

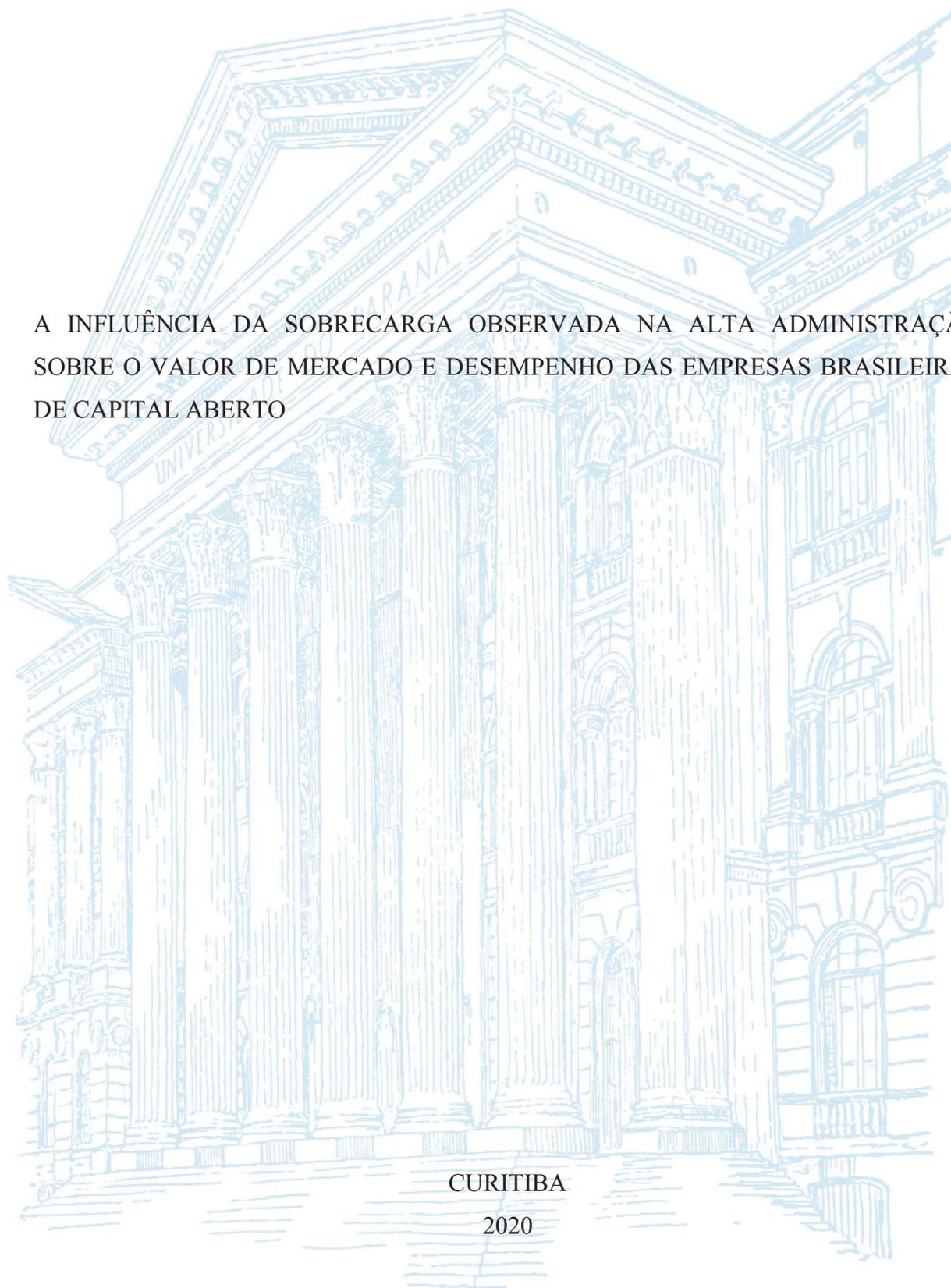
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

MICHEL TEIXEIRA PEREIRA

A INFLUÊNCIA DA SOBRECARGA OBSERVADA NA ALTA ADMINISTRAÇÃO
SOBRE O VALOR DE MERCADO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS
DE CAPITAL ABERTO

CURITIBA

2020



MICHEL TEIXEIRA PEREIRA

A INFLUÊNCIA DA SOBRECARGA OBSERVADA NA ALTA ADMINISTRAÇÃO
SOBRE O VALOR DE MERCADO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS
DE CAPITAL ABERTO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Claudio Marcelo Edwards Barros

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Pereira, Michel Teixeira

A influência da sobrecarga observada na alta administração sobre o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto / Michel Teixeira Pereira. – 2020.

87 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientador: Claudio Marcelo Edwards Barros.

Defesa: Curitiba, 2020.

1. Contabilidade. 2. Desempenho. 3. Empresas brasileiras.
4. Mercado de capitais. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. II. Barros, Claudio Marcelo Edwards. III. Título.

CDD 657

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **MICHEL TEIXEIRA PEREIRA** intitulada: **A INFLUÊNCIA DA SOBRECARGA OBSERVADA NA ALTA ADMINISTRAÇÃO SOBRE O VALOR DE MERCADO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**, sob orientação do Prof. Dr. CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 04 de Agosto de 2020.

Assinatura Eletrônica

07/08/2020 14:40:34.0

CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS

Presidente da Banca Examinadora (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

04/08/2020 17:51:52.0

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

10/08/2020 21:29:48.0

ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador pela dedicação, paciência e compreensão em todos os momentos difíceis, e a aos membros da banca que se dispuseram a contribuir com a pesquisa na qualificação e, posteriormente, na defesa. Agradeço ao meu marido, Elissandro Voigt Beier, que esteve ao meu lado desde o início da graduação até o presente momento. Agradeço aos meus avós, João Teixeira e Margarete dos Santos Teixeira por ajudarem minha mãe, Rosângela dos Santos Teixeira, a me dar uma excelente educação. Agradeço a minha avó, Margarete dos Santos Teixeira, por ter me cuidado e me ajudado financeiramente mesmo eu já estando criado. Aos meus amigos, Deiferson Newton Demarchi e Rafael Micheviz, por me estenderem a mão na cidade de Curitiba quando eu mais precisei. Agradeço ao meu grande amigo, Lucas Desimon Mello, que, no ensino médio, me mostrou que eu poderia entrar em uma universidade federal. A minha amiga, Eliana da Silva Ferroni, pelo carinho e ajuda, até mesmo com dinheiro para aluguel e alimentação. A minha grande amiga, Marli Terezinha da Silva Ferroni, que acompanhou toda a minha evolução nos últimos 15 anos e que esteve comigo durante os momentos de maiores dificuldades da minha juventude. A todos os meus professores do ensino fundamental, médio, técnico, graduação, pós graduação e mestrado, pois foram parte do alicerce para eu chegar até aqui. Agradeço a minha eterna orientadora de iniciação científica e TCC, Maria Ivanice Vendruscolo, por ter me proporcionado oportunidade de imersão no mundo científico e por ter acreditado que eu teria potencial para ser professor desde que decidi isso no quinto semestre de graduação. Do mesmo modo, agradeço às professoras Cristiane Teresinha Domingues de Souza, Caroline de Oliveira Orth e Fernanda Gomes Victor por terem sido tão presentes na minha vida durante a graduação. Aos colegas do PPGCONT, pelos momentos de muitas alegrias, em especial aos colegas Ronaldo dos Santos Alves Rodrigues, Nadia Cardoso Sedorko, Cristina Viana de Jesus e Rayane Camila de Souza, que estavam prontos para secar minhas lágrimas nos momentos de desespero. Agradeço a Camila, por ser a melhor secretária do mundo e estar sempre à disposição para nos ajudar no que precisássemos. Agradeço aos funcionários do RU, que me proporcionaram excelentes refeições sem que ao menos eu precisasse cozinhar ou limpar, possibilitando mais tempo para minha pesquisa e disciplinas. E, por fim, agradeço por ser tão amado e por ter tantos amigos e pessoas que não fazem parte da minha família de sangue, mas que durante toda minha vida fizeram total diferença.

RESUMO

O presente trabalho objetivou examinar a influência da sobrecarga dos conselhos de administração (*Busy Board of Directors*) na valoração e no desempenho das empresas brasileiras de capital de aberto. A sobrecarga em Conselhos de Administração (CAs) é demonstrada através de uma variante oriunda do *Board Interlocking* (BI). Estudos internacionais envolvendo a temática de sobrecarga vêm sendo realizados baseados nos estudos seminais contraditórios desenvolvidos por Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) e Fich & Shivdasani (2006). Os autores se baseiam em hipóteses antagonistas denominadas Hipótese de Sobrecarga e Hipótese de Reputação. A Hipótese de Sobrecarga prevê que CAs constituídos por membros sobrecarregados tendem a desempenhar seu papel sem a eficiência necessária, gerando, assim, uma queda no desempenho operacional e, conseqüentemente, no valor de mercado. A Hipótese de Reputação defende a ideia de que membros sobrecarregados no CA trazem benefícios para o desempenho operacional e, conseqüentemente, para o valor de mercado das empresas, devido à expertise gerencial desenvolvida pelos conselheiros e diretores executivos, e à confiança que o mercado tem nesses membros. Até o presente momento, não foram encontrados no Brasil estudos que testam essas hipóteses. Diante desse contexto, primeiramente analisaram-se os dados descritivamente, demonstrando a existência da prática do BI no cenário brasileiro e, sucessivamente, a variante derivada do BI, denominada *Busy Board* (Conselho Sobrecarregado). Os resultados indicam que o percentual de empresas brasileiras que realizaram o BI no período está entre 70% e 82% das corporações, e dessas, em média, 8% dos membros dos Conselhos de Administração (CA) estão sobrecarregados. Em um segundo momento, foi realizada uma análise dos dados em painel, verificando a influência da sobrecarga do Conselho de Administração sobre o valor de mercado das empresas, (medido pelo Q de Tobin). Por fim, verificou-se a influência da sobrecarga do Conselho de Administração sobre o desempenho operacional das empresas (medido pelo ROE, ROA e Ebtida). Em ambas as situações, os principais resultados apresentam indícios significativos de que, no cenário brasileiro, a Hipótese de Reputação se destaca em detrimento da Hipótese de Sobrecarga. Assim, o estudo traz indícios de que quanto maior a sobrecarga dos membros do Conselho de Administração, melhor será o desempenho operacional e, conseqüentemente, o valor de mercado das empresas.

Palavras-chave: *Busy Board*. *Board Interlocking*. Conselho De Administração. Valor de Mercado. Desempenho Operacional.

ABSTRACT

This paper aimed to analyze the influence of overload on boards of directors in the valuation and performance of Brazilian publicly traded companies. The overload of Boards of Directors (BoD) is demonstrated by a variant coming from the Board Interlocking (BI). International studies regarding the topic of overload have been carried out based on contradictory seminal studies developed by Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) and Fich & Shivdasani (2006). The authors made use of antagonistic hypotheses called Overload Hypothesis and Reputation Hypothesis. The Overload Hypothesis predicts that BoD comprised of overwhelmed members tend to perform their role inefficiently, thus generating a decline in operational performance and, consequently, in market value. The Reputation Hypothesis defends the idea that overwhelmed members on BoD bring benefits to the operational performance and, consequently, to the companies' market value, due to both managerial expertise developed by the directors and executive officers, and reliance placed by the market on these members. To date, no studies have been found in Brazil to test these hypotheses. In view of this context, the data were first analyzed descriptively, demonstrating the exercise of BI in the Brazilian scenario, and, successively, the variant derived from the BI, named Busy Board. The results indicate that the percentage of Brazilian companies that carried out the BI in the period is between 70% and 82% of the corporations, and, out of these, on average, 8% of the members of the Boards of Directors are overloaded. As a second step, an analysis of the panel data was carried out, aiming to verify the overload influence of the BoD on the companies' market value, (measured by Tobin's Q). Finally, the aforementioned influence on the companies' operational performance was verified (measured by ROE, ROA, and Ebtida). In both hypotheses, the main results show significantly that, in the Brazilian scenario, the Reputation Hypothesis stands out to the detriment of the Overload Hypothesis. Thus, this study brings evidence that the greater the overload of the members of the BoD, the better the operational performance will be, and, consequently, the companies' market value.

Keywords: Busy Board. Board Interlocking. Board of Directors. Market value. Operational Performance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Desenho de pesquisa	53
---	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos Apoiadores da Hipótese de Reputação	30
Quadro 2 – Estudos apoiadores da Hipótese de Sobrecarga	39
Quadro 3 – Empresas que divulgaram Formulário de Referência (FR) entre de 2010 a 201852	
Quadro 4 – Definição operacional e constitutiva das variáveis de desempenho	54
Quadro 5 – Definição operacional e constitutiva das variáveis de valoração	55
Quadro 6 – Medidas absolutas de contagem para Tamanho do Board, Board Interlocking e Busy Board	56
Quadro 7 – Variáveis de Board Interlocking e Busy Board.....	58
Quadro 8 – Variáveis de Controle.....	59

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresas que realizaram e/ou não a prática do BI.....	63
Tabela 2 – Composição do BI no Conselho de Administração das Empresas	64
Tabela 3 – Empresas com e sem Sobrecarga nos Conselhos de Administração	65
Tabela 4 – Ceo e Chairman Sobrecarregados.....	66
Tabela 5 – Composição do BB no Conselho de Administração das Empresas.....	67
Tabela 6 – Sobrecarga no CA e DE sobre o valor de mercado da Empresas	69
Tabela 7 – Sobrecarga no CA e DE sobre o ROE	72
Tabela 8 – Sobrecarga no CA e DE sobre o ROA.....	74
Tabela 9 – Sobrecarga no CA e DE sobre o Ebtida.....	76

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

BB	- <i>Busy Board</i>
BI	- <i>Board Interlocking</i>
CA	- Conselho de Administração
CAs	- Conselhos de Administração
GC	- Governança Corporativa
IBGC	- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 QUESTAO DE PESQUISA	23
1.2 OBJETIVOS	24
1.2.1 Objetivo Geral	24
1.2.2 Objetivos Específicos	24
1.3 JUSTIFICATIVA	24
1.4 DELIMITAÇÃO	26
2 REFERENCIAL TEÓRICO	26
2.1 BOARD INTERLOCKING E BUSY BOARD	27
2.1.1 Hipótese de Reputação	29
2.1.2 Hipótese de Sobrecarga	37
3 PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS	49
3.1 DELINEAMENTO MEDOTOLÓGICO	49
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA	51
3.3 DESENHO DE PESQUISA E VARIÁVEIS DO ESTUDO	53
3.3.1 Desenho do Estudo	53
3.3.2 Variáveis dependentes	54
3.3.3 Variável independente	56
3.3.4 Especificações das variáveis de controle.....	58
3.4 MODELOS ECONOMÉTRICOS E TESTES DE HIPÓTESES	60
3.4.1 Desempenho	61
3.4.2 Valoração.....	62
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	62
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	63
4.1.1 BOARD INTERLOKING E <i>BUSY BOARD</i>	63
4.2 ANÁLISE MULTIVARIADA	68
5 CONCLUÕES.....	78
5.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS.....	80
REFERÊNCIAS	80

1 INTRODUÇÃO

Os Conselhos de Administração (*Boards of Directors*) de corporações são estruturas administrativas compostas por um conjunto diversificado de integrantes internos e externos às companhias, os quais são eleitos por acionistas. Formam o mais alto escalão para fins decisórios e de supervisão da organização (Aggarwal, Jindal & Seth, 2019), exercendo o dever de reduzir os custos de agência gerados por agentes econômicos que visem agir em interesse próprio em detrimento, sobretudo, do interesse de acionistas e demais interessados no desempenho da corporação (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983).

De acordo com Hermalin e Weisbach (2001) e Coles, Daniel, e Naveen (2008), as principais funções de profissionais que ocupam posição em Conselhos de Administração (CAs) são de monitorar, controlar e aconselhar Diretores Executivos (DEs) e CEOs nas decisões a serem tomadas com o propósito de melhorar o desempenho econômico e financeiro das corporações. Seguindo essa perspectiva, CAs estruturalmente diversificados e que possuem número adequado de conselheiros para serem considerados independentes deveriam ser capazes de monitorar gestores para que estes tomem decisões na direção de melhorar o desempenho e o valor das corporações nas quais ocupam posição (Aggarwal, Jindal & Seth, 2019).

Estar vinculado a uma empresa como integrante da alta administração é um incentivo para executivos aprimorarem sua reputação como especialistas em monitoramento (Fama & Jensen, 1983). Posições ocupadas por integrantes pertencentes a outras companhias (*outsiders*) são consideradas valiosas, pois fornecem a seus ocupantes prestígio, visibilidade e contatos para possíveis novas posições futuras (Mace, 1986). Integrantes de CAs e DE tendem a receber propostas para ocupar novos cargos em outras corporações em posições equivalentes devido ao bom desempenho das empresas em que exercem ou já exerceram funções, sem necessariamente se afastar das posições que já ocupam e, portanto, acumulando posições em mais de uma empresa (Roudaki, Jamal & Bhuiyan, 2015; Kress, 2018).

A ocupação de posições simultâneas em corporações seja no nível de DE ou Conselho de Administração (CA) ocasiona o fenômeno conhecido como *Board Interlocking* (BI) (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003; Fich & White, 2005; Fich & Shivdasani, 2006; Mendes-da-Silva, 2010; Connelly, Johnson, Tihanyi & Ellstrand, 2011; Al-Musalli & Ismail, 2012; Wong, Gygax & Wang, 2015). O *Board Interlocking* (BI) é considerado um meio de comunicação pelo qual as empresas podem compartilhar informações, ideias e fontes de recursos através do aprendizado e experiência obtidos pelos executivos gestores de empresas. (Fich & White, 2005; Connelly, Johnson, Tihanyi & Ellstrand, 2011; Ribeiro & Colauto, 2016; Cunha & Picoli,

2017). De acordo com Nawfal (2011), empresas de grande porte tendem a apresentar maior número de *interlocking*, por considerarem a *expertise* e aptidão de seus conselheiros.

Esse encadeamento provocado pelo fenômeno do BI proporciona que os membros da alta administração realizem conexões estratégicas que auxiliem na tomada de decisão com objetivo de melhorar o desempenho operacional e aumentar o valor de mercado das empresas (Mol, 2001; Hermalin & Weisbach, 2001; Fich & Shivdasani, 2006; Fich & White, 2005; Shropshire, 2010). Nesse arranjo de conexões de profissionais de alta cúpula das corporações existe também uma variante do BI denominada de Conselho Sobrecarregado (*Busy Board*) que segundo Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) e Fich e Shivdasani (2006) acontece quando o CA de uma corporação tem pelo menos 50% dos seus componentes ocupando simultaneamente três ou mais cargos em outras corporações.

Com base em dados públicos e periodicamente disponibilizados pelas corporações por meio do Formulário de Referência (FR) de exigência da Comissão de Valores Mobiliários, (CVM) conforme Instrução Normativa 480/09, Barros e Colauto (2019) ilustraram exemplos que materializam a ideia subjacente de sobrecarga no nível do integrante de CAs e DEs. Segundo dados de 2015, por exemplo, o executivo Cesar Vaz de Melo que esteve vinculado simultaneamente às empresas Cemig Distribuição, Cemig Geração e Cemig Holding como Diretor de Desenvolvimento de Negócios, também ocupou posição na empresa Redentor S.A. como Presidente do Conselho de Administração e nas companhias Santo Antônio S.A., Light S.A., Light Energia S.A., Light e Serviços elétricos S.A. como conselheiro. Em suma, o executivo ocupou posições em 8 (oito) companhias simultaneamente.

Outro exemplo prático é o do executivo Fersen Lamas Lambranco que em 2010 ocupou funções nas empresas Magnesita S.A., como Presidente do Conselho de Administração, e nas cias Caianda S.A., BRT S.A., Basel S.A., Itaitinga S.A., BRZ S.A., GP investimentos S.A., BHG S.A., Caconde S.A., Berna S.A., Monticiano S.A., Gruçai S.A., Estácio S.A, BR MALLS S.A., Setiba S.A, ALLIS S.A e Moena e Cabinda S.A onde era Diretor Vice-Presidente. No segundo caso, especificamente, Fersen Lamas Lambranco exerceu função de Conselheiro ou Diretor Executivo em 17 (dezessete) empresas no mesmo ano. Em ambos exemplos, os executivos podem, portanto, ser considerados executivos sobrecarregados. Além disso, é possível observar que a ocupação simultânea de posições nas companhias atravessa a posição de Conselheiro podendo chegar na posição de Executivo de Diretoria.

Barros e Colauto (2019) argumentam adicionalmente que, tendo em conta ser possível a determinação de sobrecarga no nível do integrante, é possível saber a proporção exata da quantidade de executivos envolvidos em sobrecarga em cada uma das empresas estudadas. Isso

significa que a contagem de indivíduos envolvidos em sobrecarga conduz à mensuração - por empresa - da proporção da alta administração envolvida em sobrecarga tornando possível determinar o envolvimento em sobrecarga em termos de proporcionalidade e não somente por meio da categorização de que o CA de determinada firma é ou não é sobrecarregado a exemplo dos estudos de Santos e Silveira (2007), Falato, a Kadyrzhanova e Lel (2014), Tan, Kamarudin, Noordin, Rahim (2019), dentre outros.

O BI vem sendo investigado desde o final dos anos 60 quando Dooley (1969) lançou as sementes para a identificação das motivações pelas quais as companhias, sobretudo listadas em bolsa de valores, optavam por sua prática. Com o desenvolvimento de teorias relacionadas à Separação de Propriedade e Controle e Conflitos de Agência (Ross, 1973; Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983) - as quais amparam conceitos contemporâneos de Custos de Agência e Conflitos de Interesse envolvendo agentes que atuam em esforço cooperativo, mas potencialmente desiguais ao longo do tempo - os estudos ligando esses elementos teóricos ao BI tornaram-se mais frequentes.

Já a definição e exploração empírica da ideia de *Busy Board* (BB) começou no início dos anos 2000 com Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003). Os pesquisadores investigaram se executivos com ocupações em múltiplas empresas seriam monitoradores eficazes para preservar os interesses das corporações que representam. Esse monitoramento deve estar relacionado a tomada de decisões e o direcionamento estratégico dos negócios e também harmonizados aos principais interesses da organização com vistas a proteger seu patrimônio e maximizar o retorno sobre seus investimentos e, portanto, potencialmente capaz de influenciar o desempenho operacional e valoração das companhias (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Os autores não conseguiram detectar a relação fundamentada teoricamente de associação adversa entre o BB e medidas contábeis e de mercado representativas de desempenho e valoração corporativas. No entanto, os achados empíricos com relação ao desempenho operacional da empresa apontaram relação positiva com o BB.

Em Seguida, Fich e Shividasani (2006) contestam a pesquisa de Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) afirmando que vários aspectos do desenho do estudo impediram que fosse revelada a prejudicial relação entre desempenho (e valoração) e o fenômeno *Busy Board* (BB). Em revisitação ao tema Fich e Shividasani (2006) observaram indícios de que, em média, corporações em que a maioria dos conselheiros externos detêm três ou mais posições apresentam debilitada capacidade de monitoramento, ocasionando baixo desempenho operacional e valoração de ativos significativamente mais baixos em comparação às companhias onde a sobrecarga não se faz presente.

O estudo seminal realizado por Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) se baseou na Hipótese da Reputação e na Hipótese da Sobrecarga, as quais se tornaram norteadoras para a maioria dos estudos realizados envolvendo BB e notadamente apresentam componentes teóricos derivados da Teoria da Separação da Propriedade e Controle proposta por Fama e Jensen (1983). A Hipótese da Reputação está fundamentada na ideia de que ocupar várias posições é vantajoso para executivos, porque os ajuda a desenvolver uma espécie de *background* gerencial (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003).

Ao participar de múltiplas posições, executivos aprendem sobre diferentes estilos de gerenciamento e conhecem estratégias usadas em outras empresas (Carpenter & Westphal, 2001; Perry & Peyer, 2005). Fama e Jensen (1983) sugerem que a demanda para o executivo atuar como integrante externo pode ser uma certificação independente de atributos ou um sinal da capacidade do profissional. Devido à sua experiência profissional alcançada, é provável que estes atuem em um número maior de *boards* do que aqueles que não ocupam diversos cargos em CAs ou DEs (Cashman, Gillan, & Jun, 2012; Hauser, 2018).

Além de Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) outros autores defendem a Hipótese da Reputação em seus estudos. Jiraporn, Singh e Lee (2009) examinam se a sobrecarga no CA compromete a capacidade de um diretor de realizar efetivamente tarefas de monitoramento. Encontram resultados que apoiam a Hipótese de Reputação de que o *background* profissional dos executivos agrega valor de mercado e melhora o desempenho econômico financeiro das organizações. Tarkovska (2013) examinou o efeito da sobrecarga do CA no fluxo de caixa das empresas. Em consonância com o efeito reputacional, o autor constata que empresas com membros do CA sobrecarregados mantêm um nível mais alto de valores em caixa e boa liquidez financeira. Este efeito está presente, no entanto, apenas em níveis baixos de sobrecarga do CA.

