso sobre a gestão e a estratégia de negócios e, portanto, pode ser um determinante essencial da competitividade organizacional (Habib & Hasan, 2019). A partir desta perspectiva se vislumbra que o ciclo de vida pode impactar diferentemente na governança e estruturas da organização (Sánchez et al., 2017; Gonçalves et al., 2019). As pesquisas nessa linha, em sua maioria foram desenvolvidas no intuito de averiguar as diferentes funções do conselho de administração (Zahra & Pearce, 1989; Daily & Dalton, 1994; Lynall et al., 2003; Balogh, 2016) dado o ciclo de vidas das empresas.

A literatura, em seus diferentes modelos, comporta que há uma variação nos desafios e oportunidades de cada ciclo de vida. Jawahar e McLaughlin (2001) citam que as mudanças

nas necessidades de recursos, a sofisticação e complexidade dos sistemas e estruturas e as capacidades gerenciais caracterizam as diferenças nos estágios do ciclo de vida. Perrault e McHugh (2015) lançam um olhar sobre as escolhas estratégicas que as empresas se envolvem para obter, manter ou reparar legitimidade. Para tal, os autores propuseram um *framework* das principais características do conselho de administração (tamanho, independência, *expertise* e diversidade) a partir de quatro estágios do ciclo de vida organizacional (empreendedor, crescimento, maturidade e declínio).

No estágio inicial, denominado como empreendedor pelos autores, a principal estratégia é o ganho de legitimidade, buscando apoio de *stakeholders* essenciais para obter recursos. Nesse caso, os autores propõem que devido à característica de propriedade concentrada e por atender a um grupo de *stakeholders* menor, o tamanho do conselho de administração tende a ser pequeno (Jawahar & McLaughlin, 2001; Perrault & McHugh, 2015), o que gera maior eficiência na tomada de decisão. A independência, por sua vez, apresenta menor relevância nesse estágio, uma vez que o CEO busca um maior alinhamento com os proprietários, priorizando membros internos, com familiaridade com o funcionamento da empresa e que possuam alguma relação com os proprietários. Por sua vez, o capital humano e social tem maior importância nos estágios iniciais, principalmente sob o aspecto da obtenção de recursos, a partir de suas habilidades e experiências e rede de relacionamentos.

Na fase de crescimento, as empresas estão aumentando a sua produção e tendem a efetuar indicações estratégicas para aumentar a legitimidade com os investidores e também a expandir o tamanho e a característica de independência dos conselhos, que remetem ao monitoramento da gestão (Bonn & Pettigrew, 2009). Nesta fase, não predomina tanto na empresa a preocupação com as habilidades e experiências dos conselheiros, no intuito de obter recursos (Jawahar & McLaughlin, 2001; Perrault & McHugh, 2015).

O estágio de maturidade é caracterizado por Perrault e McHugh (2015) como um ambiente interno e externo mais complexo, seja pela heterogeneidade do grupo de *stakeholders* e pela formalização das estruturas organizacionais. No conselho de administração isso pode ser refletido pela cooptação de conselheiros estratégicos e inserção de conselheiros representantes dos principais *stakeholders*, independência e uma maior preocupação com a diversidade do conselho.

Quando adentra no estágio de declínio, investidores tendem a efetuar retirada dos investimentos, saídas da alta administração e diminuição das vendas. Uma das maneiras apresentada pelos autores para se recuperar tal situação, inclui a inserção de novos membros com conhecimento específico na parte financeira, por exemplo, ou que represente o maior acionista, para estimular um novo crescimento. Conforme Perrault e McHugh (2015) no estágio de declínio, uma prática comum é mudar a diretoria da empresa para incluir pessoas de fora, que trazem a nova perspectiva necessária para reviravolta estratégica da empresa e sustentar a confiança dos acionistas na empresa (Jawahar & McLaughlin, 2001).

Consistente com a TDR, Balogh (2016) identificou que empresas maduras têm conselhos maiores e maior diversidade de *expertise*, incluído áreas além da gestão. A Teoria também sugere que o problema da agência é atenuado por empresas maduras através da presença de conselheiros independentes. O autor considera que as empresas nos estágios de crescimento e maturidade (comparado com o estágio de introdução), por terem maior complexidade nas operações, têm conselhos maiores e maior diversidade de *expertise*. Como resultado, Balogh (2016) acredita as características do conselho de administração diferem nas empresas em crescimento e em declínio. Com base no exposto, assume-se a seguinte hipótese: H₁: Empresas no estágio da maturidade apresentam uma estrutura do conselho de administração diferenciada das empresas nos demais estágios.

3. METODOLOGIA

3.1 Seleção da Amostra

A amostra da pesquisa é constituída pelas companhias de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3), excluindo-se deste conjunto, as empresas que pertencem ao setor financeiro e outros não classificados, devido às suas especificidades de regulação e divulgação das demonstrações. A seleção do mercado brasileiro justifica-se pela predominância de empresas cuja propriedade é caracterizada como concentrada, gerando conflito entre principais, alta assimetria informacional entre gestão e propriedade e baixa proteção legal do acionista minoritário. Este contexto leva a acreditar que conforme mude a percepção da interdependência por parte do controlador, maior as chances de alterações na estrutura organizacional.