Lu, Wang e Dong (2013) investigaram a relação entre os conselhos sobrecarregados e o desempenho corporativo na China. Os autores afirmam com seus resultados que conselhos sobrecarregados em comparação com os não sobrecarregados, apresentam melhor desempenho corporativo, porém o número de diretorias múltiplas em CA deve manter uma determinada proporção, ou os CA sobrecarregados serão prejudiciais ao desempenho corporativo. E recentemente Hauser (2018) realizou uma pesquisa em que buscava estudar os impactos do BB nos resultados das empresas. O autor conclui que o BB, na dosagem certa, pode ser positivo para os resultados, porém em grande quantidade pode ser negativa, contudo, o seu estudo apoia a hipótese de reputação.

A hipótese de reputação, portanto, prevê uma relação positiva entre um conselho (*board*) sobrecarregado e a capacidade de monitoramento dos seus membros (Jiraporn, Singh

& Lee 2009; Lu, Wang & Dong 2013; Elyasiani & Zhang 2015). Ou seja, quanto mais o executivo estiver sobrecarregado, mais expertise ele desenvolve, fazendo com que desempenhe um melhor trabalho e conseqüentemente causando uma melhora ou boa manutenção do desempenho operacional, financeiro e econômico das empresas, o que corrobora para uma valorização da a empresa.

Em sentido contrário ao da Hipótese de Reputação, a hipótese de sobrecarga avançada por Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) postula que os indivíduos que possuem assentos em múltiplos conselhos externos têm menos tempo para “gastar” servindo nos conselhos internos. Além disso, a custo de acionistas, os executivos podem procurar diretorias externas porque isso melhora sua visibilidade e melhora seu status (Fama & Jensen, 1983; Fich & Shivisani, 2006). Esses benefícios privados podem superar os benefícios de servir internamente os conselhos (Viviers & Mans-Kemp, 2019). Assim, executivos com vários assentos têm menos a ganhar servindo em conselhos internos do que servindo em vários conselhos externos.

Por outro lado, as empresas também podem ser desencorajadas a colocar diretores sobrecarregados como membros executivos internos, já que eles não devem ser capazes de fazer justiça aos deveres de suas obrigações profissionais (Di Pietra, Grambovas, Raonic & Riccaboni, 2008; Cashman, Gillan & Jun 2012; Chiranga & Chiwira, 2014). Como resultado, essa hipótese prevê que um indivíduo que detenha múltiplos assentos em conselhos externos atuará menos nos conselhos internos e o monitoramento dos CAs externos será menos eficaz. Sendo assim, Fich & Shivdasani, (2006) afirmam que CAs sobrecarregados, tendem a exercer influência negativa no desempenho e valoração das empresas.

Do mesmo modo que Fich & Shivdasani (2006) não refutaram a hipótese de sobrecarga, outros estudos seguiram o mesmo caminho. No Brasil, por exemplo, Santos e Silveira (2007) constataram que a valoração das empresas é prejudicada quando ocorre o BI e principalmente quando o BB se encontra presente. Buscando avançar nos conhecimentos com relação aos impactos da sobrecarga no CA, Chen e Guay (2018) analisaram se os acionistas dos CA sobrecarregados estavam satisfeitos com os resultados apresentados. Os resultados dos autores afirmam que os acionistas entendem que potenciais custos de diretores sobrecarregados superam seus benefícios. Esse estudo confirma outros que demonstram os impactos negativos causados pela sobrecarga apoiando a hipótese de sobrecarga.

Di Pietra, Grambovas, Raonic e Riccaboni (2008) analisaram se a qualidade da governança corporativa medida pelo tamanho do CA e a fração de diretores sobrecarregados influencia o valor de mercado das empresas. Os autores mostram que o nível de sobrecarga nos CA influencia negativamente no valor de mercado das empresas. Já o tamanho do CA não

interfere no valor de mercado. Cashman, Gillan e Jun (2012) afirmam que os resultados díspares em trabalhos anteriores resultam de diferenças na composição da amostra e no desenho empírico, porém os autores concordam que prevalece existindo uma associação negativa entre a sobrecarga do CA e o desempenho da empresa conforme afirma a na hipótese de sobrecarga. Field, Lowry e Mkrtchyan (2013) ao realizarem um estudo com o mesmo propósito dos anteriores sugerem que a falta de habilidade de gestão dos executivos pode ser uma possível causa de as empresas sobrecarregadas terem baixo desempenho. Outro resultado interessante é que membros do sexo feminino ou acionistas minoritários tendem a se envolver menos com o *board* e mais com afiliações em outros CAs, buscando obter uma melhor reputação.

Ferris, Jayaraman e Liao (2018) realizaram uma pesquisa buscando examinar as decisões de fusões e aquisições tomadas por CAs sobrecarregados em 57 países. Os pesquisadores ressaltam a existência de uma relação não linear entre a sobrecarga do CA do comprador e os retornos das empresas anunciadas. Desse modo, concluem que o mercado de trabalho penaliza diretores que aprovam más aquisições, mas não os recompensa por boas fusões. Adicionalmente observam que adquirentes com CAs sobrecarregados apresentam desempenho abaixo do esperado. Recentemente Stein e Zhao (2019) verificaram se a distração causada pela sobrecarga de um ou mais membros executivos da empresa afeta o desempenho e valor de mercado das empresas. Mesmo que estes tenham uma boa reputação no mercado acionário os autores afirmam que empresas com diretores executivos independentes sobrecarregados têm desempenho e valor inferior e remuneração superior ao CEO mesmo tendo uma menor qualidade no trabalho.

Seguindo a mesma linha de pesquisa Tan, Kamarudin, Noordin e Rahim (2019) examinam o impacto da sobrecarga do CA na eficiência da empresa sob o conceito de eficiência técnica. Empregando teoria de agência convencional e hipótese de sobrecarga os autores encontram um impacto significativo e negativo sobre a eficiência da empresa, sugerindo que o *BusyBoard* impede significativamente a eficiência da empresa devido à sua questão de super comprometimento. Chen e Guay (2018) ao verificar a satisfação dos acionistas com membros sobrecarregados no CA e se esses membros trazem algum benefício ou não para a organização, apontam que os acionistas consideram que os custos potenciais de diretores sobrecarregados superam seus benefícios e as desvantagens são mais propícias para os diretores que ocupam os conselhos nos quais os finais de exercício se agrupam no mesmo mês.

Devido às dificuldades metodológicas para medir o BB, os estudos empíricos sobre o seu efeito no desempenho das empresas ou sobre sua valoração de mercado são diversificados e, por vezes, contraditórios. Entretanto os estudos realizados por Chiranga e Chiwira (2014) e

Viviers e Mans-Kemp (2019) foram contra as duas hipóteses. Chiranga e Chiwira (2014) investigam a existência de uma ligação plausível entre diretorias múltiplas e desempenho da empresa para as empresas listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo (JSE) na África do Sul. O estudo não encontra diferenças no desempenho entre empresas com CAs sobrecarregados e não Sobrecarregados, assim como nenhuma associação entre diretorias múltiplas e desempenho da empresa. Do mesmo modo, Viviers e Mans-Kemp (2019) ao testarem se as hipóteses de sobrecarga e de reputação estudadas anteriormente por diferentes pesquisadores teriam influência no monitoramento das empresas, não encontram diferença significativa nas reuniões dos CAs com participação de executivos sobrecarregados e não sobrecarregados. Os autores concluem que as duas hipóteses podem ser desconsideradas.

No cenário internacional os temas *Board Interlocking* (BI) e *Busy Board* (BB) vêm sendo debatido pelos órgãos reguladores. Nos Estados Unidos, a Securities and Exchange Commission (SEC) tem se preocupado que diretores corporativos conectados com outras empresas podem deixar escapar informações materiais não públicas para um subconjunto de investidores em suas redes de relacionamento (Cheng, Felix & Zhao, 2019). Em Londres a London Stock Exchange, em seu Manual de Governança Corporativa (GC) defende que membros do CA devem ter uma rígida disciplina em relação a potenciais conflitos de interesses e sólidos princípios de conduta. Isso porque, devido ao fato de se estarem conectados a outros empregos, podem falhar na orientação estratégica e supervisão das atividades de negócios gerais de algum deles. Ao mesmo tempo, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), vem defendendo a ideia que os membros do CA necessitam de disponibilidade de tempo para monitorarem a probidade dos gestores (OCDE, 2011). Sendo assim, se estiverem sobrecarregados, não irão dispor desse tempo, prejudicando o desempenho e valorização da empresa e atingindo diretamente os acionistas, principalmente os minoritários sem poder de voto (Lu, Wang & Dong, 2013).

No Brasil, ao menos um membro do CA está sobrecarregado, em 80,84% das empresas que realizaram BI no período de 2010 a 2015 (Barros & Colauto, 2019). No entanto no cenário brasileiro os estudos com essa temática são escassos, sendo o artigo de Santos e Silveira (2007), a primeira pesquisa a mencionar o tema, envolvendo o efeito causado pelo BB no desempenho e valorização das empresas listadas na [B³]. Nesse artigo, os autores encontram resultados que seguem a mesma linha dos estudos de Core, Holthausen e Larcker (1999); Shivdasani e Yermack, (1999), Fich e Shivdasani, (2006) ao demonstram que o BB é prejudicial para o valor de mercado e desempenho da empresa principalmente quando a DE está intensamente sobrecarregada com outros CA. Porém o autor utiliza as mesmas métricas utilizadas por Core,

Holthausen e Larcker (1999); Shivdasani e Yermack, (1999), Fich e Shivdasani, (2006), Ahn, Jiraporn, e Kim, (2010), Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) e Tarkovska (2013), para mensurar sobrecarga. Essa métrica consiste em utilizarem como metodologia para medir sobrecarga uma variável dicotômica (0,1) onde 1 indicaria que 50% ou mais membros do conselho detêm individualmente três ou mais cargos. Complementando essas pesquisas Field, Lowry e Mkrtchyan (2013), Hauser (2018) buscaram ter uma metodologia diferenciada, ao utilizar estatística descritiva e regressão linear múltipla.

Com o intuito de complementar as pesquisas realizadas nos últimos 20 anos o presente estudo irá utilizar uma metodologia alternativa para medir o BB no Brasil. Desse modo, é possível verificar se as empresas brasileiras seguem o mesmo padrão do estudo realizado por Santos e Silveira (2007). Isso porque, ao mensurar o excesso de carga dos membros da alta administração apenas com dummy, (0,1) observada pelo período de 2003 e 2005, pode não ser o método mais adequado, devido à complexidade de ter diversos executivos (diretores, conselheiros, Ceos, presidentes) envolvidos em múltiplas organizações em diferentes cargos na alta administração. Além disso, será possível verificar se essa pesquisa seguirá o mesmo caminho que Hauser (2018), onde recentemente ao estudar se o BB impacta os resultados das empresas encontrou que a nomeações de seus diretores para outros conselhos afetam o desempenho das mesmas positivamente, agregando valor a elas, ou se o trabalho seguira Fich e Shivdasani (2006), que afirmam que o BB afeta negativamente o desempenho e valoração da empresa.

Dentro das “hipóteses” ainda existe a possibilidade de no cenário brasileiro não existir nenhuma relação entre o BB, o desempenho operacional das empresas e a valoração de mercado. A fim de aumentar o conhecimento acerca do fenômeno e contribuir para as análises de desempenho, esta pesquisa busca analisar a influência da sobrecarga observada em conselhos de administração e diretoria executiva sobre o desempenho operacional e o valor de mercado de empresas brasileiras de capital aberto. Este objetivo foi orientado pela questão de pesquisa que consta na sessão seguinte.

1.1 QUESTAO DE PESQUISA

Considerado o contexto apresentado anteriormente, a questão orientadora desse estudo é: **qual a influência da sobrecarga dos Conselhos de Administração na valoração e desempenho de empresas brasileiras de capital aberto?**

1.2 OBJETIVOS

Diante do problema de pesquisa no qual o estudo se baseia são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

Examinar a influência da sobrecarga dos conselhos de administração (*Busy Board*) na valoração e o desempenho das empresas brasileiras de capital de aberto no período de 2010 a 2018.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Apresentar, na forma censo, a existência de sobrecarga nos Conselhos de Administração e Diretorias Executivas em metodologia alternativa para empresas de capital aberto listadas na [B³];
- Analisar a relação entre o valor de mercado das corporações e a Sobrecarga dos Conselhos de Administração;
- Analisar a relação entre desempenho de variáveis relacionadas ao desempenho operacional das empresas e a Sobrecarga dos Conselhos de Administração; e
- Apresentar concomitantemente se Diretores Gerais ou Diretores Presidentes e Presidentes dos CAs sobrecarregados influenciam o valor de mercado e/ou desempenho operacional das empresas.

1.3 JUSTIFICATIVA

A interligação entre membros da alta administração (Conselheiros, Diretores Executivos, Ceos.), e o desempenho e valoração de mercado das empresas é uma questão de debate na literatura internacional (Cashman, Gillan, & Jun, 2012). Autores como Core, Holthausen e Larcker (1999), Shivdasani e Yermack, (1999), Fich e Shivdasani, (2006), Santos e Silveira (2007), Ahn, Jiraporn, e Kim, (2010), Hauser (2018), e Kress, (2018) realizaram estudos onde encontram que um CA com 50% ou mais dos seus membros interligados a três ou mais empresas tende a reduzir o valor de mercado da empresa e seu desempenho operacional.

Estes autores argumentam que os membros sobrecarregados são menos eficazes devido ao aumento do comprometimento de tempo associado a vários compromissos do CA. Sendo assim, a presença de executivos com múltiplos assentos em CAs de empresas distintas pode influenciar negativamente o desempenho das mesmas. Entretanto, autores como: Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003), Field, Lowry e Mkrtychyan (2013), Tarkovska (2013), Masulis e Mobb (2014) e, recentemente, Hauser (2018), corroboram como a ideia de que múltiplas participações em um CA são uma certificação das capacidades intelectuais do profissional executivo. Portanto, conselheiros sobrecarregados podem afetar positivamente o desempenho das empresas. Nesse contexto, o presente estudo se justifica pelos seguintes fatores:

I) Pela perspectiva acadêmica: o estudo contribui para a escassa literatura no Brasil sobre *Busy Board* (BB) investigando o seu efeito na eficiência das empresas brasileiras. Ademais, poderá auxiliar a literatura internacional por meio de dados empíricos relativos a sobrecarga em CA no Brasil. A maioria dos estudos já realizados concentra-se, em contar o número de profissionais em *Board Interlocking* (BI) entre empresas (Mendes da Silva, 2010). Quando se trata de utilizar o BI para mensurar o BB, a maioria dos estudos segue o mesmo caminho metodológico de Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) e Fich e Shivdasani (2006), medindo o BB com uma variável Dummy (0,1).

De acordo com a perspectiva apresentada, esse estudo preencherá lacunas sobre o tema BB, valoração e desempenho, de modo que essa temática será explorada sobre uma nova visão metodológica de análise, uma vez que a eficácia dos membros da alta administração pode estar condicionada a proporção de sobrecarga individual de cada membro e/ou sobrecarga de cada conselho. Além disto, não foi encontrado no Brasil durante a elaboração dessa pesquisa algum estudo que foque somente na sobrecarga dos membros do CA, sendo este um tema explorado em segundo plano dentro de estudos sobre BI. Isto sinaliza a necessidade de aprofundamento devido a esse tema não ser o objeto principal das pesquisas realizadas.

II) Pela perspectiva prática: ao verificar, o BB no mercado de capitais brasileiro, este estudo proporciona informações relevantes acerca de características basilares dos CAs de empresas brasileiras de capital aberto. Outro elemento relevante é demonstrar para os empresários que, ao contratarem novos membros para compor os CAs, é importante que as empresas compreendam os compromissos externos desses indivíduos e se eles podem dedicar a atenção necessária à sua posição. Outro fator relevante é demonstrar quais são as vantagens e desvantagens de decidir contratar um membro que já está com outras responsabilidades em duas ou mais empresas. Podendo levar a compreensão de como um membro executivo em uma

posição relevante pode vir a impactar o desempenho corporativo da organização dependendo de suas atividades em outras organizações.

III) Pela perspectiva social: a presente pesquisa contribui com órgãos reguladores para que possam encontrar nessa área de conhecimento subvenções imprescindíveis para melhoria dos mecanismos de Governança Corporativa. Desse modo, o estudo colaborará para o desenvolvimento dos mercados de capitais e financeiros do país e para o aperfeiçoamento das regras e práticas de *disclosure* corporativo. Nesse contexto as empresas poderiam divulgar a sobrecarga dos seus membros e dos seus CAs contribuindo para o processo decisório de investidores individuais e institucionais, diminuindo o nível de assimetria de informações. Nessa conjuntura, o presente estudo irá corroborar com o entendimento acerca do número de interligações corporativas dos membros do CA, de modo que saber se a existência de interligação corporativa vem a ser prejudicial para o desempenho e valoração da empresa e assim viabilizar externalidades positivas para a economia brasileira.

1.4 DELIMITAÇÃO

A presente pesquisa busca analisar a influência que a sobrecarga observada nos conselhos de administração e/ou membros executivos, exerce sobre a valoração e o desempenho das empresas brasileiras de capital de aberto no período de 2010 a 2018. Com o intuito de mensurar a sobrecarga dos membros da alta administração de forma precisa nesta pesquisa serão considerados todos os integrantes que compuseram CAs, alguns podendo também compor a DE de uma empresa. Como Barros e Colauto (2019) sinalizam, a partir dessas conexões, será elaborada a métrica contínua utilizada como variável exógena deste estudo. Caso fossem pesquisados somente os integrantes de CAs, a análise de dados estaria subavaliando os volumes de conexões ano a ano e, portanto, subestimando a mensuração da sobrecarga. Essa abordagem possibilitará a expansão da interpretação do envolvimento da firma em sobrecarga utilizando a forma de variável categórica – dummy e ampliando a análise usando uma medida contínua, em percentual de integrantes simultaneamente conectados em três ou mais corporações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção será abordada a fundamentação teórica, bem como os conceitos sobre board Interlocking e Busy Board e suas subdivisões conceituais relacionadas a hipótese de reputação e hipótese de sobrecarga.

2.1 BOARD INTERLOCKING E BUSY BOARD

O papel desempenhado pelo Conselho de Administração (CA) é um dos principais aspectos considerados na literatura sobre Governança Corporativa (GC) ao redor do mundo. Ao mesmo tempo, as relações sociais e institucionais têm sido vistas como fator preponderante para os resultados advindos da atuação de tais conselhos de grandes empresas. Essas relações sociais acabam trazendo consigo o fenômeno do *Board Interlocking* (BI). Esse fenômeno ocorre quando “uma pessoa afiliada a uma organização faz parte do Conselho de Administração (CA) de outra organização” (Mizruchi, 1996).

Bazerman e Schoorman (1983) descrevem o BI como sendo “a estratégia de gestão organizacional mais amplamente utilizada”. Hallock (1997) sustenta que a ocorrência de interconexões entre Conselhos de Administração (CAs) é muito ampla para ser aleatória e, portanto, reflete significativamente nos resultados organizacionais. As causas e consequências do BI têm sido um tema de debate acadêmico desde que o Comitê Pujo as identificou como um problema no início do século XX (Kaczmarek, Kimino, & Pye, 2014).

O Comitê Pujo foi um subcomitê do Congresso dos Estados Unidos em 1912–1913, formado por uma comunidade de banqueiros e financiadores de *Wall Street* que exercia um poderoso controle sobre as finanças do país para investigar a chamada “*money trust*” (Chernow, 2010). Após uma resolução apresentada pelo congressista Charles Lindbergh Sr. para uma investigação sobre o poder de *Wall Street*, o congressista Arsène Pujo, da Louisiana, foi autorizado a formar um subcomitê do Comitê de Bancos e Moeda da Câmara. O Comitê descobriu várias forças, como a consolidação de bancos e as diretorias interligadas (pequenos grupos dos mesmos homens servindo como diretores em vários CAs diferentes) levaram a um aumento da acumulação de riqueza de 42,9% do total de recursos bancários dos EUA mantidos por seus vinte maiores bancos (Pujo, 1913).

Diante do contexto apresentado anteriormente, com muitas surpresas para os investigadores, verificou-se que “180 indivíduos” cobrindo “341 diretorias em 112 empresas possuíam \$ 22.245.000.000 em recursos agregados de capitalização” (Pujo, 1913). Esse fluxo de pesquisas floresceu ao longo das décadas de 1970 e 1980 nos EUA e no Reino Unido, particularmente de uma perspectiva de dependência de recursos (Pfeffer 1972; Allen 1974; Pfeffer & Salancik 1978; Aldrich 1979; Burt 1983; Stiglitz 1985; Mizruchi & Stearns 1988; Mizruchi 1996;) e continuou a atrair contribuições importantes, com interessantes descobertas internacionais, incluindo Jackling e Johl (2009) para a Índia; Geletkanycz e Boyd (2011), Kang, Cheng e Gray, (2007) para os EUA; Khanna e Thomas (2009) para o Chile; Kiel e Nicholson

(2006) para a Austrália; Ong, Wan e Ong (2003) e Phan, Lee e Lau (2003), para Singapura; Yeo, Pochet e Alcouffe (2003) para a França através da perspectiva da teoria da agência.

Mace (1986) expressa a visão de que o compartilhamento de executivos entre organizações constitui laços sociais entre membros da classe executiva relevante de um país que representam a integração da classe capitalista. De acordo com a teoria da propriedade e controle, os diretores executivos ao fazer parte de outras organizações podem, portanto, ser um meio de controle gerencial interempresarial. Desse modo, essa conexão atende ao interesse da classe alta que inibe a mudança e a inovação (Zeitlin, 1974), o que é particularmente relevante para empresas financeiras e de serviços públicos (Useem, 1984).

Quando diretores executivos estão participando em outras empresas em excesso, é provável que essa atitude exponha os diretores a várias atividades que eles não conseguem conciliar e, portanto, sua pouca atenção gerencial fica comprometida (Eisenhardt, 1989). Como resultado, é provável que o CA não consiga dedicar tempo e energia suficientes para monitorar e controlar os Diretores Executivos (DEs) da empresa. Em outras palavras, quando os diretores realizam muitas nomeações externas do conselho, eles podem ficar ocupados demais para realizar um monitoramento eficaz do CA da empresa. Isso é devidamente observado pelo regulamento do Reino Unido, que recomenda um limite para o número de mandatos adicionais da diretoria para os DEs e assegura tempo suficiente de comprometimento e insumo pelos DE e Presidente do CA (Council, 2012; Walker, 2009). Portanto, acredita-se que a interconexão entre CA seja benéfica para empresas.

De acordo com Mace (1986) os cargos em CAs externos são estimados por fornecerem perceptibilidade, *expertise* gerencial e autoridade aos executivos. O suporte empírico ao argumento da reputação pode ser encontrado em vários estudos. Desse modo, demonstra-se que o número de diretorias externas está relacionado ao desempenho da empresa com dificuldades financeiras (Gilson, 1990). Isso se sustenta para empresas que cortam dividendos (Kaplan & Reishus, 1990), que optam por não receber disposições rigorosas contra aquisições (Coles & Hoi, 2003) e que contratam seus Ceos após a aposentadoria (Brickley, Linck, & Coles, 1999).

De acordo com o cenário apresentado o número de posições ocupadas por um diretor externo pode ser usado para representar a reputação do diretor no mercado de trabalho externo (Brown & Maloney, 1999). Essa linha de argumento sugere que as empresas, com o objetivo de aumentar seu valor, terão uma demanda por diretores de renome (representados por vários membros do CA) para servir em seus CAs. Esse efeito de valor positivo pode ser atribuído ao monitoramento real por diretores de renome, ao seu papel de consultoria especializada e de expansão de limites, bem como a um efeito de sinalização positivo.

A literatura questiona os benefícios de manter muitos membros participantes de múltiplas empresas no CA. Múltiplas diretorias podem diminuir a eficácia de diretores externos como monitores corporativos (Core, Holthausen & Larcker, 1999; Shivdasani & Yermack, 1999). Ferris, Jagannathan, e Pritchard, (2003) não encontram uma relação significativa entre a relação do valor de mercado e o número médio de cadeiras no conselho de administração, e Shivdasani (2006) relatam que diretores ocupados podem prejudicar o desempenho da empresa.

Especificamente, os autores afirmam que as empresas com CAs nos quais a maioria dos diretores externos está sobrecarregada (ou seja, com três ou mais diretorias) têm governança corporativa mais fraca. Perry e Peyer (2005) concluem que, quando os executivos têm fortes incentivos para aumentar o valor do acionista, o acúmulo de cadeiras nos CAs tem um impacto positivo no valor da empresa. E finalmente, Conyon e Read (2005) mostram que os executivos optam por gastar mais tempo em diretorias externas do que o ideal para a empresa empregadora, o que prejudica o desempenho da empresa.

2.1.1 Hipótese de Reputação

O mercado de diretorias funciona como uma importante fonte de incentivos para diretores externos desenvolverem reputações como especialistas em monitoramento (Fama & Jensen, 1983). Mace (1986) argumenta que as diretorias externas são consideradas valiosas porque fornecem prestígio, visibilidade e contatos comerciais aos executivos. Nesse contexto o número de diretorias externas pode sinalizar a qualidade do diretor (Fama & Jensen, 1983). Os diretores com mais assentos em conselhos externos devido a sua experiência tendem a desenvolver *expertise gerencial* e oferecer um melhor monitoramento, além de prestar boas orientações aos seus monitorados.

Nessa conjuntura, os membros externos do conselho devem ajudar a atenuar os custos da agência e desencorajar aquisições de redução de valor motivadas por conflitos de agência. Esse contexto prevê que a reação do mercado é mais positiva (ou menos negativa) para as empresas em que os diretores ocupam outros cargos externos (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Essa hipótese é baseada no argumento de que várias diretorias são vantajosas porque ajudam os executivos a desenvolver um tipo de *Background* (expertise gerencial devido a sua experiência), sendo definida inicialmente por Fama e Jensen (1983) e aperfeiçoada por Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) como hipótese de reputação.

Acredita-se que ao participar de muitos conselhos, um executivo aprende sobre diferentes estilos ou estratégias de gerenciamento usadas em outras empresas (Carpenter & Westphal, 2001; Perry & Peyer, 2005). Fama e Jensen (1983) sugerem que a demanda do executivo para atuar como diretor externo pode ser uma certificação ou sinal independente da capacidade do executivo. Portanto, executivos competentes e com excelente experiência são muito procurados e espera-se que ocupem posições externas diversificadas em outros conselhos. Devido à sua competência e vasta experiência, é provável que atuem em um número maior de CAs do que aqueles que não possuem múltiplas diretorias. O suporte empírico ao argumento da hipótese de reputação pode ser encontrado em diversos estudos apresentados no quadro 1.

Quadro 1 – Estudos Apoiadores da Hipótese de Reputação

Autores	Valoração	Desempenho	HR*
(Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003)	Positiva	Neutro	X
(Jiraporn, Singh & Lee, 2009)	Positiva	Positiva	X
(Lu, Wang & Dong, 2013)	-	Positiva	X
(Field, Lowry & Mkrtychyan, 2013)	Positiva	-	X
(Hauser, 2018)	Positiva	Negativa	X

Elaborado pelos autores (2020)

*HR: Hipótese de Reputação

Os investidores institucionais e os acionistas ativistas criticam as empresas por nomear diretores que detêm diretorias em várias empresas, alegando que esses diretores são incapazes de monitorar efetivamente o gerenciamento inúmeras empresas (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Observadores informados, como Allen (1992) do *Delaware Court of Chancery*, argumentam que “o monitoramento efetivo exige um comprometimento de tempo e recursos”. Alguns estudiosos contrapõem que o mercado de diretores atende aos interesses dos acionistas (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Fama e Jensen (1983) sustentam que várias nomeações em *boards* podem sinalizar a qualidade do diretor.

A nomeação para múltiplos *boards* pode ser o resultado do desempenho superior desfrutado anteriormente pela empresa para a qual o indivíduo atua como diretor ou membro executivo de alto escalão (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Se o mercado de diretores estiver vinculado ao desempenho corporativo, o sucesso da empresa poderá gerar ofertas adicionais de empregos nos *boards* (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Fama e Jensen (1983), Gilson (1990), Kaplan e Reishus (1990) e Vafeas (1999) sugerem que o número de diretorias mantidas por um diretor possa representar uma proxy para o capital reputacional, sendo esses indivíduos vistos como diretores de alta qualidade. Além disso, o serviço em várias

diretorias pode fornecer ao diretor uma maior diversidade de experiências. No entanto, os próprios diretores discordam sobre a questão de várias diretorias (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003).

A reclamação mais comum entre os diretores, segundo Lipton e Lorsch (1992), é tempo insuficiente para o desempenho de suas responsabilidades profissionais. Uma pesquisa com os diretores das empresas da Fortune 500 por Korn/Ferry International (1998) descobre que muitos diretores acreditam que múltiplas nomeações para *boards* colocam um fardo excessivo em um diretor. De acordo com a Korn/Ferry International (1998) 56% dos diretores externos relatam que recusaram um convite para servir em um conselho adicional, com a maioria citando a falta de tempo como motivo da recusa. É evidente que esses diretores acreditam que muitas atribuições do *board* podem dissipar seu tempo e atenção, prejudicando sua capacidade de monitorar a administração (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). O mesmo estudo também constata que a maioria dos diretores acredita que os CEOs e outros diretores internos devem ser limitados no número de *boards* para os quais são nomeados. No entanto, os diretores estavam divididos no que desrespeito à, se esses limites devem ser impostos a diretores externos (Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003). Sendo assim, a posse de várias diretorias prejudica a atuação individual de um diretor.

Esse cenário instigou Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) a realizarem um estudo para testar a hipótese de que os diretores que atuam em vários conselhos se tornam tão sobrecarregados que não conseguem monitorar a gerência adequadamente. Esse contexto apresenta o que os autores chamaram de hipótese de *Busyness* (hipótese de sobrecarga) das diretorias corporativas. Adicionalmente os autores testaram também a Hipótese de Reputação que já era considerada por Fama e Jensen, (1983), porém ainda não testada em cenário de sobrecarga dos membros executivos. Dessa forma os autores também aprimoraram a hipótese de reputação. Com a finalidade de testar as hipóteses (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003) utilizaram os seguintes procedimentos metodológicos: primeiramente selecionaram a amostra principal que consiste nas empresas da *COMPUSTAT* com pelo menos US \$ 100 milhões em ativos totais no início de 1995. Os autores obtiveram formulários de 2.002 dessas empresas, das quais coletaram nomes de diretores, idade, propriedade individual do diretor, propriedade do conselho, posse do conselho, afiliação profissional e independência. Adicionalmente Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) Obtiveram o nome dos diretores, a idade e a propriedade do conselho para 1.188 empresas adicionais da *Compact Disclosure*. Isso produziu uma amostra final de 3.190 empresas.

Para as medidas de sobrecarga Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) utilizaram duas variáveis dicotômicas. Na primeira atribuíram 1 para diretores sobrecarregados e 0 para não sobrecarregados. Em seguida foi atribuído o número 1 para os CAs que tivessem com 50% ou mais dos membros sobrecarregados e 0 para os CAs que tivessem com menos de 50% dos membros sobrecarregados. Essas variáveis *dummys* apresentadas, foram utilizadas como variáveis exógenas do modelo de dados em painel utilizado pelos autores. Como variáveis endógenas do estudo, foram utilizados o Market to Book e o desempenho anterior da empresa, que é estimado como a média da margem operacional média no período de 1993 a 1995 para todas as empresas às quais o diretor foi afiliado.

Os principais resultados do estudo de Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) demonstram que um conjunto de características da empresa e individuais dos executivos pode ser usado para explicar o número de diretorias externas mantidas por um indivíduo, fornecendo uma visão relevante sobre a natureza da curva de oferta dos conselheiros. Os diretores que atendem empresas maiores e participam de CAs maiores têm uma probabilidade elevada de atrair cargos adicionais (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Diretores com múltiplos cargos geralmente são pessoas externas da empresa, executivos mais experientes, banqueiros ou consultores. Outro fator relevante é que a sobrecarga nos *boards*, afeta positivamente os retornos da empresa. Essa descoberta sugere que a reputação é importante no mercado para diretores. Especificamente, as ofertas de emprego como diretor parecem estar condicionadas pela qualidade do serviço anterior do *board*, medido pelo desempenho financeiro da empresa em que o executivo fez ou faz parte anteriormente (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003).

Para os executivos, as ofertas para serem membros dos *boards* se correlacionam com o desempenho da empresa que gerenciam. No entanto, os resultados corroboram a afirmação de Fama e Jensen (1983) de que há um efeito reputacional no mercado para diretores. Em contrapartida não a relação negativa prevista pela hipótese de sobrecarga entre o número de membros do *board* de um diretor e o desempenho subsequente da empresa. Outros testes da hipótese de sobrecarga são consistentes com esses resultados (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Os participantes do mercado não reagem negativamente à nomeação de um diretor múltiplo (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003).

Ademais, não há indícios de que vários conselheiros se esquivem de suas responsabilidades e nenhuma evidência estatisticamente significativa de uma relação entre várias diretorias e a probabilidade de que a empresa seja nomeada em um processo por fraude de valores mobiliários (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Esses resultados prejudicam os argumentos do Conselho de investidores institucionais e de outros acionistas de que

compromissos externos excessivos dos diretores de uma empresa podem prejudicar o desempenho da empresa (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). As evidências apresentadas não suportam pedidos de ativistas de governança corporativa para limitar o número de diretorias mantidas por qualquer indivíduo (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003).

As diretrizes da Associação Nacional de Diretores Corporativos (NACD) recomendam que os Diretores Internos e CEOs corporativos seniores não ocupem mais de três diretorias externas (Jiraporn, Singh & Lee, 2009). Da mesma forma, as políticas de governança corporativa do Conselho de Investidores Institucionais (CII) sugerem que indivíduos com empregos em período integral não devem servir em mais de dois outros *boards* (Jiraporn, Singh & Lee, 2009).

Embora a literatura existente sugira que há um vínculo entre a sobrecarga dos diretores executivos e o desempenho corporativo (embora sem evidências conclusivas), ainda não está claro de que forma a sobrecarga dos diretores afeta o valor da empresa (Jiraporn, Singh & Lee, 2009). Diante desse cenário, os autores decidiram examinar a relação entre a sobrecarga dos membros do *board* e sua capacidade de servir em comitês dentro da empresa. Os comitês selecionados pelos autores são: Comitê de Auditoria; Comitê de Pessoas; Comitê Operacional; Comitê de Partes Relacionadas; Comitê Estratégico e de Sustentabilidade e Comitê Financeiro.

Para atingirem seus objetivos Jiraporn, Singh e Lee, (2009) obtiveram sua amostra inicial no IRRC (*Investor Responsibility Research Center*), disponível no *Wharton Research Data Service (WRDS)*. O IRRC disponibilizou dados sobre governança corporativa e diretores de cerca de 1.500 empresas. O período da amostra abrange cinco anos, de 1999 a 2003. Foram descartadas observações das empresas com dados insuficientes (Jiraporn, Singh & Lee, 2009). No final restaram 41.475 observações de 1471 empresas na amostra (Jiraporn, Singh & Lee, 2009). Essa amostra é substancialmente maior que a de quaisquer estudos anteriores, aumentando assim o poder estatístico dos resultados (Jiraporn, Singh & Lee, 2009).

Os autores também utilizam dados em painel tendo como variáveis exógenas as medidas de sobrecarga dos diretores executivos e dos seus respectivos *boards*. Para as medidas de sobrecarga utilizou-se a mesma metodologia de Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) e Fich e Shividasani, (2006). Como variáveis endógenas do estudo foram utilizadas as características da empresa, dos diretores e dos conselhos (Jiraporn, Singh & Lee, 2009). As variáveis endógenas de Características dos Diretores são: Sexo Masculino ou Feminino; Raça, e ainda é criado uma variável dicotômica que identifica se o executivo é membro de um grupo de minorias, onde 1 é sim e 0 é não (Jiraporn, Singh & Lee, 2009). E como Características da empresa os autores se utilizaram do total das vendas/faturamento, total de ativos, endividamento

e Ebit (Jiraporn, Singh & Lee, 2009). Como características do conselho foram coletados o tamanho do conselho, % de conselheiros independentes (Jiraporn, Singh & Lee, 2009). E finalmente como variáveis de controle consideraram a idade do diretor, a participação acionária do diretor, diretor independente (1 se sim e 0 se não) (Jiraporn, Singh & Lee, 2009).

Os resultados de Jiraporn, Singh e Lee (2009) indicam que empresas com Conselhos de Administração (*boards*) sobrecarregados têm menor probabilidade de serem diversificadas e sofrem um desconto de diversificação profundo. Em apoio à hipótese de sobrecarga, as evidências empíricas desse estudo sugerem que, em níveis baixos de múltiplas diretorias ocupando outros *boards*, os diretores tendem a servir em menos comitês do conselho. Em níveis mais altos de múltiplos cargos ocupados pelos executivos em *boards* distintos, a hipótese da reputação parece ser apoiada pelo fato de os diretores sobrecarregados servirem em um número maior de comitês. Na medida em que a hipótese de sobrecarga é apoiada, os resultados sugerem que a falta de envolvimento do trabalho do comitê pode ser uma possível causa dos relatos de consequências de valor negativo de várias associações ao conselho, do mesmo modo que é defendido por (Fich & Shivdasani, 2006).

Com o objetivo de esclarecer vários outros fatores que podem impactar o número de comitês internos do *board* o estudo de Jiraporn, Singh e Lee (2009) chegou as seguintes conclusões: primeiro, descobriu que os conselheiros minoritários detêm um número maior de cargos nos comitês do *board* e os conselheiros independentes tendem a servir em mais comitês internos do *board* quando comparados aos dependentes. Em seguida o estudo identificou que somente quando a participação acionária é maior, os executivos se motivam a contribuir mais, atuando em mais comitês do *board*. Além disso, os autores relatam que os diretores de empresas regulamentadas atuam em um número maior de comitês. E finalmente, afirma-se que a relação entre múltiplos cargos em diferentes *boards* e a probabilidade de servir em comitês individuais não é uniforme nos vários comitês estudados.

Essa questão dos diretores "sobrecarregados" além de receber atenção na literatura acadêmica internacional, também vem ganhando visibilidade na imprensa de negócios. Fich e Shivdasani (2006) constatam que as empresas com conselhos sobrecarregados, apresentam índices mais baixos de valor de mercado, rentabilidade mais fraca e menor sensibilidade do CEO. Core, Holthausen e Larcker (1999) descobrem que os CEOs de empresas com diretores sobrecarregados são pagos excessivamente, sugerindo que os conselhos sobrecarregados podem não monitorar efetivamente o gerenciamento. Consistente com essas supostas desvantagens dos conselhos sobrecarregados, a Associação Nacional de Diretores Corporativos, o Conselho de Investidores Institucionais e os Serviços Institucionais para

Acionistas (2012) recomendaram várias limitações em relação ao número de conselhos em que os conselheiros atuam. Coincidindo com essas recomendações, 74% das empresas Standard e Poor's (S&P) 500 limitam o número de diretorias corporativas que seus membros do conselho podem ocupar. Embora essas recomendações e pesquisas acadêmicas sugiram que os conselhos sobrecarregados sejam prejudiciais para as empresas, a pesquisa até agora se concentrou em empresas grandes e experientes, por exemplo, a amostra de Fich e Shivdasani (2006) consiste em 500 empresas da Forbes.

Como Coles, Daniel e Naveen (2008) e Linck, Netter e Yang (2008) enfatizam que, a proposta "tamanho único" leva a resultados abaixo do ideal para muitas empresas. No entanto, Hermalin e Weisbach (2003) observa que a pesquisa é escassa nos conselhos de administração de pequenas empresas. Nesse contexto Field, Lowry e Mkrtychyan (2013) examinaram os efeitos de *boards* sobrecarregados em empresas recém-públicas, pois argumentam que as demandas são diversificadas em seus *boards* quando comparadas com empresas grandes e experientes. As empresas publicadas recentemente não têm experiência anterior na navegação nos mercados de capitais, o que significa que provavelmente dependerão fortemente de seus diretores para contatos e aconselhamento em diversos assuntos (Field, Lowry & Mkrtychyan, 2013). Acredita-se que diretores sobrecarregados são mais experientes e mais conectados e, portanto, bem posicionados, para ajudar as empresas nessas dimensões. A amostra consiste em empresas listadas no banco de dados *RiskMetrics* no período de 1996 a 2009. Foram realizadas regressões em dois estágios em que cada observação representa um ano da empresa.

O modelo de regressão do primeiro estágio apresenta a sobrecarga do *board* com as empresas da Forbes 500 e da S&P1500 separadamente. A sobrecarga do *board* segue o modelo de Ferris, Jagannathan e Pritchard, (2003), uma variável dummy igual a um se pelo menos metade dos diretores independentes estiver sobrecarregada e 0 para o oposto. As regressões do primeiro estágio incluem três variáveis instrumentais: (1) uma variável dummy que é igual a um se o conselho da empresa estava sobrecarregado há três anos, (2) a porcentagem de diretores independentes com mais de 60 anos de idade, e (3) uma variável dummy que é igual a um se pelo menos um diretor independente for do sexo feminino, mais as interações de cada variável instrumental com a dummy. As variáveis dependentes nas regressões do segundo estágio são: a relação Market-to-Book e do ROS (receita líquida / vendas), ambas medidas em cada final de ano fiscal, 1996-2009.

Os principais resultados de Field, Lowry e Mkrtychyan, (2013) demonstram que, entre as empresas recém-publicadas, as que possuem *boards* sobrecarregados são mais valorizadas. Os autores acreditam que, devido a uma demanda relativamente alta por consultoria em serviços

de monitoramento, diretores sobrecarregados podem ser especialmente benéficos para empresas jovens. Diretores sobrecarregados, quase por definição, tendem a ser mais bem conectados e mais experientes do que seus colegas não sobrecarregados, e essas características terão um valor óbvio para empresas com relativamente poucas conexões e pouca experiência (Field, Lowry & Mkrtyan, 2013). Consistente com essa intuição dos autores, descobriu-se que *boards* sobrecarregados são comuns entre empresas recém-publicadas: 49% das empresas dessas empresas possuem *boards* sobrecarregados.

Complementarmente, Field, Lowry e Mkrtyan (2013) descobrem que o valor da empresa está aumentando a sobrecarga do conselho para empresas recentes. À medida que essas empresas amadurecem, espera-se que a demanda por aconselhamento diminua e a demanda por monitoramento aumente (Field, Lowry & Mkrtyan, 2013). Consistente com essa conjectura, descobriu-se que, à medida que as empresas amadurecem, a frequência de *boards* sobrecarregados diminui. Além disso, a relação positiva entre a sobrecarga do *board* e o desempenho da empresa é atenuada de cinco a dez anos após a oferta das ações (Field, Lowry & Mkrtyan, 2013).

A eficácia dos conselhos corporativos como mecanismo interno de governança é questionada pelos céticos (Hauser, 2018). As críticas aumentam quando os diretores atuam simultaneamente em múltiplos *boards* e suas cargas de trabalho são sobrepostas. A Associação Nacional de Diretores Corporativos Americana recomenda que os diretores dediquem pelo menos 160 horas por ano para cada atuação em board. Lipton e Lorsch (1992) argumentam que os deveres de um diretor exigem pelo menos 100 horas anuais por nomeação por *board*, excluindo o tempo de viagem. No entanto, nomeações simultâneas do *board* não são incomuns: mais de 20% dos diretores das empresas Standard e Poor's (1500) ocupam múltiplos cargos em *boards* distintos e quase 85% das empresas S&P1500 compartilham pelo menos um diretor com outras empresas S&P1500.

A pesada carga de trabalho e a prevalência de diretorias concorrentes desencadeiam um debate sobre a preocupação de que as estruturas ocupadas dos boards of directors sejam ineficientes. Hauser (2018) ao se deparar com esse contexto buscou identificar o efeito direto de múltiplas nomeações de membros da alta administração no desempenho da empresa. Ressalta-se que o autor se utilizou de um referencial empírico, baseado em Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) Fich & Shivdasani, (2006) Field, Lowry & Mkrtyan (2013), além dos clássicos Fama e Jensen (1983) para embasar a teoria da agência. Metodologicamente o Hauser (2018) utilizou danos em painel, tendo como variável exógena a sobrecarga dos membros dos *boards*. Como variáveis endógenas de desempenho e valoração, Hauser (2018) utilizou o ROA

e o Q de Tobin respectivamente. Como variáveis de Controle foram selecionadas Idade da firma, alavancagem financeira, tamanho do conselho, P&D (% de ativos).

Para superar os problemas de endogeneidade, foi explorado a variação nas nomeações do conselho induzidas por fusões (Hauser, 2018). A estratégia empírica utiliza as fusões como um experimento natural que encerra as diretorias, tendo em vista que, quando duas empresas com dois conselhos se fundem a uma empresa, a grande maioria das diretorias na empresa adquirida é encerrada (Hauser, 2018). Econometricamente, a vantagem dessa fonte de variação é que ela permite examinar mudanças nos resultados conforme as nomeações do conselho variam, enquanto absorve as características da empresa e do diretor (Hauser, 2018). Após essas fusões, o autor examina o desempenho das outras empresas que continuam empregando os diretores afetados e acham que seu desempenho melhora.

A principal constatação de Hauser, (2018) é que uma redução nas nomeações para o conselho está associada ao aumento dos lucros operacionais e a maiores índices de valor de mercado. A conclusão de que o desempenho de uma empresa responde a uma fusão de outra empresa fala da questão de saber se os conselhos são importantes (Hauser, 2018). Partindo do pressuposto de que as duas empresas só são relacionadas por meio de um diretor compartilhado, segue-se que esse diretor está canalizando a resposta (Hauser, 2018). A constatação de que esse diretor pode agregar valor é uma evidência da relevância dos conselhos (Hauser, 2018).

2.1.2 Hipótese de Sobrecarga

A sobrecarga observada nos executivos do alto escalão das empresas representa uma condição na qual os diretores tentam conciliar múltiplos cargos em conselhos externos, ocasionando o fenômeno conhecido como *Busy Board of Directors* (Conselho de Administração sobrecarregado) (Harris & Shimizu, 2004). Curiosamente, a literatura sobre o *Busy Board* (BB) demonstra que esses efeitos prejudiciais não ocorrem quando a sobrecarga média de diretores específicos é considerada (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Harris & Shimizu, 2004). No entanto, quando diretores sobrecarregados representam pelo menos 50% do conselho, são relatados efeitos negativos consideráveis no desempenho operacional e na valoração (Fich & Shivdasani, 2006).

O que está em questão aqui é a distribuição de assentos no conselho sobrecarregados por membros executivos, em particular, que normalmente têm mais diretorias externas do que internas. Portanto, a condição do conselho sobrecarregado, onde a maioria dos diretores está sobrecarregado, assenta na suposição da massa crítica necessária para que o fenômeno da

sobrecarga seja desafiador para o conselho como um todo (Fich & Shivdasani 2006). A hipótese de sobrecarga prevê que diretores com múltiplas diretorias terão tempo insuficiente para monitorar os gerentes da empresa, incluindo a precisão de suas declarações públicas e, mais criticamente, as divulgações financeiras da empresa (Fich & Shivdasani, 2006).

Um CA ativo é um importante ponto de apoio para os auditores de uma empresa em seus esforços para manter a integridade da divulgação financeira corporativa (Kress, 2018) . Portanto, é provável que os gerentes não supervisionados dessas empresas façam distorções sobre a empresa e distorçam seus resultados relatados (Fich & Shivdasani, 2006). Conseqüentemente, a hipótese de sobrecarga implica que a incidência de litígios por fraude em valores mobiliários será maior para aquelas empresas cujos diretores (principalmente conselheiros externos) possuem várias nomeações para o conselho (Kress, 2018).

A hipótese de sobrecarga, também afirma que os membros do CA com múltiplos cargos podem estar tão ocupados que não funcionam como gestores eficazes (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003). Essa diminuição da supervisão nos casos dos conselheiros externos e de gestão dos diretores internos pode levar a conflitos de agência mais graves, porque os gerentes são mais capazes de buscar seus próprios benefícios privados à custa dos acionistas (Fich & Shivdasani, 2006). Uma consequência bem conhecida dos conflitos de agência é o esgotamento dos fluxos de caixa em aquisições desnecessárias que destroem valor (Jensen, 1986).

Na medida em que a sobrecarga dos diretores reduz a supervisão gerencial, permitindo aquisições com redução de valor, os retornos anormais no período do anúncio devem ser mais negativos para as empresas com diretores sobrecarregados (Fich & Shivdasani, 2006). Em outras palavras, a hipótese de sobrecarga prediz uma relação inversa entre o BB e a reação do mercado de ações (ou seja, quanto mais ocupados os diretores, mais adversa é a resposta do mercado).

O suporte empírico ao argumento da hipótese de Sobrecarga pode ser encontrado em diversos estudos conforme demonstra o quadro 2.