Além do mais, trata-se de um país emergente com notável presença de empresas familiares e governamentais, o que pode impactar diferentemente nos resultados (Sánchez et al., 2017). As empresas familiares tenderiam a focar mais na maximização do valor da firma consolidando estratégias de longo prazo (Hillman et al., 2009). Enquanto que empresas estatais tendem a sofrer influência no sentido de estratégias de curto prazo, o que pode levar a cooptação de conselheiros e alteração de estrutura de capital (Chen, 2014). Pautado nestes argumentos, se vislumbra que o mercado brasileiro é um ambiente importante para o presente estudo, dado que os efeitos mencionados podem ser isolados em modelos econométricos.

Tabela 2
Composição da amostra

Painel A – Composição da amostra de acordo com o ano de análise									
Procedimento de Análise	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Composição do CA	234	234	234	234	234	234	234	234	1872
Ciclo de Vida	207	213	217	224	224	225	224	223	1963
Modelos de Regressão	156	161	167	168	161	170	170	167	1320

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados da pesquisa.

O período de análise compreende os anos de 2012 a 2018, estabelecido, não somente pela uniformidade na contabilização durante todo o período de análise, mas pela obrigatoriedade da divulgação da Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) e dos Formulários de Referência pelas empresas. Acrescenta-se a isso, a disponibilidade dos dados nas diferentes bases de dados, considerando que a divulgação do Formulário de Referência passou a ser obrigatória apenas em 2010.

A obtenção dos dados econômico-financeiros, a partir das informações do Balanço Patrimonial, Demonstrações do Resultado e do Fluxo de Caixa ocorreu pela base de dados da Thomson Reuters Eikon™. Enquanto que as informações acerca dos membros do conselho de administração foram obtidas junto a base de dados do Laboratório de Finanças e Risco da FEA/USP e coletadas diretamente dos Formulários de Referência pelo sítio da B3.

3.2 Variáveis da Pesquisa

Hillman et al. (2009) apontam que os primeiros estudos utilizando a TDR, abordavam o tamanho e a composição do conselho de administração como as habilidades do conselho em fornecer recursos críticos. Nesse intuito os estudos passaram a analisar a relação do tamanho do conselho com o desempenho da firma (Pfeffer, 1972), de modo que tais características reflitam as necessidades ambientais da empresa.

Conforme Perrault e McHugh (2015) o tamanho do conselho tende a aumentar com o tempo e ao longo dos estágios do ciclo de vida, além de depender de fatores como tamanho da empresa, complexidade das atividades, tempo de IPO. Quanto à independência do conselho de administração os autores argumentam que a proporção de conselheiros independentes tende a aumentar com o passar do tempo, uma vez que nos estágios iniciais a empresa busca captar

recursos e quando alcança uma maior estabilidade, volta sua preocupação para aspectos como diversidade e retorno para o acionista (Coles, Daniel & Naveen, 2008).

Por sua vez a diversidade, em geral representada pela participação feminina no conselho de administração, passa a ser uma preocupação das empresas nos estágios mais avançados do ciclo de vida, motivado muitas vezes pela pressão dos acionistas para tal preocupação (Carter, Simkins, & Simpson, 2003; Perrault & McHugh, 2015). Sánchez et al. (2017) também abordam a importância da diversidade, porque trazem diferentes *backgrounds* e experiências, além de ter um importante valor simbólico dentro e fora da organização, aumentando sua reputação.

Posteriormente a literatura passou a sugerir que não somente o número de conselheiros que interessa, mas as habilidades e recursos que os conselheiros podem trazer para as organizações e a forma como podem atender as necessidades da organização (Hillman et al., 2009). Nesse sentido buscou-se explorar a *expertise* individual dos membros do conselho de administração, tomando por base a sua formação, conforme adotado por Balogh (2016).

Assume-se que dada a situação da empresa, o conhecimento requisitado pode ser distinto, além disso, cada conselheiro (principalmente o externo) traz diferentes recursos e ligações ao conselho da organização. Hillman et al. (2000) apresentam em sua taxinomia que os *business experts*, têm maior conhecimento em tomada de decisão, competitividade, resolução de problemas. Por outro lado, os *support specialists* fornecem um conhecimento específico, fácil acesso e suporte em direito, relações públicas, agências governamentais.

Para fins de análise dos modelos a formação dos conselheiros foi agrupada em: i) *business experts* (administração, contabilidade e economia), ii) *support specialist - legal* (direito) iii) *support specialist - operations* (engenharias, tecnologia da informação e formação nas áreas da saúde). Tal agrupamento justifica-se pelo objetivo de cada especialidade, seja um enfoque mais de gestão, suporte legal ou operacional.

Tabela 3
Constructos da *expertise* do conselho de administração

Variável	Mensuração	Autores
Suporte em Gestão (<i>business experts</i>)	Número de membros com formação em administração, contabilidade e economia/Número total de membros.	Hillman et al. (2000), Hillman e Dalziel (2003), Haynes e Hillman (2010), Dalziel et al. (2011), Balogh (2016).
Áreas de Suporte (<i>support specialists- operations</i>)	Número de membros com formação nas engenharias e em tecnologia da informação e formação nas áreas de saúde/Número total de membros.	
Suporte Jurídico (<i>support specialist – legal</i>)	Número de membros com formação em direito/Número total de membros.	