Quadro 2 – Estudos apoiadores da Hipótese de Sobrecarga

Autores	Valoração	Desempenho	HS
Fich & Shivdasani, (2006)	Negativa	Negativa	X
Santos & Silveira (2007)	Negativa	Negativa	X
Di Pietra, Grambovas, Raonic & Riccaboni (2008)	-	Negativa	X
Cashman, Gillan & Jun (2012)	Negativa	Negativa	X
Tarkovska (2013)	Negativa	Negativa	X
Ferris, Jayaraman & Liao (2018)	Negativa	Negativa	X
Stein & Zhao (2019)	Negativa	Negativa	X
Viviers & Mans-Kemp (2019)	-	Negativa	X
Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim (2019)	-	Negativa	X
Chen & Guay (2019)	Negativa	-	X

Elaborado pelo autor (2020)

*HS: Hipótese de Sobrecarga

Em 28 de dezembro de 2000, a Revista *Wall Street* informou que Elaine L Chao, uma executiva que teria sido citada alguns dias antes pela mesma revista como um dos diretores mais sobrecarregados entre as grandes corporações americanas, foi nomeada para o gabinete do presidente eleito George W. Bush (Fich & Shivdasani, 2006). Dias antes dessa nomeação a mesma revista descreveu uma tendência crescente entre as empresas de limitar o número de cargos ocupados por seus conselheiros e diretores, pois defendiam que servir em múltiplos *boards* pode prejudicar a qualidade da governança corporativa (Fich & Shivdasani, 2006).

Após a confirmação do gabinete, a Sra. Chao renunciou as suas atividades nas empresas CR Bard, Clorox, Columbia / HCA Healthcare, Dole Foods, Northwest Airlines e Protective Life. Esse cenário instigou Fich e Shivdasani, (2006) a realizarem um teste através de um estudo de evento, onde verificaram que as empresas em que Chão era conselheira ou diretora executiva tiveram um melhor desempenho e valoração após a sua renúncia. Esse contexto fez com que os autores se baseassem na hipótese de sobrecarga desenvolvida por Ferris, Jagannathan & Pritchard (2003) para realizarem um estudo com o objetivo de investigar se conselhos com membros sobrecarregados afetam o desempenho operacional e o valor da empresa das empresas americanas.

Fich e Shivdasani, (2006) selecionaram 508 empresas listadas na Forbes 500 as quais foram coletadas como variáveis endógenas de desempenho: propriedade do CEO, tamanho da empresa medido pelo faturamento, registro de reuniões em diretorias, % de diretores externos, tempo de existência da empresa, tamanho do conselho e Oportunidades de crescimento (despesa de depreciação/vendas). E Como variável endógena de valoração os autores utilizam o Market-to-book. Os autores utilizaram a sobrecarga nos *boards*, como medida de variável exógena, através de *Dummy*, do mesmo modo que Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) onde é dado o

valor 0 para *Boards* sem sobrecarga e 1 para *Boards* com sobrecarga. É importante destacar que os autores não demonstram nenhuma preocupação com a endogeneidade dos dados.

Os principais resultados do estudo de Fich e Shividasani, (2006) demonstram que as empresas com a maioria de diretores externos sobrecarregados apresentam índices significativamente menores de valor de mercado. Em todo o caso, as empresas com diretores externos sobrecarregados apresentam índices de mercado para contabilização cerca de 4% mais baixos que as outras empresas (Fich & Shividasani, 2006). Evidências de desempenho mais fraco por empresas com diretores externos sobrecarregados também são obtidas a partir de testes de desempenho operacional (Fich & Shividasani, 2006). Demonstra-se que as empresas com *Boards* sobrecarregados exibem ROAs menores, baixos índices de rotatividade de ativos, bem como menor retorno operacional das vendas e que esses efeitos também são economicamente significativos (Fich & Shividasani, 2006).

No cenário brasileiro Santos e Silveira (2007) foram os primeiros a mencionar o BB em um estudo científico ao investigar a participação simultânea em diferentes companhias dos *CA* das empresas com liquidez na Bolsa de Valores de São Paulo nos anos de 2003 (319 empresas) e 2005 (320 empresas). Com base em Fich e Shividasani (2006) os autores ao investigar o funcionamento do *Board Interlocking* no Brasil. Também se propuseram a verificar a sobrecarga desses boards, e analisaram como a mesma influenciaria o desempenho e a valoração das empresas. Os autores analisaram uma amostra de 320 empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo nos anos de 2003 e 2005.

Santos e Silveira (2007) realizaram a coleta dos dados de todos os conselheiros e diretores dessas empresas disponibilizados por meio dos informativos anuais (IAN), exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a todas as companhias de capital aberto. Desta forma, foram construídas 3.392 observações para 2003 e outras 3.156 para 2005, totalizando 6.548 cargos avaliados. Para medir desempenho e valoração os autores seguem a metodologia de Fich e Shividasani (2006) e Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003), ao utilizarem o ROA e o Q de Tobin respectivamente, seguidos das variáveis de controle (Variável binária que indica se a empresa está lista no nível 2 ou Novo Mercado; Tamanho da empresa e Variável binária do ano analisado). Os autores não especificam com clareza como foi tratada a engeneidade dos dados. Os resultados seguem apoiando a hipótese de sobrecarga assim como Fich e Shividasani, (2006) ao constatarem que no Brasil CAs sobrecarregados são prejudiciais ao desempenho operacional e conseqüentemente ao valor de mercado das companhias.

Em geral, estudos empíricos documentam que empresas com estruturas de governança fragilizada têm maiores problemas de agência, que CEOs de empresas com maiores problemas

de agência recebem maior remuneração, que empresas com maiores problemas de agência têm desempenho inferior e que os *boards* de empresas dominados por diretores externos recebem um trabalho melhor de monitorar a administração e proteger o interesse dos proprietários do que os *boards* controlados por diretores internos (Hermalin & Weisbach, 2003). Além disso, a literatura empírica sobre a composição do CA sugere que há uma relação positiva entre o valor da empresa e a qualidade da governança corporativa, medida, por exemplo, por uma fração de conselheiros externos no *board* (Di Pietra, Grambovas, Raonic & Riccaboni, 2008).

A boa governança corporativa e os mercados financeiros de alta qualidade (ou seja, com fortes mecanismos de proteção e aplicação do investidor) têm os meios para aumentar a confiança dos investidores que *ceteris paribus*, o desempenho esperado da empresa será entregue. Nesse contexto, que Di Pietra, Grambovas, Raonic e Riccaboni (2008) buscaram analisar se a qualidade da Governança Corporativa e a sobrecarga dos *Boards* influenciam o valor de mercado das empresas.

Como veículo para avaliar os determinantes do valor de mercado das empresas italianas, empregou-se o modelo de avaliação articulado mais recente e melhor na literatura de contabilidade financeira (Di Pietra, Grambovas, Raonic & Riccaboni, 2008). Assim, o modelo Feltham e Ohlson (1995) -FO95 foi o escolhido para ser utilizado nessa análise. Os dados contábeis e de mercado foram coletados pelo *Extel Company Analysis Database* por um período de oito anos (1993-2000), para 71 empresas listadas não financeiras italianas que são seguidas por analistas financeiros e representam cerca de 40% do mercado de capitais da Bolsa de Milão.

Para esta abordagem, utilizou-se dados em painel como um estimador de efeitos fixos que contabilizam efeitos fixos transversais – em detrimento dos mínimos quadrados ordinários agrupado, pois este consideraria as observações de um ano como não relacionadas entre si (Di Pietra, Grambovas, Raonic & Riccaboni, 2008). Para agrupar informações de um ano, utilizou-se mínimos quadrados ordinários agrupados, tendo-se como base as informações sobre demonstrações financeiras e variáveis de governança corporativa (Di Pietra, Grambovas, Raonic & Riccaboni, 2008).

A variável *Sobrecarga nos Boards* e qualidade da Governança corporativa foram utilizadas como exógenas no estudo, tendo a *Market Value Added*; *Economic Value Added* como endógenas e o tamanho do *board* como variável de controle. Para resolver potenciais problemas de endogeneidade se inclui a variável de setores dividida em Indústria pesada, Indústria leve e manufatura, Construção, Serviços, e Outras Indústrias.

Di Pietra, Grambovas, Raonic e Riccaboni, (2008) apresentam evidências de que a qualidade da governança corporativa medida pelo tamanho do conselho e pela fração de

conselheiros que atuam em mais conselhos corporativos, influencia o valor de mercado das empresas. A análise é baseada na Itália, um país caracterizado por propriedade familiar e concentrada, baixa proteção legal de investidores e estruturas de firmas piramidais (Di Pietra, Grambovas, Raonic & Riccaboni, 2008). Os autores sugerem que o nível de sobrecarga dos diretores corporativos como uma medida da eficácia do conselho apresenta uma influência negativa significativa no desempenho de mercado da empresa conforme cresce.

A evidência da associação entre diretores sobrecarregados e valor da empresa é mista e por isso Cashman, Gillan e Jun (2012), buscaram reexaminar o impacto de diretores sobrecarregados no desempenho da empresa, com ênfase na reconciliação das descobertas contraditórias na literatura. Além de explorar abordagens empíricas alternativas, os autores investigam se os resultados são robustos ou não para definições mais abrangentes do que constitui um diretor sobrecarregado. o objetivo seria conciliar as descobertas díspares da literatura e fornecer orientação para aqueles que examinam a estrutura e a sobrecarga do *board* do ponto de vista empírico.

Cashman, Gillan e Jun (2012) reconhecem as preocupações existentes de endogeneidade nesse tipo de análise e, embora explorem a direção da causalidade, sua abordagem é usar análises representativas consistentes com os trabalhos anteriores, a fim de focar nos resultados conflitantes. Usando o *RiskMetrics*, obtém-se dados de conselheiros e diretores, incluindo nome, idade, propriedade, mandato, independência, nomeações de comitês e se o diretor é ou não um CEO atual. Os dados contábeis e financeiros no nível da empresa são da *COMPUSTAT*, enquanto os dados do mercado de ações são do *Center for Research in Security Prices* (doravante CRSP). Os autores excluíram as empresas financeiras e de serviços públicos, além de excluírem observações onde não estavam disponíveis todos os dados necessários. Isso resultou em uma amostra de 11.494 anos-empresa de 1999 a 2008.

Como variável exógena de sobrecarga Cashman, Gillan e Jun (2012) utilizam a mesma metodologia de Fich e Shivdasani, porém para questões de comparação, os autores utilizam algumas medidas alternativas que são projetadas para capturar as nuances da sobrecarga. As medidas convencionais de sobrecarga que foram utilizadas são as de Fich e Shivdasani (2006). Além disso, calcula-se o número médio de diretorias - o número médio de assentos no conselho ocupados por conselheiros independentes - usado por Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003). Essas são medidas relativamente simples, tratando todas as diretorias da mesma forma. No entanto, como observado anteriormente, pode-se esperar que as demandas no tempo de um diretor variem com as características das empresas em que o diretor atua (Cashman, Gillan & Jun, 2012).

O serviço de diretoria para um diretor de uma pequena empresa de linha de produto único pode ser menos oneroso do que atuar no conselho de uma corporação multinacional de rápido crescimento e complexa (Cashman, Gillan & Jun, 2012). Assim, as proxies alternativas para o sobrecarga são projetadas para levar em conta o tempo e o esforço, diferenciais necessários para servir em diferentes empresas (Cashman, Gillan & Jun, 2012). Como variável endógena para verificar a influência da sobrecarga na valoração os autores utilizaram o Q de tobin's. Para verificar a influência da sobrecarga sobre o desempenho operacional da empresa utilizou-se ROA, Faturamento, Vendas/ativos, Margem operacional. Como variáveis de controle tem-se o Total de ativos, Propriedade do conselho, Tamanho do Conselho, Administradores independentes (%), Diretores sobrecarregados (%), Número médio de diretorias, idade da firma (Cashman, Gillan & Jun, 2012).

Para tratar a endogeneidade dos dados utilizou-se e números para cada seguimento (Setores). Diante desse contexto Cashman, Gillan e Jun (2012) encontram evidências de que os resultados díspares entre hipótese de sobrecarga e hipótese de reputação dos trabalhos anteriores resultam de diferenças na composição da amostra e no desenho empírico. Mesmo assim, os autores sugerem uma associação negativa entre a sobrecarga do conselho e o desempenho da empresa e a inclusão da empresa efeitos fixos afetam drasticamente as conclusões tiradas e o poder explicativo das análises multivariadas.

Diversas empresas de capital aberto nos EUA limitaram recentemente o número de várias diretorias mantidas por seus membros do CA (Falato, Kadyrzhanova, & Lel, 2014). *O Institutional Shareholder Services* recomenda restrições sobre o número de várias diretorias. As evidências empíricas sobre se a sobrecarga do diretor tem algum efeito sobre a empresa são até agora ambíguas, embora as iniciativas dos acionistas em apresentar seu background gerencial sejam consistentes com considerações teóricas padrão (Holmstrom & Milgrom, 1991). Enquanto vários estudos descobrem que diretores sobrecarregados estão associados a avaliações mais baixas da empresa e monitoramento menos eficaz por exemplo, Fich e Shivdasani, 2006; Core, Holthausen e Larcker (1999), outros não o fazem ou fornecem evidências mistas por exemplo, Ferris, Jagannathan e Pritchard, 2003; Field, Lowry & Mkrtychyan, 2013).

A maioria dos estudos existentes envolvendo sobrecarga em *boards*, limita sua análise aos conselhos corporativos dos EUA. No entanto, há razões para duvidar se os resultados para os Estados Unidos se aplicam com igual validade a outros países. As diferenças entre países na cultura e tradições jurídicas, por exemplo, podem influenciar decisões individuais sobre a posse de vários cargos em conselhos e a natureza da governança corporativa em geral (Aggarwal,

Erel, Stulz & Williamson, 2009; Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003; La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999 ; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 1998). Devido a esse contexto Ferris, Jayaraman e Liao (2018) examinaram um grande painel de empresas fora dos EUA para avaliar a incidência global, determinantes e efeitos de várias diretorias. Os autores examinam o efeito de diretores e conselhos sobrecarregados sobre o valor de um conjunto de empresas não americanas de 1999 a 2012.

Visando examinar de modo abrangente como o mercado o mercado reage à atividade de fusão por empresas, Ferris, Jayaraman e Liao (2018) adotaram a análise estatística utilizando dados em painel, estimando-se uma serie de regressões multivariadas, controlando conjunto de variáveis como características do negócio (Regime Jurídico: Inglês comum; Ex-socialista; Civil francês; Civil alemão; Civil escandinavo), características da empresa (Market-to-book ratio, ROA, Vendas totais e Idade da firma) e características do conselho (Diretorias por diretor, Diretorias por conselheiro independente, Percentual de conselheiros independentes, Percentual de diretores independentes sobrecarregado, Idade média do diretor, Indicador de Conselho Sobrecarregado em Dummy, Tamanho do Board, Diretoria executiva, Posse do CEO) (Ferris, Jayaraman & Liao, 2018).

Ferris, Jayaraman e Liao (2018) concluíram em sua pesquisa que diretores e conselhos sobrecarregados são um fenômeno global, mas que a cultura de um país ajuda a explicar a variação transversal em sobrecarga de diretor e conselhos. Empresas com conselhos sobrecarregados exibem índices mais baixos de valor de mercado e rentabilidade reduzida, mas esse efeito é revertido para empresas mais jovens. Nesse contexto a capacidade de aconselhamento desses diretores em rede é mais útil para empresas mais jovens.

O trabalho de um diretor corporativo tornou-se cada vez mais demorado. Por exemplo, a Revista *Wall Street* informou recentemente que o diretor de uma empresa listada em bolsa em 2019 gasta em média 248 horas por ano em cada conselho, ante 191 horas em 2005 (Chen & Guay, 2018). À luz dessa demanda crescente de tempo, há uma preocupação gradativa de que diretores com tempo escasso nem sempre podem adquirir as informações necessárias para um monitoramento e aconselhamento eficazes. Pesquisas anteriores examinaram as implicações no nível da empresa dos conselhos corporativos que possuem uma grande proporção de diretores “sobrecarregados”. No entanto, existem várias dificuldades nesses estudos (Chen & Guay, 2019).

Por exemplo, estar em três conselhos pode ser excessivo para um diretor com um emprego de período integral, mas pode ser razoável, ou até ideal, para um indivíduo aposentado (Chen & Guay (2019). Além disso, Adams et al. (2010) argumentam que existem

problemas de agência subjacentes que estão impulsionando tanto a sobrecarga do diretor quanto o baixo desempenho da empresa, o que sugere que uma associação negativa observada entre a sobrecarga do diretor e o baixo desempenho da empresa não implica necessariamente que os diretores sobrecarregados exerçam menos esforço (ou tenham um desempenho fraco). Sendo assim, Chen e Guay (2019) se afastaram dos testes de influência da sobrecarga sobre o desempenho e valoração das empresas e focaram principalmente nas relações entre os diretores sobrecarregados individuais, suas características heterogêneas e a satisfação do acionista, conforme medido pelo acionista.

Chen e Guay (2019) utilizaram uma amostra que foi construída usando dados do diretor da *BoardEx* e *RiskMetrics*, dados de votação dos acionistas do *ISS Voting Analytics Database* e dados de características das empresas da *COMPUSTAT*. Primeiramente obteve-se dados das características do diretor na *RiskMetrics* que abrangem os anos civis de 2007 a 2016. As características do diretor incluem independência, conhecimento financeiro, status de aposentado, posse, idade, status minoritário, sexo, status executivo, presença no conselho e se um diretor experimenta rotatividade no ano seguinte. Os testes específicos para diretores realizados por Chen e Guay (2019) mostram que diretores sobrecarregados recebem menor satisfação dos acionistas do que não sobrecarregados, mas os efeitos variam substancialmente, dependendo das outras restrições de tempo individual do diretor.

Especificamente, a relação negativa entre satisfação e sobrecarga dos acionistas é menor para diretores aposentados e maior para diretores que são executivos em período integral e que se reúnem em conselhos nos quais o ano fiscal se encerra no mesmo mês. Contudo, o potencial benefício de diretores sobrecarregados especialistas é mais pronunciado em empresas em estágio inicial, firmas com maior participação de CEOs e firmas com menores índices de *Market-to-book*. As análises dos autores lançam uma nova luz sobre a heterogeneidade de diretores sobrecarregados e, de maneira mais ampla, destacam o papel útil do voto dos acionistas na pesquisa de composição do conselho.

De acordo com o índice *U.S. Spencer and Stuart* do ano de 2018, aproximadamente 1/3 das indicações de novos integrantes da alta administração de empresas que compõem o índice S&P 500 envolvem executivos de elevado nível (CEOs, Presidentes, Diretores Financeiros, etc.), que têm atribuições em outras companhias. Considerando essa circunstância, Stein e Zhao (2019) propõem uma abordagem potencialmente capaz de identificar a conexão de integrantes de diretorias e conselhos aos seus empregadores e estudam como a distração (*proxy* para dispersão de atenção) desses integrantes pode afetar a efetividade da governança das corporações. Embora as medidas utilizadas pelos autores contenham desde variáveis

largamente utilizadas na literatura, tais como ROA, Ativos Totais e *dummies* para determinação de *boards* sobrecarregados, o estudo não apresenta um recorte teórico único.

No entanto apresenta um apanhado de pesquisas empíricas contemporâneas corretadas que buscaram, de alguma forma, examinar a relação entre a formação de integrantes de alta administração e o desempenho da firma em linha semelhante aos estudos de Core, Holthausen e Larcker, (1999); Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003); Fich e Shivdasani (2006); Field, Lowry e Mkrtchyan (2013), dentre outros. Além disso, pôde-se notar ser uma pesquisa eminentemente exploratória em que não foram enunciadas hipóteses de pesquisa. Para atender ao objetivo proposto pelo estudo, construíram um conjunto de variáveis divididas em métricas de (1) características específicas de independência na composição dos Boards, (2) características gerais sobre o Board e das empresas amostradas, (3) características adicionais das subamostras utilizadas. Sob o ponto de vista da análise dos dados, as variáveis dependentes que predominaram a pesquisa foram medidas de performance e valoração (ROA e Q de Tobin), remuneração de CEOs, rodízio de CEOs, Gerenciamento de Resultados Contábeis e o desempenho da firma em fusões e aquisições. Deve-se destacar a preocupação dos autores em aliviar potenciais problemas de endogeneidade. Para tratar essa questão, os autores utilizaram como variáveis de controle (*dummies*) para setores econômicos e para os anos.

Os principais achados de Stein e Zhao (2019) são de que empresas cujos *boards* compostos por integrantes considerados menos concentrados em suas tarefas são *boards* em que a efetividade do monitoramento desses membros também é fraca, em termos de valoração e desempenho da firma (ressaltando que o efeito negativo do *busy board* foi observado somente em termos de valoração – q de Tobin), em termos de excesso de remuneração de CEOs e termos de qualidade da informação contábil. Ressalte-se que, como resultado, constatou-se que o efeito do *busy board* sobre os *accruals* discricionários é inócua. E, finalmente, como um todo, defendem, por meio das *proxies* usadas para dispersão de atenção, que *boards* com essa característica tendem a ser prejudiciais para a firma (Stein & Zhao, 2019).

Viviers e Mans-Kemp (2019) incentivados pelos estudos antecessores testam se a hipótese de sobrecarga teria influência no monitoramento das empresas. Os autores utilizam estatística descritiva para avaliar tendências nas variáveis levantadas – gênero, status, raça, idade, qualificação mais alta, contexto profissional, data de nomeação do conselho, diretorias realizadas em empresas listadas na JSE (Bolsa de Valores de Johannesburgo), diretorias realizadas em empresas não listadas e outras entidades e participação em reuniões da diretoria. Buscou-se investigar a significância estatística dessas tendências por meio de uma análise de variância de modelo misto e testes de diferença menos significativa.

Os dados do painel sobre a diversidade de gênero e raça e CA das 40 maiores empresas listadas (as 40 maiores do JSE) foram analisados no período de 2011 a 2016 (Viviers & Mans-Kemp, 2019). Conselhos mais diversos tinham comitês de nomeação significativamente mais diversos em termos de gênero e raça (Viviers & Mans-Kemp, 2019). Além disso, foi relatada uma associação positiva significativa entre a diversidade racial dos comitês de nomeação e a nomeação de novos diretores de cor (Viviers & Mans-Kemp, 2019). A última descoberta pode ser parcialmente atribuída à legislação para aprimorar a representação negra em todas as esferas da economia sul-africana (Viviers & Mans-Kemp, 2019).

No que diz respeito à literatura sobre sobrecarga em *boards* e eficiência da empresa, os estudos foram dominados pelo efeito de características específicas da empresa e fatores macroeconômicos (Charoenrat, Harvie & Amornkitvikai, 2013; Manzur Quader & Dietrich, 2014). Poucos estudos se referiram ao efeito de fatores gerenciais, por exemplo, sobrecarga do conselho na eficiência da empresa da empresa (Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim, 2019). Além disso, os estudos sobre eficiência da empresa são baseados principalmente no contexto de nação única e, portanto, estudos no contexto multinacional ainda são pouco explorados (Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim, 2019).

Embora o impacto da sobrecarga do *board* esteja sendo estudado há alguns anos, as descobertas ainda são dominadas por inconsistências e discordâncias empíricas (Cashman, Gillan, & Jun, 2012). Além disso, os estudos sobre boards sobrecarregados usando dados de diversos países são escassos (Adams, Hermalin & Weisbach, 2010). Considerando que a investigação da eficiência da empresa dentro da estrutura de sobrecarga no *board* no contexto multinacional não é clara, acredita-se que vale a pena examinar o efeito da sobrecarga em boards na eficiência das empresas considerando múltiplos países e até mesmo um continente (Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim, 2019).

Nesse contexto Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim (2019) decidiram analisar a sobrecarga em *boards* de empresas em múltiplos países localizados no leste da Ásia. Os autores justificam a escolha por ser a região que mais cresce no mundo. Os países selecionados para essa pesquisa foram Hong Kong, Cingapura, Malásia e Tailândia. Como este estudo seleciona os países representativos do leste da Ásia, as descobertas potencialmente atraem uma generalização relevante em relação a essa região como um todo (Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim, 2019).

Notavelmente, a pesquisa de Tan, Kamarudin, Noordin e Rahim, (2019) se concentra no Leste da Ásia devido ao silêncio sobre as restrições do número máximo de múltiplas diretorias sob leis e políticas corporativas nessa região (Malaysia, 2015), o que poderia resultar

em um problema significativo de sobrecarga em *boards* como a principal preocupação desta pesquisa. Portanto, a pesquisa de Tan, Kamarudin, Noordin e Rahim, (2019) estende a literatura anterior, propondo a sobrecarga em *boards* como uma nova variável gerencial explicativa sobre a eficiência da empresa, com base em uma amostra recente. Esses países selecionados estão entre os países representativos de certas características regionais e refletem a diversidade na região do Leste Asiático (Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim, 2019). No entanto, em vez de usar todas as empresas, foram selecionadas as 100 principais empresas listadas de cada país para alcançar um equilíbrio entre o esforço de coleta de dados e a representação dos dados, que são baseados nos respectivos índices do mercado de ações do país. por exemplo, índices Straits Times (STI), índices Hang Seng (HSI), índice FTSE Bursa Malaysia Top 100 e índices SET 100), no ano de 2015.