Fonte: elaborado com base na literatura.

Seguindo no enfoque de explorar as características do conselho de administração, vislumbra-se a necessidade de observar o capital social do conselho de administração, representado pela capacidade dos membros em obter recursos pelas redes de relacionamento. Tais redes são denominadas por *interlocking*, que visam analisar a atuação dos conselheiros em conselhos de administração de outras organizações, devido principalmente aos benefícios de longo prazo que podem trazer as organizações (Hillman & Dalziel, 2003). Boyd (1990) relata os benefícios dos membros, denominados como ricos em recursos, citando o compartilhamento de informações e conhecimento para determinar estratégias e lidar com a incerteza do ambiente.

Tabela 4
Constructos do *board interlocking*

Variável	Mensuração	Autores
Grau de Centralidade (Grau)	Número de ligações diretas de um ator com outros participantes da rede	Bonacich (1987), Hillman e Dalziel (2003), Haynes e Hillman (2010), Dalziel et al. (2011).
Grau de intermediação (Inter)	Número de ligações indiretas de um ator com outros participantes da rede	

Grau de Centralidade e intermediação com o setor financeiro	Número de ligações diretas e indiretas que um conselheiro possui com outros conselheiros de empresas pertencentes ao setor financeiro.	Haynes e Hillman (2010) e Ortiz-de-Mandojana et al. (2012).
Grau de Centralidade e intermediação com o setor de atuação	Número de ligações diretas e indiretas que um conselheiro possui com outros conselheiros de empresas pertencentes ao mesmo setor de atuação.	

Fonte: elaborado com base na literatura.

Sob o olhar da TRD, o conselho de administração por meio das ligações (*interlocking*) e por ser um canal de informações, busca reduzir incertezas, captar recursos necessários para continuidade da empresa e beneficiar pelo acesso rápido as informações externas (Dalziel et al., 2011; Sánchez et al., 2017). Além disso, o *interlocking* com um setor em específico permite diminuir o impacto da incerteza do ambiente em específico, com maior possibilidade de prosperar e de agir com agilidade frente aos eventos e tendências do setor (Haynes & Hillman, 2010).

Recentemente, a cooptação, surge como um novo elemento para alcançar maior robustez às análises que abordam o conselho de administração, mediante a análise da vinda de fontes externas que mantem relações de interdependência para dentro da organização. A cooptação foi primeiramente definida pela presença de representantes de organizações do ambiente em comitês ou conselhos de administração, como uma estratégia para o acesso a recursos, troca de informações e atribuir legitimidade (Pfeffer & Salancik, 1978). Nos primeiros estudos a mensuração foi direcionada para a presença de membros do governo ou membros com impacto na sociedade. Porém, o estudo publicado por Coles et al. (2014) propõem que os membros do conselho de administração que assumem sua posição após a posse do CEO são definidos como cooptados. A medida proposta por Coles et al. (2014) busca captar os conselheiros que entraram na empresa quando da posse do novo CEO, observando-se os recursos e conhecimentos quais tais conselheiros podem trazer para a organização (Hillman et al., 2009). Além disso, observam-se as mudanças na estrutura do conselho de administração, após a troca do CEO. As variáveis utilizadas para caracterizar a cooptação, são apresentadas na Tabela 5.

Tabela 5
Constructos da cooptação do conselho de administração

Variável	Mensuração	Autores
Cooptação	Número de conselheiros que integraram o conselho de administração após a posse no novo CEO.	Coles et al. (2014).
Diversidade dos Cooptados (Fem)	Número de conselheiros do gênero feminino cooptados.	Adaptado a partir do estudo de Coles et al. (2014).
Cooptados independentes	Número de conselheiros independentes cooptados.	Coles et al. (2014).
Expertise dos cooptados indep.	Número de conselheiros com expertise em gestão, suporte legal e operacional cooptados.	Adaptado a partir do estudo de Coles et al. (2014).

Fonte: elaborado com base na literatura.

Em relação ao ciclo de vida (*CV*) foram criadas variáveis *dummy* para cada um dos cinco estágios do ciclo de vida organizacional (introdução, crescimento, maturidade, turbulência e declínio) com base no modelo desenvolvido pela Dickinson (2011) utilizando a composição da Demonstração do Fluxo de Caixa.

Com base no levantamento da literatura da TDR, as variáveis de controle adotadas na pesquisa correspondem ao tamanho da empresa (logaritmo da receita de vendas), idade da empresa, retorno sobre o ativo (EBITDA/Ativo Total), crescimento da empresa (percentual de variação das vendas), endividamento, *market-to-book* (Hillman et al., 2000; Shen & Cannella Jr., 2002). Além disso, as empresas foram segregadas por seus setores, criando-se variáveis *dummy* para empresas familiares e empresas governamentais.

3.3 Procedimento de Análise dos Dados

Os modelos utilizados neste estudo foram todos formados por variáveis dependentes numéricas, relacionadas ao conselho de administração. Desta forma, foi aplicado um conjunto de Regressões Lineares Múltiplas onde buscou-se a estimação OLS (*Ordinal Least Square*), com correção para erros robustos. Nos trabalhos de Baltagi (2008), Wooldridge (2010), Fávero e Belfiore (2016) trata que de forma geral, como a correção para erros robustos, é possível assumir uma estimação OLS não enviesada por problemas de heterocedasticidade dos resíduos. Assim o modelo utilizado para esta proposição baseia-se na equação:

$$\Delta CA_{i,t} = \beta_0 + \sum_C \beta_C CV_{i,t} + \sum_{j=1}^k \gamma_j Controles_{i,t} + \sum_T \alpha_T Ef[Ano] + \sum_S \theta_S Ef[Setor] + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde: $\Delta CA_{i,t}$ representa a *proxy* da composição do conselho de administração da empresa i no período t ; $CV_{i,t}$ consiste no conjunto de *dummies* que representam em qual estágio do ciclo de vida a empresa i no período t se encontra; $Controles_{i,t}$ representa o conjunto de variáveis de controle utilizadas pelo estudo, considerando a informação para a empresa i no período t ; $Ef[Ano]$ e $Ef[Setor]$ são o conjunto de *dummies* utilizadas para o controle de efeitos fixos de ano e setor de atuação. Cabe destacar que, por problemas de multicolinearidade, no conjunto de *dummies* que caracterizam o ciclo de vida a *dummy* do estágio de maturidade será excluída do modelo para que se torne a referência para os demais estágios. Em modelos específicos, utilizou-se apenas a *dummy* de maturidade como modelo de robustez.

Os modelos foram testados para os pressupostos do estimador OLS, que segundo Wooldridge (2010) são: (i) normalidade dos resíduos (relaxada considerando o Teorema Central do Limite); (ii) multicolinearidade (destacada na estatística VIF - *Variance Inflation Factor*); (iii) autocorrelação residual (destacada na estatística de Durbin-Watson); e (iv) heterocedasticidade na variância residual (controlada pela correção para erros robustos). O modelo é de um Painel de Dados com controle de Efeitos Fixos para Ano e Setor. Esta escolha se dá por ser um painel desbalanceado e por não ser objetivo deste estudo investigar os efeitos aleatórios que as empresas podem ter individualmente.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

Nesta seção, o estudo apresenta as principais características dos membros do conselho de administração das empresas listadas na B3, conforme visto na Tabela 6.

Tabela 6
Estatística descritiva das características do conselho de administração

Setor de atuação	Tam	Fem	Ind	Formação						
				Adm	Cont	Eco	Adv	Eng	TI	Saú
Bens Industriais	6,3	12,6	22,4	20,5	2,7	13,5	13,6	30,9	0,0	0,3
Comunicações	7,8	3,8	1,9	18,0	1,8	13,7	17,9	38,4	0,7	0,0
Consumo Cíclico	6,1	8,7	28,9	29,8	3,1	13,0	9,8	26,6	0,3	1,4
Consumo não Cíclico	6,5	9,2	23,7	23,1	1,6	12,8	13,3	24,1	0,0	2,4
Materiais Básicos	6,7	11,8	13,4	16,5	0,5	12,5	17,7	25,2	0,2	0,2
Petróleo, Gás e Biocomb.	5,3	5,7	31,6	18,0	7,6	19,5	8,6	47,8	0,0	0,0
Saúde	6,2	4,7	22,9	18,4	5,1	15,7	7,6	26,1	0,0	9,6
Tecnologia da Informação	4,7	9,5	35,5	35,0	0,5	12,9	2,0	38,9	1,0	0,0
Utilidade Pública	7,8	9,0	14,8	15,5	2,7	17,1	14,6	37,9	0,7	0,9
Total	6,6	9,5	22,0	21,9	2,7	14,2	12,5	30,3	0,3	1,5

Fonte: elaborado com base nos dados da pesquisa.

Os resultados destacam que: (i) o tamanho médio dos conselhos de administração é de aproximadamente 7 membros; (ii) o setor de Tecnologia da Informação, possui, em média 5

membros, o que está abaixo dos demais setores; (iii) a presença de mulheres nos conselhos também é baixa (9%); (iv) os setores com maior independência são aqueles onde há pouca inserção de empresas governamentais, com exceção do setor de Comunicações; e (v) há uma predominância de profissionais formados em Engenharias e Administração.

Pela ótica da TDR o conselho de administração por meio do estabelecimento de vínculos, denominado por *interlocking*, possibilita a obtenção de informações sobre as demais organizações, acesso as oportunidades de investimento, além de ser uma estratégia para a redução das interdependências. Nesse intuito, foram observadas as relações diretas e indiretas entre os membros do conselho de administração de toda a amostra e posteriormente, os vínculos somente com as empresas do setor financeiro e do setor de atuação da empresa.

Tabela 7
Estatística descritiva do *interlocking* dos membros do conselho de administração

Setor de atuação	Geral		Financeiro		Setor	
	Grau	Inter	Grau	Inter	Grau	Inter
Bens Industriais	1,99	5,58	0,26	0,65	0,28	0,60
Comunicações	1,46	7,25	0,00	1,21	0,13	0,08
Consumo Cíclico	2,27	6,89	0,43	0,83	0,86	1,92
Consumo não Cíclico	2,04	6,97	0,29	0,97	0,18	0,39
Materiais Básicos	2,42	7,84	0,49	0,86	0,46	0,73
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4,06	13,92	0,77	1,69	0,04	0,60
Saúde	1,83	5,59	0,11	0,51	0,32	0,26
Tecnologia da Informação	1,78	7,63	0,53	0,73	0,00	0,28
Utilidade Pública	2,42	5,60	0,22	0,51	1,44	2,08
Total	2,23	6,58	0,33	0,75	0,67	1,23

Fonte: elaborado com base nos dados da pesquisa.