Os dados da amostra Tan, Kamarudin, Noordin e Rahim, (2019) abrangem o período de sete anos de 2009 a 2015, que é o período pós-crise, uma vez que a eficiência da empresa é afetada pela crise financeira de 2007-2008. Os dados financeiros anuais do painel são coletados principalmente do banco de dados *DATASTREAM*, os dados das diretorias são coletados nos relatórios anuais publicados e do banco de dados OSIRIS, os dados macroeconômicos anuais do painel são do banco de dados *World Development Indicators (WDI)* e *World Economic Outlook (WEO)*, enquanto os dados anuais das pontuações de eficiência da empresa são obtidos usando a análise envoltória de dados (DEA).

Tan, Kamarudin, Noordin e Rahim (2019) dividiram a pesquisa em duas análises. Na primeira etapa da análise, os autores empregam a análise de envoltória de dados para investigar a eficiência da empresa. Na segunda etapa da análise, este estudo adota uma análise de regressão em painel para examinar empiricamente o efeito proposto da ocupação do cartão na eficiência da empresa, com base na amostra das 400 empresas selecionadas. Os dados para o painel foram os mesmos dados dos estudos desenvolvidos até o momento.

A pesquisa de Tan, Kamarudin, Noordin e Rahim, (2019) constata um impacto significativo e negativo da sobrecarga do *Board* na eficiência da empresa, sugerindo que o “quadro sobrecarga” impede significativamente a eficiência da empresa devido aos membros executivos estarem super comprometidos e, portanto, consistente com a hipótese de sobrecarga e a teoria da agência. Os autores destacam as implicações práticas para os gerentes que buscam melhorar a eficiência da empresa para atingir as metas de maximização de lucro, entendendo como a sobrecarga do conselho afeta a eficiência da empresa. Além disso, este estudo solicita que reguladores e formuladores de políticas governamentais analisem as restrições de referente

a aceitar membros sobrecarregados para evitar a emissão excessiva de conselhos sobrecarregados (Tan, Kamarudin, Noordin e Rahim, 2019).

Os resultados implicam que os problemas de monitoramento podem potencialmente surgir em *boards* sobrecarregados, pois esses *boards* são frequentemente supercomprometidos e tentem a dedicar tempo e atenção insuficientes para monitorar as Conselhos de Administração que, por sua vez, podem prejudicar a eficiência da empresa (Tan, Kamarudin, Noordin & Rahim, 2019). Além disso, o efeito negativo dos *boards* sobrecarregados sobre a eficiência da empresa poderia ser mais pronunciado no contexto dos países em desenvolvimento.

Tan, Kamarudin, Noordin & Rahim, 2019) pedem que os reguladores e os formuladores de políticas do governo revisem as restrições a bordo das empresas. Isso é essencial porque as restrições à sobrecarga do *board* de acordo com as leis e políticas de governança corporativa podem potencialmente aumentar a eficiência da empresa no Leste Asiático, dado que os *boards* demonstraram uma tendência a reduzir a eficiência da empresa. Além disso, particularmente no contexto dos países em desenvolvimento, recomenda-se o fortalecimento das políticas de governança corporativa relativamente fracas nos limites de várias diretorias, porque o efeito negativo dos *boards* sobrecarregados sobre a eficiência da empresa se revela mais significativo no contexto dos países em desenvolvimento (Tan, Kamarudin, Noordin & Rahim, 2019).

Este estudo também fornece orientação para o gerenciamento de empresas no Leste Asiático, pois é crucial que a gerência da empresa entenda bem como a sobrecarga do board afeta a eficiência da empresa para atingir o objetivo principal da empresa de maximizar o lucro (Tan, Kamarudin, Noordin & Rahim, 2019). Como está implícito nos resultados negativos da sobrecarga do *board* com relação à eficiência da empresa, recomenda-se que a gerência da empresa no leste da Ásia não incentive os diretores dos conselhos a manter um grande número de diretorias externas para manter a eficiência da empresa (Tan, Kamarudin, Noordin & Rahim, 2019).

3 PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS

3.1 DELINEAMENTO MEDOTOLÓGICO

A presente pesquisa tem o intuito de analisar a influência da sobrecargaca observada em Conselhos de Administração (*Busy Board*) e Diretorias Executivas sobre o valor de mercado e desempenho operacional das empresas brasileiras de capital aberto, com propósito descritivo e exploratório. Trata-se de um estudo descritivo porque aponta características específicas dos

fenômenos estudados por meio de informações coletadas no que se refere às variáveis desses fenômenos (Martins & Theóphilo, 2009). É um estudo exploratório, porque busca apresentar uma familiarização para um melhor entendimento no que se refere ao fenômeno que está sendo investigado (Gil, 2017). Sobre o traço exploratório do estudo, deve-se ressaltar que investigações internacionais e nacionais envolvendo o fenômeno *Busy Board* (BI) foram iniciadas por volta dos anos 2000 – e, portanto, já são quase 20 anos de estudos sendo publicados e a interpretação dos resultados desses estudos está geralmente ancorada na Hipótese da Reputação e na Hipótese da sobrecarga, as quais se fundamentam em argumentos com direções diametralmente opostas.

A construção da base de dados da investigação envolve um censo das empresas brasileiras em vários períodos. Após a coleta, foi feito um estudo longitudinal cujo empilhamento de dados envolverá regressões múltiplas para análise de dados em painel (Semykina & Wooldridge (2010). Os modelos econométricos utilizados são cinco, um para cada variável endógena.

Visando atingir o objetivo de verificar, na forma censo, se há sobrecarga nos CAs de empresas brasileiras de capital aberto, foi estabelecido o ponto de partida para proceder a possíveis recortes amostrais: a utilização do Formulário de Referência (FR) de todas as companhias abertas que o divulgaram no período de 2010 a 2018. As informações contidas no FR permitirão identificar conexões em empresas diferentes no nível do membro de CA.

Para alcançar o segundo objetivo, de examinar se há influência da sobrecarga dos CAs e DE sobre o desempenho de variáveis relacionadas ao valor de mercado das corporações: foi utilizado como variável endógena o Q de Tobin. Selecionou-se o Q de Tobin, visto que pode ser utilizado como proxy para o valor de uma empresa, no sentido de performance, apresentando um indicador que possibilita a comparação entre diversas empresas (Famá & Barros, 2000).

No que tange ao objetivo de examinar se há influência da sobrecarga dos CAs sobre o desempenho de medidas de lucratividade: selecionou-se como variáveis endógenas do modelo econométrico utilizado, o ROA (Return On Assets), ROE (Return On Equity), e o Ebitda (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization).

O ROE, apresenta a capacidade de agregar valor de uma empresa a partir de seus próprios recursos e do dinheiro de investidores (shivdasani & yermack, 1999). O ROA demonstra qual está sendo a capacidade da empresa de gerar lucro com o montante de ativos que a empresa possui (shivdasani & yermack, 1999; Wang & Dong; 2013; Hauser 2018). E o EBTIDA evidencia a realidade financeira da empresa e se ela está melhorando sua competitividade e a sua eficiência ao longo dos anos (Fich & White, 2005; Cashman, Gillan, & Jun, 2012; Hauser,

2018). Como já mostrado em seções anteriores, a Hipótese da Reputação é capaz de explicar o efeito positivo do *Busy Board* (BB) sobre o desempenho e valoração de companhias e a Hipótese da Sobrecarga elucidaria o efeito noçivo de conexões em excesso entre Conselhos de Administração e Diretorias Executivas. Nessa linha, considerando-se tratar de uma investigação cujos indícios podem eclodir tanto na direção de efeitos positivos quanto de efeitos negativos do BB, semelhante ao que aconteceu inclusive em estudos prévios, tornou-se problemático o desenvolvimento teórico de afirmações provisórias da direção de influência do BB sobre as medidas de desempenho e valoração elencadas nesse estudo.

Em termos de operacionalização da pesquisa, a implicação de não haver uma direção específica estará presente no estabelecimento da hipótese nula (e alternativa) para os coeficientes dos Modelos de Regressão Linear Múltipla apresentados adiante. Tendo em vista que se espera existir relação significativa sob o ponto de vista estatístico, sem ser possível a objetivação de direção (positiva ou negativa) dada a lógica antagônica contida nas Hipóteses de Reputação e Sobrecarga, os testes de hipóteses serão bicaudais para todos os modelos de regressão.

A presente pesquisa utilizou duas fontes de dados secundários. Os sistemas de informações financeiras *Económica*® e *Refinitiv*® foram utilizados para a coleta e determinação anual das variáveis de desempenho e valoração no nível das firmas. A segunda fonte de dados foi o Formulário de Referência disponibilizado também anualmente pelas empresas brasileiras listadas em bolsas de valores desde o ano de 2009 conforme Instrução Normativa 480 da CVM.

Para a determinação do BI e, conseqüentemente, para a mensuração das variáveis de BB, o Formulário de Referência disponibiliza no item 12 (Assembléia e Administração) e subitem 12.6 e 12.8 a composição e identificação, por nome e CPF (Cadastro de Pessoa Física), da administração composta por Conselheiros de Administração (efetivos e suplentes) Diretores Executivos e Conselheiros Fiscais. Foi a partir dessas identificações que foram formadas as redes de conexões (em cada) e a determinação de presença e intensidade de sobrecarga para cada empresa em cada ano. Desse modo, a técnica de coleta desse estudo é documental.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA DA PESQUISA

A população da presente pesquisa é constituída pelas empresas brasileiras de capital aberto listadas na B³ (Bolsa, Brasil, Balcão) que divulgaram Formulários de Referência (FR) no período de 2010 a 2018. Considerando esse ponto de partida, a base de dados da pesquisa se

divide em duas fases. Na primeira fase, serve a um exame descritivo das empresas brasileiras que entre 2010 e 2018 divulgaram Formulários de Referência. O objetivo foi obter um panorama sobre a formação completa de conexões entre empresas brasileiras a partir de integrantes dos Conselhos de Administração e Diretorias Executivas, constituindo-se em um censo do *Board Interlocking* no Brasil para o período. O quadro 3 apresentada a seguir descreve a quantidade de empresas.

Quadro 3 – Empresas que divulgaram Formulário de Referência (FR) entre de 2010 a 2018

Ano	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total de Empresas	284	287	293	298	302	306	317	324	324
Nota. Total de Empresas: descreve a quantidade de empresas que divulgaram Formulário de Referência. Empresas identificadas por meio no CNPJ (Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica). Média-ano de empresas: 303,89.									

Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

A quantidade de companhias descritas no quadro 3 foi a referência para a construção das variáveis de pesquisa relacionadas ao *Board Interlocking* e conseqüentemente ao *Busy Board*, as quais tem sua definição operacional e constitutivas descritas adiante.

A segunda fase consiste na determinação das variáveis de desempenho, valoração e variáveis de controle do estudo. Nesta etapa foram mantidas na base de dados exclusivamente as empresas com dados disponíveis para a determinação das variáveis de pesquisa em pelo menos 2 (dois) anos em seqüência, seguindo metodologia semelhante ao estudo de Fich e Shivdasani (2006), constituindo-se em uma base estruturada para um painel desbalanceado.

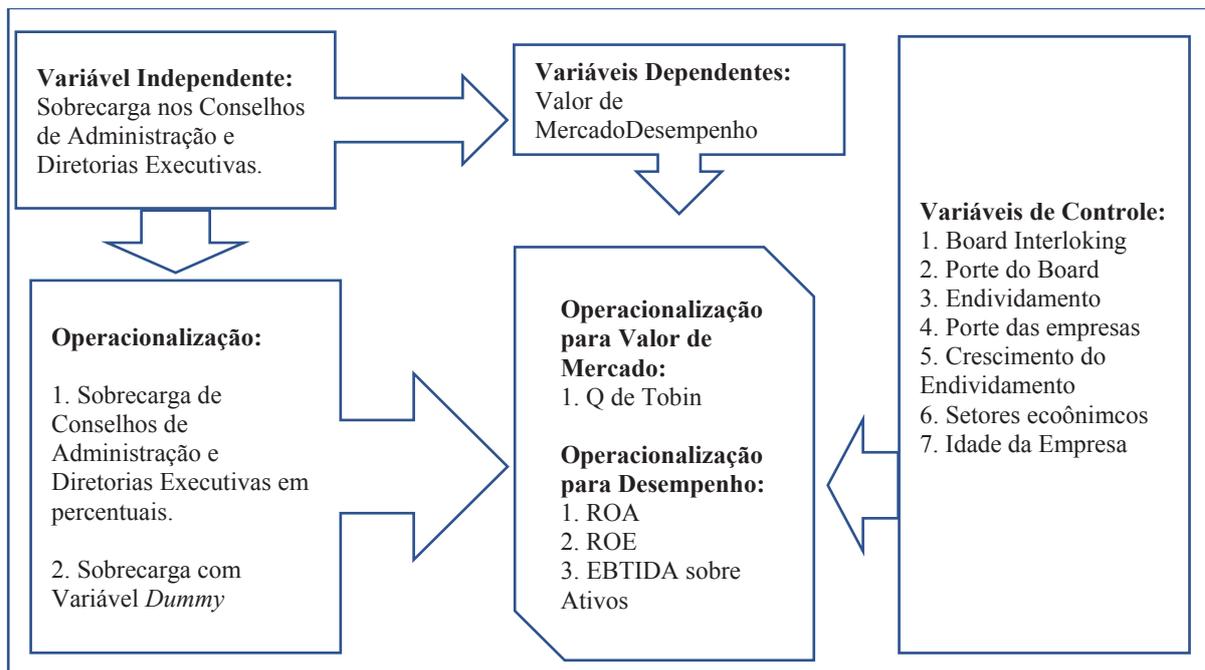
Considerando que a determinação das variáveis de *Busy Board* foi determinada a partir da totalidade das companhias que publicaram Formulários de Referência no período, pode-se afirmar que o dimensionamento das conexões não está subavaliada. Ou seja, caso o sentido inverso fosse utilizado – primeiro determinar as variáveis de desempenho, valoração e de controle e depois mensurar as conexões entre Conselheiros de Administração e Diretores Executivos – importante quantidade de conexões poderia ser eliminada tendo em conta que parte relevante das empresas sairia da base de dados por não apresentar todas as variáveis de contábeis e financeiras necessárias para formar as colunas de dados.

3.3 DESENHO DE PESQUISA E VARIÁVEIS DO ESTUDO

3.3.1 Desenho do Estudo

Nesta seção será apresentado o desenho de pesquisa demonstrando a operacionalização das variáveis utilizadas para atingir o objetivo da pesquisa.

Figura 1 – Desenho de pesquisa



Fonte: Adaptado de Fama & Jensen, 1983; Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003; Fich & Shivdasani, 2006.

Conforme apresentado na Figura 1 será utilizada a sobrecarga de Conselhos de Administração e Diretorias Executivas das empresas como variáveis exógenas (independentes) da pesquisa. No que tange às variáveis endógenas (dependentes), a análise de dados da pesquisa será dividida em dois grupos. No primeiro, o intento é a operacionalização da influência da sobrecarga sobre o desempenho operacional das empresas e no segundo a operacionalização da influência da sobrecarga sobre a valoração das empresas.

Em ambos os grupos de variáveis endógenas serão consideradas variáveis de controle que situam um contexto exploratório que constitui em uma redução entre uma possível relação com a variável dependente (Cooper & Schindler, 2016). As variáveis de controle foram selecionadas com base na possível influência que exercem sobre as variáveis endógenas. Se existir forte correlação com algumas das variáveis endógenas e não seja estimado no modelo, a

relação entre as variáveis de interesse pode não ser demonstrada de adequadamente (Field, 2009).

3.3.2 Variáveis dependentes

Para investigar a influência da sobrecarga observada nos Conselhos de Administração, Diretorias e Conselhos Fiscais sobre o desempenho das empresas, adotam-se três variáveis dependentes, a saber: i) ROE, (Retorno sobre o patrimônio; ii) ROA (Retorno sobre o Ativo) e iii) EBTIDA (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização). O Quadro 3 mostra a definição operacional e constitutiva destas variáveis.

Quadro 4 – Definição operacional e constitutiva das variáveis de desempenho

Variáveis	Fórmula	Autores
Retorno sobre o Ativo (ROA)	LL/AT_{t-1} Lucro Líquido do ano atual (t) dividido pelo Ativo Total do ano anterior (t-1)	(Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Fich & Shividasani, 2006; Cashman, Gillan & Jun, 2012; Elyasiani, & Zhang, 2015; Hauser, 2018; Ferris, Jayaraman, & Liao, 2018).
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (Roe)	LL_{t-1}/PL_{t-1} Lucro Líquido do ano anterior (t-1) dividido pelo PL do ano anterior (t-1)	(Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Fich & Shividasani, 2006; Cashman, Gillan & Jun, 2012)
Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (Ebitda)	$LAIR_{t-1}/AT_{t-1}$ Lucro antes dos tributos do ano anterior (t-1) dividido pelo Ativo Total do ano anterior (t-1)	(Elyasiani & Zhang, 2015; Ferris, Jayaraman & Liao, 2018).

Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Para fins de mensuração do desempenho das corporações, ao utilizar as variáveis ROE e ROA o presente estudo seguirá a abordagem empírica semelhante à usada nos estudos de Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) e Fich e Shividasani (2006), que as consideraram como principais medidas de desempenho. No entanto será adicionado o Ebitda de forma a complementar essa análise assim como Elyasiani e Zhang (2015) e Ferris, Jayaraman & Liao (2018). Essas variáveis também foram utilizadas em outros estudos como de Cashman, Gillan e Jun, 2012; Hauser, 2018, e Ferris, Jayaraman e Liao (2018), que buscavam verificar a influência da sobrecarga observada nos CAs no desempenho operacional das Cias. Essas variáveis também foram utilizadas em outros estudos que buscavam verificar a influência da sobrecarga observada nos CAs no desempenho operacional das Cias.

Algumas pesquisas concluíram que a sobrecarga não influencia nessas variáveis, ou seja, com ou sem sobrecarga nos CAs as empresas mantem seus lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização e continuam tendo os mesmos retornos sobre o ativo e sobre o Patrimônio Líquido. Outros defendem o oposto. No entanto, a maioria dos pesquisadores ao estudarem o *Busy Board* seguiram semelhante trajeto de mensuração de desempenho que os autores seminais e do mesmo modo encontram resultados distintos.

Cashman, Gillan e Jun (2012) defendem a ideia de que a sobrecarga observada em Conselhos de Administração tem relação negativa com essas variáveis. No entanto, Elyasiani e Zhang (2015) afirmam que a variável de sobrecarga está positivamente correlacionada com as de desempenho. Em investigação recente, Hauser (2018) argumenta que a sobrecarga influencia negativamente as variáveis de desempenho, porém se a sobrecarga observada no *Boards* for em um nível baixo (menor que 50%) pode ser que seja benéfica para as empresas. Já Ferris, Jayaraman e Liao (2018) defendem uma influência negativa da sobrecarga sobre as variáveis mencionadas.

Para investigar a influência da sobrecarga observada em Conselhos de Administração e Diretorias Executivas na valoração das empresas brasileiras de capital aberto adotaram-se duas variáveis dependentes, a saber: i) Q de Tobin. O Quadro 5 mostra a definição operacional e constitutiva destas variáveis.

Quadro 5 – Definição operacional e constitutiva das variáveis de valoração

Variável	Fórmula	Autores
Q de Tobin	(Valor de mercado do PL+ Valor <u>Contábil do Passivo Oneroso</u> (Valor total dos Ativos))	(Fich & Shividasani, 2006; Tarkovska, 2013; Elyasiani, & Zhang, 2015; Renjie, & Verwijmeren, 2017)

Fonte: Elaborado pelo Autor (2020)

A mensuração da valoração se dará por meio do Q de Tobin, de modo que o Q de Tobin pode ser utilizado como *proxy* para o valor de uma empresa, no sentido de performance, apresentando um indicador que possibilita a comparação entre diversas empresas (Fich & Shividasani, 2006; Tarkovska, 2013; Elyasiani, & Zhang, 2015; Renjie, & Verwijmeren, 2017). Ressalta-se que o Q de Tobin também foi utilizado nas pesquisas de Fich & Shividasani (2006), Tarkovska (2013), Elyasiani & Zhang (2015), Renjie & Verwijmeren (2017) como uma das medidas para mensurar a valoração das empresas via mercado secundário de ações. Fich & Shividasani, (2006) defendem a ideia de que a variável de sobrecarga nos CAs influencia negativamente a variável Q-de-Tobin. Tarkovska, (2013), afirma que não existe nenhuma influência, seja positiva ou negativa.

3.3.3 Variável independente

Esta seção tem como objetivo apresentar a variável independente da pesquisa. As variáveis de pesquisa na linha de investigação de *Board Interlocking* e *Busy Board* são fundamentadas em dados secundários que se originam do processo de contagem de vínculos existentes entre integrantes de Conselhos de Administração e Diretorias Executivas. Desse modo, a ligação entre empresas ocorre necessariamente entre indivíduos que compõem esses organismos de administração, sendo comum que essas redes de conexões sejam demasiadamente espalhadas (Santos e Miceli, 2007). Como forma de identificar o alastramento da dispersão dessas redes, o Quadro 6 mostra as contagens que foram realizadas, as quais são ponto de partida para as variáveis representativas de *Busy Board* mostradas mais adiante.

Quadro 6 – Medidas absolutas de contagem para Tamanho do Board, Board Interlocking e Busy Board

Item	Tipo de Medida	Medida de Contagem
1	Contagem do Porte do Board of Directors	Quantidade de integrantes do CA exercem exclusivamente função de Conselheiro de Administração na empresa.
2		Quantidade de integrantes do CA que exercem exclusivamente função de Diretor Executivo na empresa.
3		Quantidade de integrantes do CA que exercem concomitantemente função de Conselheiro de Administração e Diretor Executivo na empresa.
4		Tamanho do Board da empresa dado por (Conselheiros de Administração) + (Diretores) + (Diretor e Conselheiro).
5		Diretor Presidente (<i>CEO</i>) e Presidente do Conselho (<i>CHAIRMAN</i>).
6	Contagem para Board Interlocking	Quantidade de integrantes do CA que exercem exclusivamente função de Conselheiros de Administração na Empresa e que estão conectados a outras empresas.
7		Quantidade de integrantes do CA que exercem exclusivamente função de Diretor Executivo na Empresa e que estão conectados a outras empresas.
8		Quantidade de integrantes do CA que exercem exclusivamente função de Conselheiro de Administração e Diretor executivo na Empresa e que estão conectados a outras empresas.
9		Conselheiro de Administração está conectado a outro conselho de administração, considerando o ponto de partida? (1 é sim; 0 é não)
9.1		Se sim, Quantidade de integrantes Exclusivamente Conselheiros de Administração da Empresa que estão conectados a outras empresas exatamente como conselheiros.
10		Diretor está conectado a outra Diretoria, considerando a empresa de ponto de partida? (1 é sim; 0 é não)
10.1		Se sim, Quantidade de integrantes Exclusivamente Diretores da Empresa que estão conectados a outras empresas exatamente como diretores (considerando essa cia como ponto de partida)
11	O Diretor Presidente (CEO) é conectado? ("1" se sim; "0" se não)	

11.1		Se Sim, número de conexões contando o ponto de partida.
12		O Presidente do Conselho de Administração (<i>CHAIRMAN</i>) é conectado? ("1" se sim; "0" se não)
12.1		Se sim, número de conexões contando o ponto de partida.
13	Contagem para <i>Busy Board</i>	Total de Integrantes do CA Exclusivamente Conselheiros de Administração que estão conectados a 3 ou mais (≥ 3) empresas incluído a empresa de ponto de partida.
14		Total de Integrantes do CA Exclusivamente Diretores Executivos que estão conectados a 3 ou mais (≥ 3) empresas incluído a empresa de ponto de partida.
15		Total de Integrantes Conselheiros de Administração e Diretores Executivos que estão conectados a 3 ou mais (≥ 3) empresas incluído a empresa de ponto de partida.
16		Total de Integrantes Conselheiros de Administração e Diretores Executivos que estão conectados a 3 ou mais (≥ 3) empresas incluído a empresa de ponto de partida.
17		Diretor Presidente (<i>CEO</i>) está em 3 ou mais (≥ 3) empresas incluindo a empresa de ponto de partida, (1 é sim; 0 é não).
18		Presidente do Conselho de Administração (<i>CHAIRMAN</i>) está em 3 ou mais (≥ 3) empresas incluindo o ponto de partida, 1 é sim; 0 é não).
<p>Nota. Todas as contagens apresentadas estão no nível da firma e não no nível de integrante. As contagens de Porte de <i>Board of Directors</i> têm o objetivo de identificar o tamanho dos <i>Boards</i> a partir da contagem separada dos 04 (quatro) tipos de postos possíveis ocupados por indivíduos, conforme classificação CVM (1. Conselheiro de Administração, 2. Diretor, 3. Conselheiro de Administração e Diretor e 4. Conselheiro Fiscal). As contagens de <i>Board Interlocking</i> têm o objetivo de mensurar as conexões a partir de cada uma das empresas e não se prestam ao objetivo de saber de que empresa se originou a conexão. Essas contagens são medidas intermediárias para os cálculos de <i>Busy Board</i> e contagens Combinadas, tendo como referência os estudos de Fich e Shivdasani (2006) e Santos e Silveira (2007). O termo “ponto de partida” tem o objetivo de incluir na contagem a empresa de análise. Para fins exemplificativos, tem-se o caso da empresa Iochipe Maxion S.A que tem dois indivíduos (Israel Vainboim e Nildemar Seches) com ocupação em três ou mais assentos (Ano do Formulário de Referência: 2010). O ponto de partida foi o nome da primeira empresa que surgiu para aplicação das rotinas de contagem que foi a própria Iochipe Maxion S.A. O integrante Israel Vainboim ocupa posição de Diretor Executivo na Iochipe Maxion S.A, no Itau Unibanco S.A, na Usiminas S.A. e na Embraer S.A., ou seja, tem 4 ocupações. O integrante Nildemar Seches ocupa posição de Diretor Executivo na Iochipe Maxion S.A., na Suzano Papel e Celulose S.A, na Ultrapar S.A., na Weg S.A. e na BRF Foods S.A., ou seja, 4 ocupações. Para este caso, tem-se como ponto de partida a empresa cujo nome foi exposto às rotinas de contagem pela primeira vez.</p>		

Apresenta-se no Quadro 6 todas as contagens realizadas na pesquisa, as quais são medidas intermediárias para se determinar as variáveis de pesquisa relacionadas ao *Board Interlocking* e *Busy Board* conforme revisão de literatura. Deve-se ressaltar que as contagens apresentadas no Quadro 6 foram possíveis porque no Formulário de Referência há as ocupações de integrantes identificadas por códigos fixos ao longo dos anos. Esses códigos são:

- i) **Quando o cargo é de Diretor (exclusivamente):** no campo de “cargo eletivo” foram utilizados os códigos 10, 11, 12 e 19.
- ii) **Quando o cargo é de Conselheiro de Administração (exclusivamente):** no campo de “cargo eletivo” foram utilizados os códigos 20, 21, 22, 23, 27, 28 e 28.

iii) **Quando o cargo é de Conselheiro de Administração e Diretor:** no campo de “cargo eletivo” foram utilizados os códigos 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38 e 39.