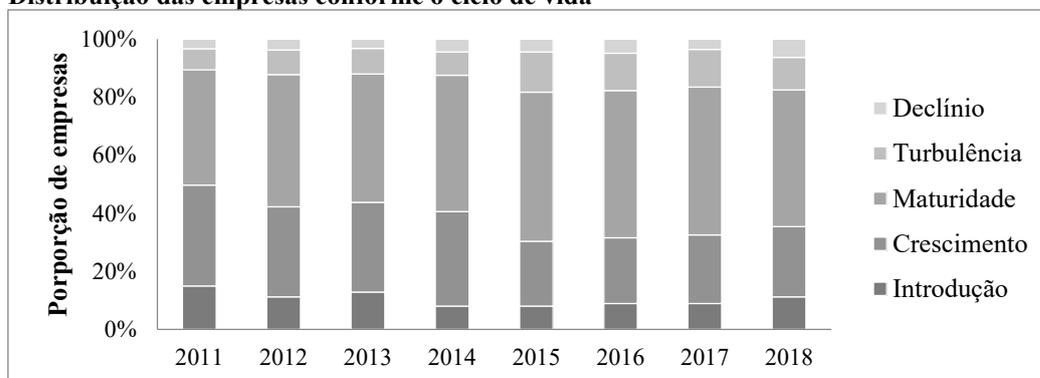
A razão do setor financeiro é para investigar uma tendência de obtenção de novas fontes de financiamento de menor custo, sendo esta uma estratégia de controle das interdependências. Das empresas do próprio setor de atuação, se daria por ser uma estratégia que tanto pode estar ligada a obtenção de novos procedimentos operacionais, como com o controle da cadeia de valor e suprimentos. Nesse sentido, Ortiz-de-Mandojana et al. (2012) salientam que a influência do *interlocking* dos conselheiros varia conforme os tipos de recursos que a organização necessita.

Observa-se que o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis possuem o maior nível de vínculos tanto diretos quanto indiretos com outras empresas, valor este, o dobro da média das empresas dos demais setores. O mesmo se aplica para os vínculos com conselheiros de empresas do setor financeiro, por outro lado, os vínculos com conselheiros entre o setor é abaixo da média geral. Destacam-se ainda os setores de Consumo Cíclico, Materiais Básicas e Tecnologia com maior número de vínculos diretos com o setor Financeiro. Já empresas com baixo nível de vínculos diretos como as do setor de Saúde e de Comunicações apresentam elevado nível de vínculos indiretos com conselheiros de empresas do setor financeiro. Ao analisar os vínculos indiretos entre empresas do mesmo setor, destacam-se os setores de Consumo Cíclico e Utilidade Pública.

Para a análise do ciclo de vida organizacional considerou-se 1.963 observações, as quais foram classificadas nos estágios de introdução, crescimento, maturidade, turbulência e declínio de acordo com o sinal dos Fluxos de Caixa das Atividades, de Financiamento e de Investimento, conforme a metodologia desenvolvida pela Dickinson (2011). O modelo de Dickinson (2011) fundamenta-se na forma como a empresa esta sendo financiada. Para fins de análise dos modelos, o estágio de maturidade será adotado como referência, assim como nos estudos de Daily et al. (2002), Balogh (2016) e Sánchez et al. (2017). Neste estágio a empresa financia suas operações apenas com o resultado operacional por ela gerado (Fluxo de Caixa

Operacional positivo), conseguindo reduzir o montante de dívidas (Fluxo de Caixa de Financiamento negativo) e sendo sua melhor opção de investimento sua atividade fim (Fluxo de Caixa de Investimentos negativo).

Figura 1
Distribuição das empresas conforme o ciclo de vida



Fonte: elaborado com base nos dados da pesquisa.

A partir deste modelo de classificação, verificou-se que aproximadamente 50% das empresas pertencem ao estágio da maturidade (Figura 1). Posteriormente têm-se as empresas no estágio de crescimento, representando em torno de 25% da amostra, que juntos representam mais de 75% das empresas da amostra. Em menores níveis de representatividade encontram-se as empresas em estágio de turbulência (em 10%) e declínio (em média 5%). Ao efetuar uma análise do ciclo de vida ao longo do tempo vislumbra-se, a partir do período de 2014, um aumento no número de empresas classificadas no estágio de maturidade e turbulência, assim como uma queda na proporção de empresas que se encontram nos estágios iniciais.

Tabela 8
Estatística descritiva do ciclo de vida das empresas

Painel A – Características médias do CA frente ao estágio do Ciclo de Vida das empresas					
	Introdução	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Declínio
Tamanho	7,2	7,0	6,8	6,3	6,5
Feminino	7,3%	9,3%	9,3%	8,8%	12,2%
Independência	19,7%	21,8%	23,5%	24,1%	24,3%
Central, de Grau	2,1	2,5	2,4	2,3	1,5
Central, de Intermediação	6,3	7,4	7,2	6,6	4,6
Cooptação	-1,6%	3,7%	-3,6%	-2,4%	-13,5%

Fonte: elaborado com base nos dados da pesquisa.