Como base nesses códigos foram implementadas diversas rotinas padronizadas de contagem. Tais rotinas foram aplicadas ano a ano e foram capazes de produzir variáveis de pesquisa específicas para *Board Interlocking* e *Busy Board*, as quais estão apresentadas no Quadro 7.

Quadro 7 – Variáveis de Board Interlocking e Busy Board

Item	Tipo de Medida	Identificação	Descrição da Variável
1	<i>Board Interlocking</i>	$BI1_{i,t}$	% de membros Exclusivamente Conselheiro de Administração conectados em relação ao Conselho de Administração da empresa.
2		$BI2_{i,t}$	% de membros Exclusivamente Diretor Executivo conectados em relação ao Conselho de Administração da empresa.
3		$BI3_{i,t}$	% de membros Conselheiros de Administração e Diretores conectados em relação ao Conselho de Administração da empresa.
4		$BI4_{i,t}$	Diretor Presidente (CEO) Conectado a outra empresa.
5		$BI5_{i,t}$	Presidente do Conselho (CHAIRMAN), conectado a outra empresa
6	<i>Busy Board</i>	$BB1_{i,t}$	% de membros exclusivamente Conselheiros de Administração que estão conectados a 3 ou mais (≥ 3) empresas incluindo a empresa de ponto de partida.
7		$BB2_{i,t}$	% de membros exclusivamente Diretores Executivos que estão conectados a 3 ou mais (≥ 3) empresas incluindo a empresa de ponto de partida
8		$BB3_{i,t}$	% de membros Conselheiros de Administração e Diretores Executivos que estão em 3 ou mais (≥ 3) empresas incluindo a empresa de ponto de partida
9		$BB4_{i,t}$	% membros Conselheiros de Administração e Diretores Executivos de estão em 3 ou mais (≥ 3) empresas incluindo a empresa de ponto de partida
10		$BB5_{i,t}$	O Diretor Presidente (CEO) está em 3 ou mais (≥ 3) empresas incluindo a empresa de ponto de partida ("1" sim; "0" não)
11		$BB6_{i,t}$	O Presidente do Conselho (CHAIRMAN) está em 3 ou mais (≥ 3) empresas incluindo a empresa de ponto de partida ("1" sim; "0" não)

Nota. Os índices i,t indicam que cada uma as variáveis é determinada no nível da firma (i) e em cada um dos anos (t) da pesquisa.

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

3.3.4 Especificações das variáveis de controle

De acordo com Cooper e Schindler (2016) é preciso neutralizar ou anular intencionalmente coeficientes que podem intervir na relação entre as variáveis exógenas e endógenas acarretando uma orientação errônea sobre os estimadores que se pretende analisar.

No contexto da presente dissertação para inibir possíveis dificuldades selecionou-se as seguintes variáveis de controle listadas no quadro 8.

Quadro 8 – Variáveis de Controle

Variável	Definição constitutiva	Definição Operacional	Sinal esperado	Referências
BI_{it}	Proxy para o porte do <i>Board Interlocking</i>	variáveis dummy evidenciando existência de <i>Board Interlocking</i> , sendo 1 para sim e 0 para não.	+	Fich & Shividasani, 2006
PB_{it}	Proxy para o porte do <i>Board</i>	Determinada pelo logaritmo natural dos ativos totais $PBit = Ln (Total\ dos\ membros\ do\ Conselho\ de\ Administração\ e\ Diretoria\ Executiva)$	-	Fich & Shividasani, 2006
TAM_{it}	Proxy para o porte das companhias da amostra	Determinada pelo logaritmo natural dos ativos totais $TAMit = Ln (Ativos\ Totais)$	+	Perobelli & Famá, 2003; Fich & Shividasani, 2006; Armstrong, Ittner, & Larcker, 2012; Hauser, 2018
LEV_{it}	Proxy para o endividamento das companhias da amostra no período selecionado	Percentual determinado pela razão entre (1) a dívida onerosa de curto e longo prazo e o (2) o Patrimônio Líquido das empresas da amostra. $LEVit = Passivo\ onerosoit/Patrimônio\ Líquidoi$	+ ou -	Santos & Silveira, 2007; Hauser, 2018;
$DISSUE_{it}$	Proxy para o crescimento do endividamento das companhias da amostra no período selecionado	variação anual do valor da dívida onerosa de curto e longo prazo. $DISSUEit = (Passivo\ Onerosoit/Passivo\ onerosoit-1)-1$	-	Fich & Shividasani, 2006; Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim, 2019).
$GROW_{it}$	Proxy para o crescimento do faturamento das companhias da amostra no período selecionado	Crescimento anual da receita líquida das empresas da amostra. $GROWit = (Receitait/Receitait-1)-1$	+	Armstrong, Ittner & Larcker, 2012
AGE_{it}	Proxy para determinar o período em que a empresa se encontra no mercado de capitais.	Determinada pelo Logaritmo Natural do Número de anos contados a partir da data que a empresa divulgou demonstrações contábeis pela primeira vez. $Ageit = LN (data\ do\ final\ do\ ano - Data\ da\ divulgação) /360$	N/A	Procianoy & Schnorrenberger, 2004
δ_i	Proxy para a determinação do setor de cada empresa da amostra	variáveis dummy para controle setorial (2010 a 2018);	N/A	Procianoy & Schnorrenberger, 2004

Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Determinados autores Armstrong, Ittner e Larcker (2012), Hauser (2018) afirmam que existe relação positiva entre tamanho da empresa e o seu desempenho operacional. A justificativa para tal relação é dada pelo fato de que empresas maiores tendem a apresentar maior acessibilidade aos recursos financeiros e maior diversificação de seus negócios, o que resulta em menor probabilidade de dificuldades financeiras e, conseqüentemente, em menores custos de endividamento (Perobelli & Famá, 2003). Desse modo, é necessário adicionar o endividamento as variáveis de controle, uma vez que, esta variável pode influenciar o desempenho da empresa por afetar sua capacidade de expandir internacionalmente além de o crescimento do endividamento acarretar maior risco para a empresa e aumenta a dificuldade de captação de novos recursos (hsu, chen cheng, 2013; Hauser, 2018). No entanto, pode ocorrer de empresas endividadas serem mais lucrativas. Sendo assim, algumas empresas com lucratividade, tendem a reeinvestir seus lucros para alavancar seus negócios fazendo com que o faturamento cresça ano após ano.

Ao dar indícios de aumento no faturamento as empresas tendem a ganhar valor de mercado. Nesse contexto utilizou-se a variável Crescimento do Faturamento das Companhias (*GROWit*) que mede as mudanças nas vendas do ano em curso sobre as vendas do ano anterior, sinalizando a perspectiva de crescimento da empresa e influenciando positivamente o valor de mercado das mesmas (Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim (2019). Adicionalmente As variáveis Setor e Ano, concomitantemente, representam as eventuais diferenças que as características setoriais acarretam a alavancagem das empresas, bem como diferenças que possam surgir em função dos anos e características macroeconômicas que possam ter acontecido (Procianoy & Schnorrenberger, 2004).

3.4 MODELOS ECONOMETRÍCOS E TESTES DE HIPÓTESES

Nesta seção são descritos os modelos econométricos que instrumentalizaram o exame de influência da sobrecarga sobre o desempenho e valoração das companhias brasileiras. Esses modelos são apresentados na forma de dois grupos de equações, sendo o primeiro grupo ligado às variáveis ROE, ROA e EBITDA e o segundo grupo contendo as variáveis Q de Tobin, perfazendo total de 4 (quatro) modelos de regressões. Ressalta-se que, a considerar ser o estudo longitudinal e, portanto, tendo em sua estrutura de dados a combinação de empresas (unidades de observação) e tempo (anos de 2010 a 2018), trata-se de modelos de regressão linear múltipla com dados em painel.

Buscando evitar influência de possíveis *outliers* nos dados da pesquisa os mesmos foram Winsorizados em 2,5% e 97,5% através do *software Stata*. De acordo com Black, Jang & Kim (2006) a winsorização, é um método proposto pelo bioestatístico C. P. Winsor o qual visa imputar os valores extremos (acima ou abaixo dos mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos resíduos calculados pelos valores selecionados.

3.4.1 Desempenho

$$ROE_{it} = \beta_1 + \beta_2 BBPER_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 PB_{it} + \beta_5 GROW + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 DISSUE_{it} + \beta_8 AGE_{it} + SETOR_i + TEMPO_t + u_{it} \quad (\text{Equação 1})$$

$$ROA_{it} = \gamma_1 + \gamma_2 BBPER_{it} + \gamma_3 BI_{it} + \gamma_4 PB_{it} + \gamma_5 GROW + \gamma_5 TAM_{it} + \gamma_6 LEV_{it} + \gamma_7 DISSUE_{it} + \gamma_8 AGE_{it} + SETOR_i + TEMPO_t + u_{it} \quad (\text{Equação 2})$$

$$EBITDA_{it} = \delta_1 + \delta_2 BBPER_{it} + \delta_3 BI_{it} + \delta_4 PB_{it} + \delta_5 GROW + \delta_5 TAM_{it} + \delta_6 LEV_{it} + \delta_7 DISSUE_{it} + \delta_8 AGE_{it} + SETOR_i + TEMPO_t + u_{it} \quad (\text{Equação 3})$$

Legenda:

ROE_{it} = Retorno sobre o Patrimônio Líquido empresa *i* no período *t*.

ROA_{it} = Retorno sobre o Ativo na empresa *i* no período *t*.

$EBITDA_{it}$ = Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização *na empresa i no período t*.

β_1 = intercepto das Equações;

$\beta_2 BBPER_{it}$ = Percentual de membros sobrecarregados na companhia *i* no período *t*

$\beta_3 BI_{it}$: = *Board Interlocking* na companhia *i* no período *t*.

$\beta_4 PB_{it}$ = Porte do *Board* na companhia *i* no período *t*.

$\beta_5 GROW$ = Crescimento do faturamento da companhia *i* no período *t*.

$\beta_5 TAM_{it}$ = Porte da companhia *i* no período *t*.

$\beta_6 LEV_{it}$ = Endividamento das companhia *i* no período *t*.

$\beta_7 DISSUE_{it}$ = Crescimento do endividamento da companhia *i* no período *t*.

$\beta_8 AGE_{it}$ = Período em que a empresa se encontra no mercado de capitais;

$SETOR_i$ = Setor da companhia *i*.

3.4.2 Valoração

$$Q_{it} = \varphi_1 + \varphi_2 BBPER_{it} + \varphi_3 BI_{it} + \varphi_4 PB_{it} + \varphi_5 GROW + \varphi_6 TAM_{it} + \varphi_7 DISSUE_{it} + \varphi_8 AGE_{it} + SETOR_i + TEMPO_t + u_{it} \quad (\text{Equação 4})$$

Legenda:

Q_{it} = Valoração da companhia i no período t

β_1 = intercepto das Equações;

$\beta_2 BBPER_{it}$ = Percentual de membros sobrecarregados na companhia i no período t

$\beta_3 BI_{it}$ = *Board Interlocking* na companhia i no período t

$\beta_4 PB_{it}$ = Porte do *Board* na companhia i no período t.

$\beta_5 GROW$ = Crescimento do faturamento da companhia i no período t.

$\beta_6 TAM_{it}$ = Porte da companhia i no período t.

$\beta_7 LEV_{it}$ = Endividamento das companhia i no período t.

$\beta_8 DISSUE_{it}$ = Crescimento do endividamento da companhia i no período t.

$\beta_8 AGE_{it}$ = Período em que a empresa se encontra no mercado de capitais.

$SETOR_i$ = Setor da companhia

As equações 1, 2 e 3 se referem ao modelo de desempenho e têm como hipóteses nulas que β_2 , γ_2 e δ_2 são iguais a zero, respectivamente. A equação 4 se refere ao modelo de valoração corporativa e têm como hipótese nula que φ_2 e ω_2 são iguais zero, respectivamente. Como hipóteses alternativas têm-se que esses coeficientes são diferentes de zero, perfazendo, portanto, testes de hipóteses bicaudais dado que não se supõem de forma consubstanciada a direção (positiva ou negativa) aos coeficientes a serem testados. O exame de rejeição de hipóteses nulas deverá ocorrer ao nível de 10%, 5% e 1% de significância estatística. Nos Quadros 4, 5, 7 e 8 apresenta-se as definições operacionais e constitutivas das variáveis que compõem os modelos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados está fragmentada em duas etapas. Na etapa 1, realizou-se a análise descritiva, na qual foram apresentados os dados utilizados subdivididos em dados para a contagem de *Board Interking* (BI) (conexões entre os conselhos de administração das empresas) e dados de *Busy Board* (BB) (Conselho de Administração Sobrecarregado). Na etapa

2 apresenta-se a análise multivariada dos dados subdivida entre modelo de influência da sobrecarga do Conselho de Administração (CA) no valor de mercado das empresas e modelos de da influência da sobrecarga do CA no desempenho operacional das empresas.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

4.1.1 Board Interlocking e *Busy Board*

Na Tabela 1 apresenta-se a frequência absoluta e relativa das empresas que no período de 2010 a 2018 realizaram ou não, a prática do Board Interlocking (BI). Ou seja, empresas que tiveram pelo menos 1 membro do CA e/ou Diretoria Executiva (DE) conectado a alta administração de outra empresa, conforme conceito de Mizruchi (1996). Para essa contagem foram coletados dados dos membros dos Conselhos de Administração (CAs) das empresas que divulgaram seus Formulários de Referência (FR) no período selecionado.

Tabela 1 – Empresas que realizaram e/ou não a prática do BI

Anos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
C/ BI	225 (79%)	214 (75%)	229 (78%)	230 (77%)	236 (78%)	250 (82%)	242 (76%)	247 (76%)	227 (70%)
S/ BI	59 (21%)	73 (25%)	64 (22%)	68 (23%)	66 (22%)	56 (18%)	75 (24%)	77 (24%)	97 (30%)
Total	284 (100%)	287 (100%)	293 (100%)	298 (100%)	302 (100%)	306 (100%)	317 (100%)	324 (100%)	324 (100%)

Nota. C/BI: Número de empresas que realizaram o Board Interlocking no Brasil. **S/ BI:** Número de empresas que não realizaram o Board Interlocking no Brasil. **(%):** Frequência relativa Simples.

Fonte: Elaborado pelo Autor (2020)

Inicialmente foram selecionadas 284 empresas que divulgaram seus formulários de referência no ano de 2010. Nos exercícios seguintes houve um crescimento na quantidade de empresas que passaram a divulgar os formulários de referência, sendo 287 empresas em 2011, 293 em 2012, 298 em 2013, 302 em 2014, 306 em 2015, 317 em 2016, e manteve-se 324 empresas em 2017 e 2018. Durante o período analisado observa-se que o BI é uma prática recorrente no país, visto que o percentual de empresas que realizaram o BI no período está entre 70% e 82% das corporações. Desse modo, segue-se o mesmo padrão do estudo realizado por Santos e Silveira (2007), onde foram encontradas 68% de empresas que realizaram a prática do BI. Diante desse contexto, foi possível identificar que a interconexão entre empresas através de ao menos um conselheiro ou diretor executivo obteve um crescimento nos últimos anos.

Considerando que o BI pode ser utilizado como ferramenta de *expertise* em gerenciamento dos membros (Bazerman & Schoorman, 1983; Hallock, 1997; Carpenter

& Westphal, 2001; Perry & Peyer, 2005), verifica-se através da Tabela 1 que em média 23% das empresas carecem da prática do BI. Sendo assim, com o intuito de apresentar as diferentes formas da prática do BI, demonstra-se na Tabela 2 o BI dividido em BI Exclusivo de Conselheiro de Administração; BI envolvendo Exclusivo de Diretores Executivos; BI envolvendo Conselheiros de Administração e Diretores Executivos conectados em relação ao CA da empresa; e BI envolvendo Conselheiros de Administração e Diretores Executivos que ocupam simultaneamente duas funções na alta administração da mesma empresa.

Tabela 2 – Composição do BI no Conselho de Administração das Empresas

Anos	BIconselho	BIdiretoria	BIconsediretoria	BIconsediretoriaS
2010	17,02% (16,12%)	5,35% (10,63%)	22,37% (23,24%)	8,47% (11,97%)
2011	16,48% (16,46%)	5,17% (11,17%)	21,65% (23,69%)	8,30% (10,68%)
2012	16,02% (15,57%)	5,66% (11,87%)	21,68% (23,58%)	8,13% (10,78%)
2013	17,26% (16,29%)	5,22% (11,33%)	22,48% (23,52%)	8,04% (09,86%)
2014	16,82% (15,37%)	5,59% (11,54%)	22,41% (23,36%)	7,94% (10,36%)
2015	33,02% (29,88%)	5,44% (10,99%)	38,46% (38,87%)	7,95% (10,29%)
2016	15,54% (14,44%)	4,94% (10,84%)	20,47% (21,37%)	7,39% (09,23%)
2017	15,28% (14,01%)	4,95% (10,81%)	20,23% (21,24%)	6,77% (08,82%)
2018	18,43% (12,59%)	5,79% (09,85%)	24,23% (18,64%)	6,07% (08,84%)
Média	18,43% (16,75%)	5,35% (11,00%)	23,78% (24,17%)	7,67% (10,09%)

Nota. %: Percentual Médio do número de integrantes envolvidos em BI. (%) Desvio Padrão do Percentual Médio do número de integrantes envolvidos em BI. **BIconselho:** *Board Interlocking* envolvendo Membros Exclusivos de Conselheiro de Administração. **BIdiretoria:** *Board Interlocking* envolvendo Membros Exclusivos de Diretoria Executiva. **BIconsediretoria:** *Board Interlocking* envolvendo Conselheiros de Administração e Diretores Executivos conectados em relação ao Conselheiro de Administração da empresa. **BIconsediretoriaS:** *Board Interlocking* envolvendo Conselheiros de Administração e Diretores Executivos que ocupam simultaneamente duas funções na alta administração da mesma empresa

Fonte: Elaborado pelo Autor (2020)

Por meio da Tabela 2 é possível identificar em média 18,43% dos membros da alta administração exclusivamente Conselheiros de Administração (**BIconselho**) ocupam simultaneamente cargos em outras corporações. De 2010 a 2014 o percentual médio desses membros se manteve abaixo da média do período, ficando em 17,02% em 2010, 16,48% em 2011, 16,02% em 2013, e 16,82% em 2014. Destaca-se que na amostra observada, no exercício de 2015 o percentual de membros exclusivamente conselheiros que estão conectados a outras corporações atinge o valor máximo chegando a 33,02% com um desvio padrão de 29,88%. No entanto acontece uma Queda de aproximadamente 50% nos exercícios seguintes, chegando a 15,54% em 2016 e ao seu valor mínimo de 15,28%, em 2017. Salienta-se que o ano de 2018 ficou exatamente igual a média do período.

Observa-se que quando se fala em BI envolvendo exclusivamente diretores executivos (**bidiretoria**), esse percentual se reduz a em média 5,35% dos membros da alta administração com um desvio padrão médio de 11,00% conforme demonstra a Tabela 2. Durante o período

analisando o percentual de membros exclusivamente diretores executivos se manteve entre 4,94% e 5,79% com um desvio padrão entre 09,85% e 11,87%, ou seja, próximo da média. Em seguida, verificou-se a quantidade de integrantes que exercem exclusivamente função de Conselheiro de Administração e Diretor executivo na Empresa, observou-se que em média 23,78% dos conselheiros e diretores estão conectados a outras empresas.

Salienta-se que no exercício de 2015, 38,46% dos membros do conselho estavam conectados a outros conselhos. No entanto, considerando os outros períodos esse percentual se manteve em queda, porém próximos. No ano de 2010, 22,37% dos Conselheiros e Diretores Executivos exerciam funções na alta administração em outras empresas, chegando a 20,23% em 2017. Obtendo um crescimento de 4% em 2018 chegando a a 24,23%.

Adicionalmente foi identificado os membros da alta administração que praticavam o BI e ocupavam o cargo de conselheiro e diretor simultaneamente na mesma empresa. Membros que ocupam dois assentos simultâneos na mesma empresa foram reduzindo ao longo do período sendo 8,47% no ano de 2010 e chegando a 6,07% em 2018.

Através do BI pode-se realizar a contagem da sobrecarga dos membros do conselho de administração. Desse modo, Na tabela 3 é possível verificar a quantidade de membros que praticam o board interlocking e estão sobrecarregados segundo o conceito de sobrecarga de Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003 e Fich e Shividasani (2006) de que empresas em que o conselho de administração é composto por 50% ou mais de membros conectados a 3 ou mais conselhos.

Tabela 3 – Empresas com e sem Sobrecarga nos Conselhos de Administração

Anos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
C/ BB	19 (8%)	20 (9%)	22 (10%)	20 (9%)	22 (9%)	37 (15%)	14 (6%)	10 (4%)	9 (4%)
S/ BB	206 (92%)	194 (91%)	207 (90%)	210 (91%)	214 (91%)	213 (85%)	228 (94%)	237 (96%)	218 (96%)
Total	225 (100%)	214 (100%)	229 (100%)	230 (100%)	236 (100%)	250 (100%)	242 (100%)	247 (100%)	227 (100%)

Nota. C/BB: Número de empresas que possuem o Busy Board (Conselho Sobrecarregado). **S/ BB:** Número de empresas que não possuem o Busy Board (Conselho Sobrecarregado). **(%):** Frequência relativa Simples.

Fonte: Elaborado pelo Autor (2020)

Na Tabela 3, observa-se que em média 8% das empresas envolvidas em BI estavam sobrecarregas. Do mesmo modo que as empresas envolvidas em BI, destaca-se o exercício de 2015 que foi o de maior sobrecarga, tendo 15% das empresas sobrecarregadas. Do exercício de 2010 ao exercício de 2015 obteve-se um crescimento na sobrecarga dos CAs, tendo 8% em 2010, correspondente a 19 empresas e 15% em 2015, correspondente a 37 empresas verificadas.

Nos exercícios seguintes esses números reduzem, correspondendo respectivamente a 6% em 2016, tendo 14 empresas sobrecarregadas, 4% em 2017, tendo 10 empresas, e 4% em 2018 encerrando com 9 empresas.

Buscando complementar as análises, verificou-se, se estavam sobrecarregados os Ceos e os Chairmans, além dos conselheiros e diretores executivos conforme demonstra a Tabela 4.