Os resultados apresentados na Tabela 8 referentes ao conselho de administração apontam para uma redução no tamanho médio dos conselhos e um aumento na proporção de independência conforme a evolução nos estágios do ciclo de vida. Ressalta-se que a presença feminina é proporcionalmente maior em empresas no estágio de declínio, mas com representatividade relevante nos estágios de crescimento e maturidade. Quanto ao *interlocking* observa-se que não houve uma diferenciação acentuada, exceto no estágio de declínio, que apresentou os menores níveis de relação de relações diretas e indiretas entre conselheiros.

Ao se analisar a estrutura de propriedade da amostra, verifica-se em suma que 50% das empresas analisadas são caracterizadas como familiares e 10% com propriedade predominantemente do governo. Esta classificação considera como familiar ou governamental as empresas que possuem ao menos 20% das ações ordinárias em poder da família ou governo, ou que haja pelo menos dois membros indicados pela família ou governo no

conselho de administração. Neste caso, é possível verificar que pelo menos 60% das empresas analisadas no estudo são partes destes dois grupos.

4.2 Resultados das Regressões Múltiplas

O estudo considera os efeitos dos estágios dos ciclos de vida como previsores das mudanças realizadas nos conselhos de administração. Num primeiro momento analisaram-se as empresas no estágio da maturidade (Tabela 9). No segundo momento da análise, efetuou-se a comparação individual de cada estágio do ciclo de vida tendo como referência o estágio de maturidade (Tabela 10).

Tabela 9
Ciclo de vida (maturidade) e mudanças no conselho de administração

	Total	Fem	Indep	Gestão	Supor	Jurid	Grau	Inter	Grau Fin	Inter Fin	Grau Set	Inter Set
Maturidade	-0.247 ** (0.099)	-0.047 (0.036)	-0.021 (0.065)	-0.191 *** (0.071)	0.008 (0.068)	0.018 (0.041)	-0.008 (0.094)	0.137 (0.361)	-0.007 (0.033)	-0.095 (0.082)	-0.035 (0.042)	-0.043 (0.093)
Familiar	0.057 (0.12)	-0.035 (0.036)	0.031 (0.083)	0.067 (0.076)	0.124 * (0.073)	-0.006 (0.041)	0.054 (0.113)	-0.042 (0.418)	0.018 (0.043)	-0.004 (0.106)	0.019 (0.044)	-0.032 (0.098)
Governo	-0.118 (0.183)	0.102 (0.109)	0.042 (0.159)	-0.095 (0.142)	0.060 (0.173)	0.008 (0.107)	-0.090 (0.187)	-0.061 (0.664)	0.013 (0.066)	-0.155 (0.154)	-0.030 (0.1)	0.010 (0.216)
Constante	0.740 (0.681)	0.007 (0.225)	-0.431 (0.403)	-0.054 (0.454)	-0.192 (0.451)	0.039 (0.276)	0.008 (0.701)	0.542 (2.515)	-0.124 (0.251)	-0.205 (0.589)	-0.140 (0.275)	-0.046 (0.588)
R ²	0.087	0.037	0.029	0.047	0.365	0.029	0.017	0.022	0.008	0.018	0.037	0.035
F	2.31	1.76	1.50	1.54	14.00	1.10	0.98	1.18	0.71	0.92	1.60	1.56
Sig	0.000	0.013	0.057	0.046	0.000	0.341	0.485	0.254	0.850	0.574	0.033	0.042
Joint-F Test	6.17	1.74	0.11	7.26	0.01	0.20	0.01	0.14	0.05	1.36	0.70	0.22
Sig - Joint-F	0.013	0.188	0.746	0.007	0.909	0.652	0.932	0.704	0.832	0.245	0.404	0.642

Notas: (*) significância a 0,1; (**) significância a 0,05; (***) significância a 0,01. Os valores entre parênteses são referentes ao erro padrão do coeficiente estimado.

Fonte: elaboração própria.

Considerando os resultados destacados na Tabela 9, pode-se perceber um efeito de redução da cooptação de membros do conselho de administração para empresas no estágio da maturidade. Este resultado vai ao encontro da percepção de que empresas em maturidade tendem a possuir suas interdependências sob controle e incorrerem em menor grau de necessidade de reestruturação de seu conselho. Outro resultado importante destacado nos modelos é o efeito, também negativo, da maturidade das empresas sobre a cooptação de membros com formação na área de gestão. Os resultados, apresentados na sequência permitirão ver que este modo de cooptação está mais relacionado ao estágio de crescimento. Os resultados mencionados colocam a maturidade com significativo poder explicativo para as duas formas de cooptação relacionadas (confirmado pelo joint-F test). Importante verificar que não há distinção entre a cooptação de membros independentes para a maturidade frente aos demais estágios do ciclo de vida.