Tabela 4 - Ceo e Chairman Sobrecarregados

Anos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Busyceo	12	07	04	06	06	09	04	02	03
Busychairman	72	35	31	35	33	37	60	33	31

Nota. Busyceo: Ceos (Diretor Geral ou Presidente da empresa) ocupando 3 ou mais cargos simultâneos em outras corporações. **Busychairman:** Presidente do Conselho de Administração ocupando 3 ou mais cargos simultâneos em outras corporações.

Fonte: Elaborado pelos Autores (2020).

No ano de 2010, das 225 empresas que possuíam pelo menos 1 membro sobrecarregado, 12 obtinham Ceos em situação de sobrecarga. Nos exercícios seguintes o número de Ceos sobrecarregados reduz, sendo 7 em 2011, 4 em 2012, 06 em 2013 e 2014. Esse número obteve um aumento em 2015, o que é natural visto que a prática do BI também obtém aumento nesse exercício. Em 2016, obtém-se 54 empresas com Ceos sobrecarregados, reduzindo para 2 empresas em 2017 e finalizando com 3 empresas em 2018.

Já quando se trata de Chairmans sobrecarregados, esse número se eleva, tendo em 2010 72 empresas que obtinham o Chairman em situação de sobrecarga. No entanto, houve uma queda nos exercícios seguintes, de 2011 a 2015, tendo 35 empresas em 2011, 31 em 2012, 35 em 2013, 33 em 2014 e 37 em 2015. Já no ano de 2016, das 242 empresas que possuíam pelo menos um membro sobrecarregado, 60 incluem o chairman nessa sobrecarga. No entanto nos exercícios seguintes isso é reduzido a 33 empresas em 2017 e 31 empresas em 2018.

Do mesmo modo que no BI, com a finalidade de apresentar as diferentes formas da prática do BB, apresenta-se na Tabela 5 o BB dividido respectivamente em BB envolvendo Exclusivamente Conselheiro de Administração; BB envolvendo Exclusivamente Diretor Executivo; BB envolvendo Conselheiros de Administração e Diretores conectados em relação ao CA da empresa e BB envolvendo Conselheiros de Administração e Diretores Executivos que ocupam simultaneamente duas funções na alta administração da mesma empresa.

Tabela 5 – Composição do BB no Conselho de Administração das Empresas

Anos	bbconselho	bbdiretoria	bbconsediretoria	bbconsediretoriaS
2010	09,39% (13,83%)	2,64% (08,58%)	12,03% (20,33%)	1,39% (5,16%)
2011	09,02% (13,26%)	2,62% (09,06%)	11,64% (20,08%)	1,56% (5,85%)
2012	08,47% (13,14%)	3,06% (10,27%)	11,52% (20,97%)	1,62% (5,92%)
2013	08,35% (12,87%)	2,93% (10,01%)	11,27% (20,43%)	1,63% (5,91%)
2014	08,76% (13,11%)	2,87% (09,50%)	11,63% (20,16%)	1,56% (6,04%)
2015	17,59% (25,03%)	2,75% (08,96%)	20,33% (32,64%)	2,75% (8,96%)
2016	07,10% (11,77%)	1,87% (06,65%)	08,97% (16,39%)	1,46% (5,12%)
2017	04,62% (09,31%)	1,60% (06,50%)	06,22% (13,75%)	1,17% (4,54%)
2018	08,40% (10,01%)	2,16% (06,10%)	10,56% (13,86%)	2,01% (7,14%)
Média	09,08% (13,59%)	2,50% (08,40%)	11,58% (19,85%)	1,68% (6,07%)

Nota. %: Percentual médio do número membros da categoria em 3 ou mais empresas. **(%)**: Desvio Padrão do Percentual Médio do número de integrantes envolvidos em BB. **BBconselho:** Conselho Sobrecarregado envolvendo Membros Exclusivos de Conselheiro de Administração. **BBdiretoria:** Conselho Sobrecarregado envolvendo Membros Exclusivos de Diretoria Executiva. **BBconsediretoria:** Conselho Sobrecarregado envolvendo Conselheiros de Administração e Diretores Executivos conectados em relação ao Conselheiro de Administração da empresa. **BBconsediretoriaS:** Conselho Sobrecarregado envolvendo Conselheiros de Administração e Diretores Executivos que ocupam simultaneamente duas funções na alta administração da mesma empresa.

Fonte: Elaborado pelos Autores (2020)

Através da Tabela 5 verificou-se que em média 9,08% dos membros da alta administração exclusivamente conselheiros de administração ocupam simultaneamente 3 ou mais cargos em outras corporações (**bbconselho**). De 2010 a 2014 o percentual médio desses membros se manteve próximo da média do período, ficando em 9,39% em 2010, 9,02% em 2011, 8,47% em 2012, 8,35% em 2013, e 8,76% em 2014. Destaca-se que na amostra observada, no exercício de 2015 o percentual de membros exclusivamente conselheiros que estão conectados a outras corporações atinge o valor máximo chegando a 17,59% com um desvio padrão de 25,03%. No entanto acontece uma queda nos exercícios seguintes, chegando a 07,10% em 2016 e ao seu valor mínimo de 04,62%, em 2017, voltando a crescer em 2018 para 8,40%.

Constatou-se que quando se trata dos membros exclusivamente diretores executivos sobrecarregados (**bbdiretoria**), esse percentual se reduz a em média 2,50% dos membros da alta administração com um desvio padrão médio de 8,40% conforme demonstra a Tabela 4. Durante o período analisando o **bbdiretoria** se manteve entre 1,60% e 3,06% com um desvio padrão entre 6,10% e 10,27%. Em seguida, verificou-se a quantidade de integrantes que exercem exclusivamente função de Conselheiro de Administração e Diretor executivo na Empresa, e observou-se que em média 11,58% dos conselheiros e diretores estão conectados a outras empresas. Salienta-se que no exercício de 2015 em que 20,33% dos membros do conselho estavam conectados a outros conselhos e sobrecarregados. No entanto, considerando os outros períodos esse percentual se manteve próximo da média de 11,58%. Adicionalmente foi

identificado os membros da alta administração que estavam sobrecarregados e ocupavam o cargo de conselheiro e diretor simultaneamente na mesma empresa. Membros sobrecarregados que ocupam dois assentos simultâneos na mesma empresa mantiveram-se próximo da média do período de 1,68% com um desvio padrão de 6,07%.

4.2 ANÁLISE MULTIVARIADA

4.2.1 Sobrecarga no Conselho de Administração e Valor de Mercado das Empresas

Os resultados dos modelos multivariados que demonstram a influência da sobrecarga dos CAs sobre o valor de mercado das empresas são apresentados na Tabela 6 dividido em 6 modelos. No modelo (1) é demonstrado a influência da sobrecarga dos membros exclusivamente Conselheiros de Administração. No modelo (2) é demonstrado a influência da sobrecarga dos membros exclusivamente Diretores Executivos. Adicionalmente nos modelos (3) e (4) evidencia-se respectivamente a influência da sobrecarga dos membros Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Simultâneos. No modelo (5) e (6) é apresentado concomitantemente se existe influência da sobrecarga dos Ceos e dos Chairmans que no Brasil são conhecidos respectivamente como Diretores Gerais ou Diretores Presidentes e Presidentes dos CAs.

Tabela 6 – Sobrecarga no CA e DE sobre o valor de mercado da Empresas

	-1	-2	-3	-4	-5	-6
Variáveis busyboard						
bbconselhoit	0.305*					
	(0.183)					
bbdiretoria		1.096**				
		(0.541)				
bbconsediretoria			0.313*			
			(0.160)			
bbconsediretoriaS				0.627		
				(0.540)		
busyceo					0,141	
					(0.103)	
busychairman						0.038
						(0.052)
Características do Board						
bidummy	0.075	0.095**	0.072	0.098**	0.101**	0.099**
	(0.046)	(0.044)	(0.046)	(0.044)	(0.044)	(0.044)
porteboard	0.185***	0.181***	0.185***	0.189***	0.180***	0.181***
	(0.042)	(0.042)	(0.042)	(0.042)	(0.042)	(0.042)
Características no nível da firma						
	0.132**	0.138**	0.132**	0.141**	0.131**	0.136**
	(0.063)	(0.063)	(0.063)	(0.063)	(0.063)	(0.063)
GROW	0.757***	0.750***	0.755***	0.755***	0.755***	0.760***
	(0.158)	(0.158)	(0.158)	(0.158)	(0.158)	(0.158)
TAM	-0.023	-0.020	-0.022	-0.024	-0.022	-0.023
	(0.015)	(0.015)	(0.015)	(0.015)	(0.015)	(0.015)
LEV	-1.249***	-1.255***	-1.253***	-1.243***	-1.249***	-1.248***
	(0.127)	(0.128)	(0.127)	(0.127)	(0.128)	(0.128)
DISSUE	0.317	0.316	0.318	0.301	0.315	0.309
	(0.209)	(0.209)	(0.210)	(0.209)	(0.209)	(0.208)
Age	-0.172***	-0.172***	-0.172***	-0.174***	-0.172***	-0.172***
	(0.044)	(0.044)	(0.044)	(0.044)	(0.044)	(0.044)
Efeitos Fixos						
Dummies Temporais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Dummies Setoriais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Constante	0.821***	0.806***	0.813***	0.834***	0.831***	0.840***
	(0.234)	(0.232)	(0.232)	(0.236)	(0.238)	(0.237)
Observations	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469	1,469
R-quadrado ajustado	0.299	0.299	0.300	0.298	0.298	0.298

Nota. Erros padrão robustos em parênteses. Níveis de Significância dos modelos *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. **Variáveis busyboard:** bbconselho_{it} (membros exclusivamente Conselheiros de Administração), bbdiretoria_{it} (membros exclusivamente Diretores Executivos Sobrecarregados), bbconsediretoria_{it} (membros Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Sobrecarregados), bbconsediretoriaS_{it} (Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Simultâneos Sobrecarregados), busyceo_{it} (Diretor Presidente das empresas Sobrecarregado), busychairman_{it} (Presidente do Conselho de Administração Sobrecarregado). **Características do Board:** bidummy_{it} (Board Interlocking), porteboard_{it} (Tamanho do Conselho de Administração). **Características no nível da firma:** GROW_{it} (Crescimento da Receita Líquida), TAM (porte da empresa), LEV_{it} (endividamento das empresas), DISSUE_{it} (crescimento do endividamento das empresas), Age_{it} (período em que a empresa se encontra no mercado de capitais).

Fonte: Elaborado pelos autores (2020)

Os modelos (1) e (3) demonstram que os coeficientes de verificação são positivamente significativos ao nível de 10%, para explicar o valor de mercado da empresa medido pelo q-debtobin. No modelo (2) verifica-se que o coeficiente de verificação é positivo significativamente ao nível de 5%. Portanto, a sobrecarga dos membros exclusivamente conselheiros de

administração, exclusivamente diretores executivos e conselheiros e diretores executivos influenciam positivamente no valor de mercado das empresas. Esses resultados apresentam indícios de que a hipótese de reputação se destaca do mesmo modo que nos estudos de Field, Lowry & Mkrтчyan (2013), Elyasiani & Zhang (2015) e Hauser (2018) que ao analisarem a sobrecarga do CA sobre o valor de mercado encontraram significância positiva de 1% em suas regressões. Os resultados encontrados são contraditórios aos resultados de Fich & Shivdasani (2006), Santos & Silveira (2007), Cashman, Gillan & Jun (2012) e Tarkovska (2013) que encontraram uma relação negativa entre sobrecarga do CA e o valor de mercado das empresas com significância ao nível de 1%.

Os modelos (3), (4) e (5) não apresentaram significância, ou seja, há prenúncios de que não existe influência positiva ou negativa dos membros sobrecarregados do conselho que ocupam simultaneamente dois cargos na mesma empresa, nem dos Ceos ou dos Chairmans. Esses resultados condizem com o estudo realizado por Ferris, Jayaraman & Liao (2018) que não obtiveram nenhuma relação significativa ao analisar a influência da sobrecarga do CA no q-de-tobin. Destaca-se nos modelos da Tabela 6 o fato de que ao utilizar o BI e o porte do *board* como variáveis de controle verifica-se que o BI possui influência positiva ao nível de 5% de significância nos modelos (2), (4), (5) e (6) e o porte do *board* apresenta significância ao nível de 1% em todos os modelos. Desse modo quanto maior o CA melhor para o valor de mercado das empresas (q-de-tobin) , assim como o BI envolvendo membros exclusivamente Conselheiros de Administração, membros Conselheiros de Administração e Diretores Simultâneos, Ceos e Chairmans afeta positivamente o Valor de Mercado das Empresas ao nível de 1% de significância em todas as regressões.

Na Tabela 6 é possível verificar que conforme aumenta a sobrecarga do CA, o Q-de-Tobin varia 0,305 no que tange a sobrecarga do conselho envolvendo exclusivamente conselheiros de administração, varia 1,096 quando se fala em exclusivamente diretores e 0.313 quando se trata de sobrecarga dos conselheiros e diretores somados. O R-quadrado médio das regressões demonstra que 29,9% da variável q-de-tobin é explicada pelas demais variáveis. Esses resultados seguem o padrão do estudo de Jiraporn, Singh & Lee (2009) que encontram um R-quadrado de 30%. Com relação as variáveis de controle, apresentou-se 5% de significância positiva na emissão de ADR, 1% de significância positiva no Crescimento anual da receita líquida das empresas, (*GROW*) ,1% significância negativa no endividamento (*LEV*) e 1% significância negativa na idade da firma (*Age*).

Os achados da pesquisa favorecem a hipótese de reputação em detrimento da hipótese de sobrecarga. Isso ocorre no Brasil devido ao fato de que as empresas brasileiras apresentam

como principal característica níveis de sobrecarga abaixo de 50%, ou seja, a maior parte dos CAs envolvidos em BI possuem menos de 50% dos seus membros sobrecarregados; De acordo com Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003), Jiraporn, Singh e Lee (2009), Lu, Wang e Dong (2013), Cashman, Gillan e Jun (2012), Hauser (2018), a sobrecarga quando encontrada em baixo nível (menor que 50% do conselho sempre se apresenta benéfica ao valor de mercado e desempenho. Os resultados encontrados foram diferentes dos encontrados por Santos e Silveira (2007), isso ocorre pelo fato dos autores terem considerado como sobrecarregado somente os CAs que estavam com 50% ou mais dos seus membros sobrecarregados.

Uma característica que é específica da pesquisa é que na amostra utilizada foram excluídas as empresas que tinham de 0 a 1,9 anos de existência ficando apenas as empresas com pelo menos 2 anos de idade. Segundo Field, Lowry e Mkrtyan (2013) à medida que as empresas amadurecem no mercado de capitais, a frequência de CAs sobrecarregados reduz. Além disso, a relação positiva entre a sobrecarga do *board* e o desempenho da empresa é atenuada conforme a idade da empresa (Field, Lowry & Mkrtyan, 2013). Os autores afirmam que quanto maior a idade da empresa, a mesma tende a ter menos sobrecarga, pois já está consolidada no mercado de capitais. Nesse contexto a medida que as empresas amadurecem, espera-se que a demanda por aconselhamento diminua e a demanda por monitoramento aumente (Field, Lowry & Mkrtyan, 2013).

Esse efeito de valor positivo pode ser outorgado a real supervisão pelos CAs ou DEs a suas funções de consultorias experientes e de crescimentos das organizações (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Desse modo, os resultados contradizem a afirmação de Field, Lowry e Mkrtyan (2013) que sugerem que a falta de habilidade de gestão dos executivos pode ser a causa de as empresas sobrecarregadas terem baixo desempenho.

4.2.2 Sobrecarga do Conselho de Administração Sobre o Desempenho Operacional

Os resultados dos modelos multivariados que demonstram a influência da sobrecarga dos conselhos de administração (CAs) sobre o desempenho operacional foram divididos em 3 painéis. No primeiro painel, demonstrado na Tabela 7 foi operacionalizado a influência do CA sobrecarregado sobre o ROE. Em seguida na Tabela 8 verificou-se a influência da sobrecarga do conselho sobre o ROA. E por fim, na Tabela 9 analisou-se a influência da sobrecarga no conselho de administração no Ebtida.

Tabela 7 – Sobrecarga no CA e DE sobre o ROE

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variáveis busyboard						
Bbconselho	0.029 (0.113)					
Bbdiretoria		0.724*** (0.118)				
Bbconsediretoria			0.100 (0.083)			
bbconsediretoriaS				0.476*** (0.155)		
Busyceo					0.083*** (0.030)	
Busychairman						0.022 (0.018)
Características do Board						
Bidummy	-0.002 (0.030)	-0.008 (0.028)	-0.010 (0.030)	-0.005 (0.028)	0.000 (0.028)	-0.002 (0.028)
Porteboard	0.053** (0.026)	0.060** (0.026)	0.055** (0.026)	0.059** (0.026)	0.051** (0.026)	0.053** (0.026)
Características no nível da						
Emissoras de ADR	-0.027 (0.025)	-0.023 (0.025)	-0.028 (0.025)	-0.024 (0.025)	-0.028 (0.025)	-0.026 (0.025)
GROW	0.508*** (0.133)	0.506*** (0.133)	0.509*** (0.133)	0.506*** (0.133)	0.505*** (0.133)	0.509*** (0.133)
TAM	0.026*** (0.008)	0.026*** (0.008)	0.026*** (0.008)	0.025*** (0.008)	0.026*** (0.008)	0.026*** (0.008)
LEV	-0.481*** (0.084)	-0.484*** (0.084)	-0.481*** (0.084)	-0.478*** (0.084)	-0.484*** (0.084)	-0.482*** (0.085)
DISSUE	0.101 (0.158)	0.118 (0.157)	0.104 (0.158)	0.093 (0.157)	0.103 (0.158)	0.099 (0.158)
Age _{it}	-0.019 (0.017)	-0.020 (0.017)	-0.018 (0.017)	-0.020 (0.017)	-0.019 (0.017)	-0.019 (0.017)
Efeitos Fixos						
Dummies Temporais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Dummies Setoriais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Constant	-0.314*** (0.115)	-0.324*** (0.116)	-0.320*** (0.115)	-0.314*** (0.114)	-0.306*** (0.115)	-0.307*** (0.115)
Observações	1,645	1,645	1,645	1,645	1,645	1,645
R-quadrado ajustado	0.133	0.139	0.134	0.135	0.134	0.133

Nota. Erros padrão robustos em parênteses. Níveis de Significância dos modelos *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. **Variáveis busyboard:** $bbconselho_{it}$ (membros exclusivamente Conselheiros de Administração), $bbdiretoria_{it}$ (membros exclusivamente Diretores Executivos Sobrecarregados), $bbconsediretoria_{it}$ (membros Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Sobrecarregados), $bbconsediretoriaS_{it}$ (Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Simultâneos Sobrecarregados), $busyceo_{it}$ (Diretor Presidente das empresas Sobrecarregado), $busychairman_{it}$ (Presidente do Conselho de Administração Sobrecarregado). **Características do Board:** $bidummy_{it}$ (Board Interlocking), $porteboard_{it}$ (Tamanho do Conselho de Administração). **Características no nível da firma:** $GROW_{it}$ (Crescimento da Receita Líquida), TAM (porte da empresa), LEV_{it} (endividamento das empresas), $DISSUE_{it}$ (crescimento do endividamento das empresas), Age_{it} (período em que a empresa se encontra no mercado de capitais).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os modelos (2), (4) e (5) demonstram que os coeficientes de verificação são positivamente significativos ao nível de 1%, para explicar o retorno sobre o patrimônio. Portanto, a sobrecarga dos membros exclusivamente diretor executivo, conselheiros e diretores que ocupam simultaneamente dois cargos na mesma empresa e *Ceos* sobrecarregados influenciam positivamente o ROE das empresas. Esses resultados são condizentes com os

resultados apresentados por Elyasiani & Zhang (2015) e Hauser (2018) 1%. Ambos os autores encontram uma relação positiva entre a sobrecarga dos CAs e o valor de mercado das empresas. De acordo com os autores 1% de significância sinaliza que a hipótese de reputação supera a hipótese de sobrecarga. Entretanto Cashman, Gillan & Jun (2012) e Tarkovska (2013) apresentam 1% de significância negativa, assim como Falato, Kadyrzhanova & Lel (2014) apresentaram 5% de significância negativa. Ou seja, essa influência pode variar conforme o contexto da pesquisa, ou país em que se está realizando o estudo.

Os modelos (1), (3) e (6) não apresentaram significância, ou seja, há presunções de que não existe influência positiva ou negativa no ROE quando se fala em exclusivamente conselheiro de administração, conselheiros e diretorias e Chairmans sobrecarregados. Esses resultados condizem com o estudo realizados por Di Pietra, Grambovas, Raonic & Riccaboni (2008), que não obtiveram nenhuma relação significativa ao analisar a influência da sobrecarga do CA no ROE. Destaca-se nos modelos da tabela 7 o fato de que ao utilizar o BI e o porte do *board* como variáveis de controle verifica-se que o BI não possui influência significativa em todos os modelos econométricos. Entretanto o porte do *board* apresenta significância positiva ao nível de 5%. Desse modo há indícios de que o BI não afeta o Valor de Mercado das Empresas. No entanto quanto maior o board CA melhor para o valor de mercado das empresas (q-de-tobin).

Na Tabela 7 é possível verificar que conforme aumenta a sobrecarga do CA, o Q-de-Tobin varia 0.724 no que tange a sobrecarga do conselho envolvendo membros exclusivamente diretores, e 0.476 quando se fala em conselheiros de administração e diretorias executivas e 0.083 quando se trata de Ceos Sobrecarregados. O R-quadrado médio das regressões demonstra que 13,46% da variável ROE é explicada pelas demais variáveis. Com relação às variáveis de controle, apresentou-se, 1% de significância positiva no Crescimento anual da receita líquida das empresas, (*GROW*), 1% significância negativa no endividamento (*LEV*) e 1% significância positiva no tamanho da empresa (*TAM*).

Tabela 8 – Sobrecarga no CA e DE sobre o ROA

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variáveis busyboard						
Bbconselho	0.024 (0.017)					
Bbdiretoria		0.212*** (0.031)				
Bbconsediretoria			0.041*** (0.014)			
bbconsediretoriaS				0.063 (0.042)		
Busyceo					0.018** (0.007)	
Busychairman						0.005 (0.004)
Características do Board						
Bidummy	0.002 (0.004)	0.001 (0.004)	-0.000 (0.004)	0.003 (0.004)	0.004 (0.004)	0.003 (0.004)
Porteboard	0.010*** (0.004)	0.012*** (0.004)	0.011*** (0.004)	0.011*** (0.004)	0.010*** (0.004)	0.010*** (0.004)
Características no nível da firma						
Emissoras de ADR	-0.007 (0.005)	-0.006 (0.005)	-0.007 (0.005)	-0.007 (0.005)	-0.007 (0.005)	-0.007 (0.005)
GROW	0.133*** (0.017)	0.132*** (0.017)	0.133*** (0.017)	0.132*** (0.017)	0.132*** (0.017)	0.133*** (0.017)
TAM	0.002 (0.001)	0.002 (0.001)	0.002* (0.001)	0.002 (0.001)	0.002 (0.001)	0.002 (0.001)
LEV	-0.130*** (0.011)	-0.130*** (0.011)	-0.130*** (0.011)	-0.129*** (0.011)	-0.130*** (0.011)	-0.130*** (0.011)
DISSUE	0.024 (0.023)	0.029 (0.022)	0.025 (0.023)	0.023 (0.023)	0.024 (0.023)	0.023 (0.023)
Aget	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.002 (0.003)
Efeitos Fixos						
Dummies Temporais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Dummies Setoriais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Constant	0.004 (0.018)	0.002 (0.018)	0.002 (0.018)	0.005 (0.018)	0.007 (0.019)	0.006 (0.019)
Observações	1.645	1.645	1.645	1.645	1.645	1.645
R-quadrado ajustado	0.237	0.250	0.240	0.236	0.237	0.236

Nota. Erros padrão robustos em parênteses. Níveis de Significância dos modelos *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. **Variáveis busyboard:** $bbconselho_{it}$ (membros exclusivamente Conselheiros de Administração), $bbdiretoria_{it}$ (membros exclusivamente Diretores Executivos Sobrecarregados), $bbconsediretoria_{it}$ (membros Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Sobrecarregados), $bbconsediretoriaS_{it}$ (Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Simultâneos Sobrecarregados), $busyceo_{it}$ (Diretor Presidente das empresas Sobrecarregado), $busychairman_{it}$ (Presidente do Conselho de Administração Sobrecarregado). **Características do Board:** $bidummy_{it}$ (Board Interlocking), $porteboard_{it}$ (Tamanho do Conselho de Administração). **Características no nível da firma:** $GROW_{it}$ (Crescimento da Receita Líquida), TAM (porte da empresa), LEV_{it} (endividamento das empresas), $DISSUE_{it}$ (crescimento do endividamento das empresas), Age_{it} (período em que a empresa se encontra no mercado de capitais).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os modelos (2), (3) e (5) demonstraram que os coeficientes de verificação são positivamente significativos ao nível de 1%, para explicar o Retorno Sobre o Ativo. Portanto, a sobrecarga dos membros exclusivamente diretor executivo, conselheiros e diretores, e Ceos

influencia positivamente o ROA das empresas. Esses resultados condizem com os resultados de Lu, Wang & Dong (2013), Elyasiani & Zhang (2015) e Hauser (2018) que encontraram relação positiva de 1% de significância ao relacionar a sobrecarga do CA com ROA. De acordo com os autores 1% de significância sinaliza que a hipótese de reputação supera a hipótese de sobrecarga. Em contra ponto a esses resultados Di Pietra, Grambovas, Raonic & Riccaboni (2008), Cashman, Gillan & Jun (2012), Ferris, Jayaraman & Liao (2018) encontram relação negativa da sobrecarga no ROA com significância de 1% e Tan, Kamarudin, Noordin, & Rahim (2019) encontra significância negativa de 5%. Essas distinções de resultados trazem indícios que o contexto ao qual as empresas estão colocadas podem influenciar nas variáveis de desempenho.