No segundo procedimento de análise aplicado para esta situação, buscou-se verificar se haveria a distinção das mudanças ocorridas no conselho de administração, considerando os demais estágios do ciclo de vida. Os resultados apresentados na Tabela 10 mostram um efeito mais forte para o estágio de crescimento, sendo significativo para os modelos de explicam a cooptação total, de membros do gênero femininos e de formação em gestão. Segundo o modelo utilizado para este estudo, o estágio de crescimento é aquele onde a empresa possui parte do caixa gerado pelas atividades operacionais e parte do caixa gerado por financiamentos, implicando no aumento do endividamento em proporção semelhante. Desta

forma, a relação positiva para esta relação pode ser um indicativo de que a empresa está buscando novas estratégias para melhoria de seu modelo financeiro. Para ambos os modelos mencionados, as variáveis relacionadas ao estágio do ciclo de vida organizacional foram confirmadas (pelo *joint-F test*) como tendo potencial explicativo das variáveis de cooptação.

Tabela 10
Ciclo de vida e mudanças no conselho de administração

	Total	Fem	Indep	Gestão	Supor	Jurid	Grau	Inter	Grau Fin	Inter Fin	Grau Set	Inter Set
Introdução	0.058 (0.206)	-0.053 (0.069)	0.059 (0.141)	0.093 (0.117)	-0.067 (0.131)	-0.081 (0.092)	0.042 (0.159)	-0.114 (0.667)	0.033 (0.038)	0.213 (0.142)	0.123 (0.087)	0.235 (0.196)
Crescimento	0.343 *** (0.114)	0.072 * (0.043)	0.086 (0.078)	0.303 *** (0.084)	0.042 (0.079)	0.018 (0.045)	0.073 (0.111)	-0.066 (0.419)	0.034 (0.044)	0.075 (0.097)	0.039 (0.049)	0.028 (0.103)
Turbulência	0.187 (0.166)	0.081 (0.053)	-0.169 (0.113)	0.078 (0.12)	-0.116 (0.12)	-0.078 (0.062)	-0.165 (0.148)	-0.431 (0.59)	-0.057 (0.053)	0.043 (0.138)	-0.017 (0.068)	0.012 (0.176)
Declínio	0.025 (0.25)	-0.042 (0.127)	-0.038 (0.118)	-0.202 (0.146)	0.038 (0.173)	-0.007 (0.155)	-0.086 (0.203)	0.117 (0.705)	-0.083 (0.08)	0.170 (0.234)	-0.029 (0.1)	-0.164 (0.228)
Familiar	0.061 (0.12)	-0.033 (0.036)	0.031 (0.083)	0.071 (0.076)	0.125 * (0.073)	-0.005 (0.041)	0.055 (0.113)	-0.043 (0.418)	0.019 (0.043)	-0.006 (0.106)	0.018 (0.044)	-0.034 (0.097)
Governo	-0.127 (0.186)	0.108 (0.106)	0.010 (0.161)	-0.117 (0.143)	0.046 (0.174)	0.000 (0.107)	-0.119 (0.188)	-0.104 (0.67)	0.000 (0.065)	-0.165 (0.154)	-0.042 (0.101)	-0.004 (0.218)
Constante	0.640 (0.689)	0.009 (0.234)	-0.388 (0.401)	-0.044 (0.469)	-0.156 (0.454)	0.086 (0.274)	0.073 (0.697)	0.660 (2.529)	-0.087 (0.249)	-0.344 (0.598)	-0.160 (0.281)	-0.054 (0.593)
R ²	0.089	0.041	0.033	0.055	0.366	0.031	0.019	0.022	0.011	0.019	0.039	0.037
F	2.23	1.74	1.47	1.84	12.98	1.28	0.94	1.08	0.83	0.84	1.52	1.41
Sig	0.000	0.011	0.057	0.006	0.000	0.157	0.552	0.357	0.716	0.695	0.042	0.080
Joint-F Test	2.42	1.52	1.13	4.58	0.46	0.70	0.63	0.16	0.96	0.65	0.72	0.57
Sig - Joint-F	0.047	0.195	0.340	0.001	0.765	0.590	0.639	0.958	0.428	0.630	0.576	0.684

Notas: (*) significância a 0,1; (**) significância a 0,05; (***) significância a 0,01. Os valores entre parênteses são referentes ao erro padrão do coeficiente estimado.

Fonte: elaboração própria.

De modo geral, nesta seção foi possível confirmar que os estágios do ciclo de vida organizacional, especialmente a maturidade e o crescimento se distinguem em efeitos das mudanças do conselho de administração. Para o caso da maturidade, há uma tendência significativa de redução do nível de cooptação de membros para o conselho de administração, mostrando que pode haver uma baixa necessidade de reafirmação dos controles das interdependências. O estágio do crescimento se mostrou em um sentido oposto, tendo um aumento no número de cooptações de membros. Diante destes resultados, confirma-se a hipótese (H₁) de que empresas que se encontram no estágio da maturidade apresentam uma estrutura do conselho de administração diferenciado das empresas nos demais estágios, conforme esperado por Balogh (2016).

5. CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como propósito identificar o efeito dos estágios do ciclo de vida nas características do conselho de administração. Sob a ótica da Teoria de Dependência de Recursos foi proposto que a estrutura do conselho de administração, pautado na *expertise*, no *interlocking* e na cooptação se modifica conforme os estágios do ciclo de vida da organização. Para alcançar o objetivo proposto, efetuou-se uma análise das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2012 a 2018.

Os resultados iniciais destacaram que o tamanho médio dos conselhos de administração é de aproximadamente 7 membros, que a presença de mulheres nos conselhos também é baixa (9%), e os setores com maior independência são aqueles onde há pouca inserção de empresas governamentais. Além disso, verificou-se uma predominância de profissionais formados em Engenharias e Administração.

Ao analisar o ciclo de vida das empresas, verificou-se que aproximadamente 50% das empresas pertencem ao estágio da maturidade, que em conjunto com as empresas em crescimento representam mais de 75% das empresas da amostra. Os resultados evidenciaram ainda uma redução no tamanho médio dos conselhos e um aumento na proporção de independência conforme a evolução nos estágios do ciclo de vida. Ressalta-se que a presença feminina é proporcionalmente maior em empresas no estágio de declínio, mas com representatividade relevante nos estágios de crescimento e maturidade.

A partir dos resultados das regressões, verificou-se que empresas classificadas no estágio de maturidade têm-se uma redução no número de membros do conselho de administração, na cooptação de membros com *expertise* na área de gestão, resultado este contrário ao evidenciado por Balogh (2016). Por outro lado, nas empresas pertencentes ao estágio de crescimento, teve-se um incremento, na cooptação de membros com *expertise* nas áreas de gestão. De modo geral, averiguou-se que os estágios do ciclo de vida organizacional (maturidade e o crescimento) apresentam efeitos distintos nas mudanças do conselho de administração.

REFERÊNCIAS

- Aldrich, H. E., & Pfeffer, J. (1976). Environments of organizations. *Annual Review of Sociology*, 2(1), 79-105.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 203-227.
- Balogh, A. (2016). *Does Life-Cycle Influence Board Composition?* Working paper Available at SSRN 2851327, University of Sydney.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Bonacich, P. (1987). Power and centrality: A family of measures. *American Journal of Sociology*, 92(5), 1170-1182.
- Bonn, I., & Pettigrew, A. (2009). Towards a dynamic theory of boards: An organizational life cycle approach. *Journal of Management & Organization*, 15(1), 2-16.
- Boyd, B. (1990). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, 11(6), 419-430.
- Cameron, K. S., Kim, M. U., & Whetten, D. A. (1987). Organizational effects of decline and turbulence. *Administrative Science Quarterly*, 32 (2), 222-240.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Chen, H. L. (2014). Board capital, CEO power and R&D investment in electronics firms. *Corporate Governance: An International Review*, 22(5), 422-436.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2014). Co-opted boards. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1751-1796.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.
- Daily, C. M. (1995). The relationship between board composition and leadership structure and bankruptcy reorganization outcomes. *Journal of Management*, 21(6), 1041-1056.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617.
- Daily, C. M., McDougall, P. P., Covin, J. G., & Dalton, D. R. (2002). Governance and strategic leadership in entrepreneurial firms. *Journal of Management*, 28(3), 387-412.
- Dalziel, T., Gentry, R. J., & Bowerman, M. (2011). An integrated agency-resource dependence view of the influence of directors' human and relational capital on firms' R&D spending. *Journal of Management Studies*, 48(6), 1217-1242.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/ contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.

- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., & Wong, G. (2016). Do corporate policies follow a life-cycle? *Journal of Banking & Finance*, 69, 95–107.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2016). *Análise de dados: modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®*. Elsevier Brasil.
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279.
- Gonçalves, F. F., Almeida, J. E. F., Bortolon, P. M., & Pündrich, G. P. (2019). O Ciclo de Vida das Firms e as Características do Conselho de Administração. In: *X Congresso Nacional de Administração e Contabilidade-AdCont 2019. IAG| PUC-Rio*.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*, 61, 188-201.
- Haynes, K. T., & Hillman, A. (2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1145-1163.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235-256.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella Jr, A. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: a review. *Journal of Management*, 35(6), 1404-1427.
- Jawahar, I. M., & McLaughlin, G. L. (2001). Toward a descriptive stakeholder theory: An organizational life cycle approach. *Academy of Management Review*, 26(3), 397–414.
- Lynall, M. D., Golden, B. R., & Hillman, A. J. (2003). Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view. *Academy of Management Review*, 28(3), 416-431.
- Perrault, E., & McHugh, P. (2015). Toward a life cycle theory of board evolution: Considering firm legitimacy. *Journal of Management & Organization*, 21(5), 627-649.
- 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: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Ortiz-de-Mandojana, N., Aragón-Correa, J. A., Delgado-Ceballos, J., & Ferrón-Vilchez, V. (2012). The effect of director interlocks on firms' adoption of proactive environmental strategies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 164-178.
- Sánchez, L. P. C., Guerrero-Villegas, J., & González, J. M. H. (2017). The influence of organizational factors on board roles. *Management Decision*, 55(5), 842-871.
- Shen, W., & Cannella Jr, A. A. (2002). Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Academy of Management Journal*, 45(4), 717-733.
- Wernerfelt, B. (1985). The dynamics of prices and market shares over the product life cycle. *Management Science*, 31(8), 928-939.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.