Os modelos (1), (4) e (6) não apresentaram significância, ou seja, não existe influência no ROA quando se fala em exclusivamente conselheiro de administração, conselheiros e diretores que ocupam simultaneamente dois cargos na mesma empresa e Chairmans sobrecarregados. Salienta-se o fato de que nos modelos da Tabela 8 ao utilizar o BI e o porte do *board* como variáveis de controle verifica-se que o BI não possui influência significativa em todos os modelos econométricos. Entretanto, o porte do *board* apresentou significância positiva ao nível de 1%. Desse modo, conclui-se que o porte do CA possui influência positiva sobre o ROA.

Na Tabela 8 é possível verificar que conforme aumenta a sobrecarga do CA, o ROA varia 0.212 no que tange a sobrecarga do conselho envolvendo membros exclusivamente diretores, e 0.041 quando se fala em conselheiros de administração e diretores executivos 0.018 quando se trata de Ceos Sobrecarregados. O R-quadrado médio das regressões demonstra que variável ROE é explicada pelas demais variáveis entre 23,6% e 25%. Com relação as variáveis de controle, apresentou-se, 1% de significância positiva no Crescimento anual da receita líquida das empresas, (*GROW*), 1% significância negativa no endividamento (*LEV*) e 10% de nível significância positiva no tamanho da empresa (*TAM*) somente no modelo (2).

Tabela 9 – Sobrecarga no CA e DE sobre o Ebtida

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variáveis busyboard						
Bbconselho	-0.014 (0.019)					
Bbdiretoria		0.113*** (0.033)				
Bbconsediretoria			0.002 (0.015)			
bbconsediretoriaS				0.042 (0.037)		
Busyceo					0.022*** (0.008)	
Busychairman						0.001 (0.004)
Características do Board						
Bidummy	0.004 (0.005)	0.002 (0.005)	0.003 (0.005)	0.003 (0.005)	0.003 (0.005)	0.003 (0.005)
Porteboard	0.012*** (0.004)	0.013*** (0.004)	0.012*** (0.004)	0.012*** (0.004)	0.012*** (0.004)	0.012*** (0.004)
Características no nível da firma						
Emissoras de ADR	-0.003 (0.006)	-0.003 (0.006)	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.006)	-0.004 (0.006)
GROW	0.164*** (0.020)	0.164*** (0.020)	0.164*** (0.020)	0.165*** (0.020)	0.165*** (0.020)	0.165*** (0.020)
TAM	-0.000 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.001 (0.002)
LEV	-0.018 (0.013)	-0.019 (0.012)	-0.019 (0.013)	-0.018 (0.013)	-0.018 (0.013)	-0.018 (0.013)
DISSUE	-0.037 (0.026)	-0.035 (0.026)	-0.037 (0.026)	-0.037 (0.026)	-0.037 (0.026)	-0.038 (0.026)
Aget	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)
Efeitos Fixos						
Dummies Temporais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Dummies Setoriais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Constant	0.059** (0.027)	0.057** (0.027)	0.060** (0.027)	0.059** (0.027)	0.058** (0.027)	0.058** (0.027)
Observations	1,645	1,645	1,645	1,645	1,645	1,645
R-squared	0.248	0.251	0.250	0.248	0.248	0.248

Nota. Erros padrão robustos em parênteses. Níveis de Significância dos modelos *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. **Variáveis busyboard:** $bbconselho_{it}$ (membros exclusivamente Conselheiros de Administração), $bbdiretoria_{it}$ (membros exclusivamente Diretores Executivos Sobrecarregados), $bbconsediretoria_{it}$ (membros Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Sobrecarregados), $bbconsediretoriaS_{it}$ (Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Simultâneos Sobrecarregados), $busyceo_{it}$ (Diretor Presidente das empresas Sobrecarregado), $busychairman_{it}$ (Presidente do Conselho de Administração Sobrecarregado). **Características do Board:** $bidummy_{it}$ (Board Interlocking), $porteboard_{it}$ (Tamanho do Conselho de Administração). **Características no nível da firma:** $GROW_{it}$ (Crescimento da Receita Líquida), TAM (porte da empresa), LEV_{it} (endividamento das empresas), $DISSUE_{it}$ (crescimento do endividamento das empresas), Age_{it} (período em que a empresa se encontra no mercado de capitais).

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

Os modelos (2) e (5) demonstram que os coeficientes de verificação são positivamente significativos ao nível de 1% na explicação do Ebtida. Desse modo, membros exclusivamente diretor executivo e Ceos sobrecarregados influenciam positivamente o Ebtida das empresas. Esses resultados seguem o mesmo padrão dos os resultados de Elyasiani & Zhang (2015) e

Hauser (2018) que também encontram significância ao nível de 1% quando analisaram a influência da sobrecarga do CA sobre o Ebtida. Do mesmo Jiraporn, Singh & Lee (2009) encontraram significância positiva porém com significância ao nível de 5%. Todos esses autores afirmam em seus resultados que essas significâncias condizem com a hipótese de reputação. Ou seja, quando se fala em sobrecarga no CA envolvendo membros exclusivamente da diretoria executiva e Ceos sobre o Ebtida, há indícios de que a hipótese de reputação pode ser apoiada, pois de acordo com Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003), Jiraporn, Singh e Lee (2009), Lu, Wang e Dong (2013), Field, Lowry e Mkrtychyan (2013), Hauser, (2018), quando os resultados encontrados apresentam significância positiva, seja ao nível de 1%, 5% ou 10% de significância a Hipotese de Sobrecarga se Sobressai a Hipotese de Reputação.

Em contrapartida, porém seguindo a mesma linha de raciocínio Fich e Shivdasani (2006), Cashman, Gillan e Jun (2012), Ferris, Jayaraman e Liao (2018), Stein e Zhao (2019) Viviers e Mans-Kemp (2019) Tan, Kamarudin, Noordin e Rahim (2019) se os resultados fossem negativos com significância de 1%, 5% ou 10% apoiariam a hipótese de sobrecarga, o que não ocorre em nenhuma das regressões realizadas nesse estudo.

Os modelos (1), (3), (4) e (6) não apresentaram significância, ou seja, existem indícios de que não há influência no Ebitda quando se fala em exclusivamente conselheiro de administração, conselheiros e diretores, conselheiros e diretores que ocupam simultaneamente dois cargos na mesma empresa e Chairmans sobrecarregados. Todos os resultados encontrados são opostos aos resultados de Jiraporn, Singh & Lee (2009) que encontrarão uma relação negativa com 5% de significância entre a sobrecarga do CA e o Ebtida e Cashman, Gillan & Jun (2012) que encontrarão uma relação negativa com 1% de significância.

Na Tabela 9 é possível verificar que conforme aumenta a sobrecarga do CA, o Ebtida varia 0.212 no que tange a sobrecarga do conselho envolvendo membros exclusivamente diretores, e 0.041 quando se fala em conselheiros de administração e diretores executivas 0.018 quando se trata de Ceos Sobrecarregados. O R-quadrado médio das regressões demonstra que variável Ebtida é explicada pelas demais variáveis entre 23,6% e 25%. Com relação as variáveis de controle, apenas o Crescimento anual da receita líquida das empresas, (*GROW*) demonstrou significância ao nível de 1%. Os outras variáveis não apresentaram nenhuma significância.

No que tange a sobrecarga do CA e desempenho operacional, esses resultados tendem a apoiar a hipótese de Reputação em detrimento a Hipotese de sobrecarga do mesmo modo do que tange sobrecarga do CA e valor de mercado das empresas. De acordo com Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003), Jiraporn, Singh e Lee (2009), Lu, Wang e Dong (2013), Cashman, Gillan e Jun (2012), Hauser (2018), há indícios de que o BB, na dosagem certa

(abaixo de 50% do CA), pode ser positivo para os resultados, porém em grande quantidade pode ser negativa. Na presente pesquisa obteve-se que 8% dos CAs envolvidos em BI estão sobrecarregados. Os outros 92% concentram em média 11,58% dos membros sobrecarregados.

Ao ser considerado o conceito de que quanto mais “sobrecarregado” estiver o executivo, o mesmo desenvolve uma *expertise*, pode-se concluir que pelo fato de no Brasil ter o que se é considerado um baixo nível de sobrecarga no CA é possível verificar que ter membros com essas características é benéfico para a empresa. O principal benéfico é que o membro da alta administração desempenhe um melhor trabalho e conseqüentemente causando uma melhora ou boa manutenção do desempenho operacional, financeiro e econômico das empresas, o que corrobora para uma valorização da a empresa.

5 CONCLUSÕES

Conselheiros de administração são primordiais para executar a função de proteger o patrimônio das organizações e os interesses mesmas como um todo. Sendo assim, os conselheiros de administração monitoram o trabalho dos diretores executivos para que não aja conflito de interesses. Contudo, os Diretores Executivos realizam um trabalho importante de gerenciar as inúmeras atividades organizacionais, buscando um melhor desempenho econômico-financeiro da organização, e consegüentemente maximizando o lucro das mesmas através de ferramentas de gestão dos recursos administrativos, econômicos, estruturais e tecnológicos. No entanto, Conselheiros de Administração e Diretores Executivos à medida que desempenham bons trabalhos nas empresas em que ocupam assentos tendem a receber propostas e acumular funções em diferentes, CAs, ocasionando o fenômeno do Board Interlocking.

A prática do BI encadeia uma serie de discussões sobre a eficácia do monitoramento dos conselheiros e do trabalho realizado pelos diretores executivos nas empresas em que atuam. Com base nessas discussões surgem. Diante dessas discussões inicialmente Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) e em seguida Fich e Shivdasani (2006) realizaram estudos contraditórios adotando a perspectiva da Hipótese de Reputação e Hipótese de Sobrecarga. A Hipótese da Reputação está fundamentada na ideia de que ocupar várias posições é vantajoso para executivos, porque os ajuda a desenvolver uma espécie de *background* gerencial (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003). Em contrapartida a hipótese de sobrecarga apresenta indícios de que os membros do CA com múltiplos cargos podem estar tão ocupados que não funcionam como gestores eficazes (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003). Com base nesses conceitos o

presente estudo analisou a influência da sobrecarga dos conselhos de administração (*Busy Board*) na valoração e o desempenho das empresas brasileiras de capital de aberto.

Para atender o objetivo da pesquisa, foram analisados 4 painéis, apresentado 6 modelos econométricos em cada um dos mesmos. Cada painel demonstra a influencia da influencia da sobrecarga dos membros do CA e DE sobre o valoração e o desempenho das empresas divididos em (1) dos membros exclusivamente Conselheiros de Administração, (2) dos membros exclusivamente Diretores Executivos, (3) Conselheiros de Administração e Diretores Executivos, (4) Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Simultâneos (que ocupam dois assentos na mesma empresa, (5) Ceos Sobrecarrogados e (6) Chairmans sobrecarregados.

O painel, apresentado na Tabela 6 demonstra a influência da sobrecarga do CA no valor de mercado das empresas. Foi Observado indícios de que membros exclusivamente Conselheiros de Administração, exclusivamente Diretores e Conselheiros de Administração e Diretores Executivos, influenciam positivamente no valor de mercado das empresas. Ou seja, quanto mais os diretores estiverem conectados a outras organizações, melhor será o valor de mercado das empresas. No entanto Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Simultâneos, Ceos e Chairmans sobrecarregados não apresentaram indícios positivos ou negativos. Sendo assim, não é possível rejeitar a hipótese de reputação, de que membros sobrecarregados geram valor de mercado para a empresa, devido a sua *expertise* gerencial e reputação no mercado de capitais.

Em seguida, apresenta-se tabelas 7, 8 e 9 respectivamente os 3 painéis utilizados para verificar a influência da sobrecarga do CA no desempenho da empresa através do ROE, ROA e Ebitda. Verifica-se que nos três painéis existe uma influência positiva significativa ao nível de 1%, quando se trata de sobrecarga dos membros exclusivamente diretores executivos. Diante desse contexto, quanto maior a sobrecarga dos diretores executivos, melhor é o desempenho operacional das empresas. Essa perspectiva se mantém quando se trata do CEO sobrecarregado, ou seja, CEOS sobrecarregado tende a desempenhar um melhor trabalho como gestor, gerando um melhor desempenho operacional para a organização.

No que tange a sobrecarga envolvendo conselheiros e diretores, verifica-se uma influência positiva no ROA, enquanto as outras as variáveis ROE e Ebitda não geram influência, seja positiva ou negativa. Do mesmo que a variavel conselheiros e diretores simultâneos gera influência significativa positiva no ROE, se mantendo neutra no que tange ao ROA e O Ebitda. Através desse cenário conclui-se tanto no que tange a valor de mercado, quanto no que tange a

desempenho operacional, os presentes resultados trazem indícios de que no Brasil a hipótese de reputação se destaca em detrimento da hipótese de sobrecarga.

5.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

A Sobrecarga no CA vem sendo estudada desde 2003 nos periódicos internacionais. No entanto, a maior parte dos estudos busca verificar a influência da sobrecarga do CA no valor de mercado e desempenho operacional das empresas. Com o intuito de buscar aprofundamento sobre a temática derivada do Board Interlocking, sugere-se verificar a influência da sobrecarga do CA em outras variáveis, como Estrutura de Capital, Gerenciamento de resultados, na decisão dos acionistas, entre outras.

Diante das conclusões desse estudo, sugere-se replicá-lo comparando as empresas que tiveram com 50% ou mais do Conselho de Administração sobrecarregado com as empresas que tiveram menos de 50%, de modo a comparar se empresas com percentual de sobrecarga elevado segue os mesmos padrões de empresas com percentuais baixos. Complementarmente, sugere-se realizar uma análise qualitativa através de entrevistas com os membros sobrecarregados de modo, a verificar a visão dos mesmos sobre essa sobrecarga em que estão envolvidos. Outra sugestão seria buscar uma métrica para medir o nível de *expertise* gerencial dos executivos sobrecarregados e buscar características similares com intuito de verificar o que geraria benefícios na valoração de mercado, desempenho das empresas e até gerenciamente de resultados.

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., & Mehran, H. (2003). Board structure, banking firm performance and the bank holding company organizational form. In *Federal Reserve Bank of Chicago Proceedings* (No. 866).
- Adams, R. B., & Mehran, H. (2003). Is corporate governance different for bank holding companies?. Available at SSRN 387561.
- Adams, R. B., & Mehran, H. (2012). Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies. *Journal of financial Intermediation*, 21(2), 243-267.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107.

- Aggarwal, R., & Goodell, J. W. (2009). Markets and institutions in financial intermediation: National characteristics as determinants. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 1-15.
- Aggarwal, R., Erel, I., & Stulz, R. M. (2009). Differences in Governance Practices between US and Foreign Firms. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(2), 30-42.
- Aggarwal, R., Jindal, V., & Seth, R. (2019). Board diversity and firm performance: The role of business group affiliation. *International Business Review*, 28(6), 101600.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.
- Ahn, S., Jiraporn, P., & Kim, Y. S. (2010). Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2011-2026.
- Aldrich, H. E. (1979). *Organizations and Environments*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Allen, M. P. (1974). The structure of interorganizational elite cooptation: interlocking corporate directorates. *American Sociological Review*, 39(3), 393-406.
- Allen, W. (1992). Redefining the role of outside directors in an age of global competition. *Speech to the Ray Garrett, Jr. Corporate and Securities Law Institute, Northwestern University*.
- Al-Musalli, M. A. K., & Ismail, K. N. I. K. (2012). Intellectual capital performance and board characteristics of GCC banks. *Procedia Economics and Finance*, 2, 219-226.
- Andrade, L. P. D., Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Ram. Revista de administração mackenzie*, 10(4), 4-31.
- Armstrong, C. S., Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (2012). Corporate governance, compensation consultants, and CEO pay levels. *Review of Accounting Studies*, 17(2), 322-351.
- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The journal of Finance*, 43(3), 593-616.
- Barros, B. E., & Colauto, R. D. (2019). A influência do board interlocking na qualidade da informação contábil em empresas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 15(1).
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101-124.
- Bazerman, M. H., & Schoorman, F. D. (1983). A Limited Rationality Model of Interlocking Directorates. *Academy of Management Review*, 8(2), 206-217.

- Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, 921-963.
- Bhagat, S., & Black, B. S. (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance (Electronic version). 27 *Journal of Corporate Law* 231-274 Posted: 2001-06-02
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Brealey, RA, Myers, SC, & Allen, F. (2008). Brealey, Myers e Allen sobre avaliação, estrutura de capital e questões de agência. *Jornal de Finanças Corporativas Aplicadas*, 20 (4), 49-57.
- Brickley, J. A., Linck, J. S., & Coles, J. L. (1999). What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives. *Journal of Financial Economics*, 52(3), 341-377.
- Brown, W. O., & Maloney, M. T. (1999). Exit, voice, and the role of corporate directors: Evidence from acquisition performance. *Available at SSRN 160308*.
- Burt, R. S. (1983). Firms, directors and time in the directorate tie market. *Social Networks*, 5(1), 13-49.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), 195-221.
- Byrd, J., & Hickman, K. (1992). The case for independent outside directors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(3), 78-82.
- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management journal*, 44(4), 639-660.
- Cashman, G. D., Gillan, S. L., & Jun, C. (2012). Going overboard? On busy directors and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3248-3259.
- Charoenrat, T., Harvie, C., & Amornkitvikai, Y. (2013). Thai manufacturing small and medium sized enterprise technical efficiency: Evidence from firm-level industrial census data. *Journal of Asian Economics*, 27, 42-56.
- Chen, K., & Guay, W. R. (2018). Busy directors and shareholder satisfaction. *Available at SSRN 3088814*.
- Cheng, S., Felix, R., & Zhao, Y. (2019). Board interlock networks and informed short sales. *Journal of Banking & Finance*, 98, 198-211.

- Chernow, R. (2010). *The house of Morgan: An American banking dynasty and the rise of modern finance*. Grove/Atlantic, Inc..
- Chiranga, N., & Chiwira, O. (2014). Impact of multiple directorships on performance for companies listed on the Johannesburg Stock Exchange (JSE). *Economics World*, 2(6), 378-387.
- Coles, J. L., & Hoi, C. K. (2003). New evidence on the market for directors: Board membership and Pennsylvania Senate Bill 1310. *The Journal of Finance*, 58(1), 197-230.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of financial economics*, 87(2), 329-356.
- 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.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2016). *Métodos de Pesquisa em Administração-12ª edição*. McGraw Hill Brasil.
- 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.
- Cotter, J. F., Shivdasani, A., & Zenner, M. (1997). Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?. *Journal of financial economics*, 43(2), 195-218.
- Council, F. R. (2012). *The UK corporate governance code*. London, September.
- Cunha, P., & Piccoli, M. (2017). Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 179-196.
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100.
- Di Pietra, R., Grambovas, C. A., Raonic, I., & Riccaboni, A. (2008). The effects of board size and 'busy' directors on the market value of Italian companies. *Journal of Management & Governance*, 12(1), 73-91.
- Dooley, P. C. (1969). The interlocking directorate. *The American Economic Review*, 59(3), 314-323.

- Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of financial economics*, 97(3), 418-435.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Making fast strategic decisions in high-velocity environments. *Academy of Management journal*, 32(3), 543-576.
- Elyasiani, E., & Zhang, L. (2015). Bank holding company performance, risk, and “busy” board of directors. *Journal of Banking & Finance*, 60, 239-251.
- Elyasiani, E., & Zhang, L. (2015). CEO entrenchment and corporate liquidity management. *Journal of Banking & Finance*, 54, 115-128.
- Falato, A., Kadyrzhanova, D., & Lel, U. (2014). Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value?. *Journal of Financial Economics*, 113(3), 404-426.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of finance*, 58(3), 1087-1111.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Liao, M. Y. S. (2018). Mergers and the Market for Busy Directors: An International Analysis. *Journal of Financial Research*, Forthcoming.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors?. *The Journal of finance*, 61(2), 689-724.
- Fich, E. M., & White, L. J. (2005). Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards?. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 175-195.
- Field, A. P. (2009). *Discovering statistics using SPSS*. London, England: SAGE.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental?. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63-82. *Finance*, 33(10), 1770-1780.
- Fontes Filho, J. R. (2004). *Estudo da validade de generalização das práticas de governança corporativa ao ambiente dos fundos de pensão: uma análise segundo as teorias da agência e institucional* (Doctoral dissertation).
- Geletkanycz, M. A., & Boyd, B. K. (2011). CEO outside directorships and firm performance: A reconciliation of agency and embeddedness views. *Academy of management journal*, 54(2), 335-352.

- Gilson, S. C. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of financial economics*, 27(2), 355-387.
- Hallock, K. F. (1997). Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 32(3), 331-344.
- Hauser, R. (2018). Busy directors and firm performance: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 128(1), 16-37.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature (No. w8161). National Bureau of Economic Research.
- IBGC (2010). Código das melhores práticas de governança corporativa. Disponível em <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 01 dez. 2019.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- 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.
- Kaczmarek, S., Kimino, S., & Pye, A. (2014). Interlocking directorships and firm performance in highly regulated sectors: the moderating impact of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 18(2), 347-372.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194-207.
- Kaplan, S. N., & Reishus, D. (1990). Outside directorships and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 389-410.
- Khanna, T., & Thomas, C. (2009). Synchronicity and firm interlocks in an emerging market. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 182-204.
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2006). Multiple directorships and corporate performance in Australian listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 530-546.
- Kirkpatrick, G. (2009). The corporate governance lessons from the financial crisis. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2009(1), 61-87.

- Korn/Ferry International, 1998, 25th Annual Board of Directors Study Los Angeles, CA.
- Kress, J. C. (2018). Board to death: How busy directors could cause the next financial crisis. *BCL Rev.*, *59*, 877.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of finance*, *54*(2), 471-517.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of financial economics*, *87*(2), 308-328.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.
- Lu, X., Wang, J., & Dong, D. (2013). Busy boards and corporate performance. *China Finance Review International*, *3*(2), 203-219.
- Mace, M. (1986). *Directors: Myth and reality* Harvard Business School Press. Boston MA.
- Malaysia, B. (2015). Sustainability Reporting Guide. *Bursa Malaysia, Kuala Lumpur*. [Google Scholar].
- Manzur Quader, S., & Dietrich, M. (2014). Corporate efficiency in the UK: a stochastic frontier analysis. *International Journal of Productivity and Performance Management*, *63*(8), 991-1011.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, *53*(3), 527-554.
- 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 (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Mizruchi, M. S. (1996). What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. *Annual review of sociology*, *22*(1), 271-298.
- Mizruchi, M. S., & Stearns, L. B. (1988). A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. *Administrative Science Quarterly*, 194-210.
- Mol, M. J. (2001). Creating wealth through working with others: Interorganizational relationships. *Academy of Management Perspectives*, *15*(1), 150-152.
- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, *6*(1), 5-28.
- Nawfal, A. K., Orady, M., Eisenstein, D., & Wegienka, G. (2011). Effect of body mass index on robotic-assisted total laparoscopic hysterectomy. *Journal of minimally invasive gynecology*, *18*(3), 328-332.

- OCDE. (2011). *OECD Global Forum on The Knowledge Economy: Better Innovation Policies for Better Lives*. OCDE.
- Ong, C. H., Wan, D., & Ong, K. S. (2003). An exploratory study on interlocking directorates in listed firms in Singapore. *Corporate Governance: An International Review*, 11(4), 322-334.
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 9-35.
- Perry, T., & Peyer, U. (2005). Board seat accumulation by executives: A shareholder's perspective. *The Journal of Finance*, 60(4), 2083-2123.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative science quarterly*, 218-228.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource-dependency perspective* Harper & Row New York USA.
- Phan, P. H., Lee, S. H., & Lau, S. C. (2003). The performance impact of interlocking directorates: The case of Singapore. *Journal of Managerial Issues*, 338-352.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Procianoy, J. L., & Schnorrenberger, A. (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58(1), 122-146.
- Pujo, A. P. (1913). *Money trust investigation: Investigation of financial and monetary conditions in the United States under House resolutions nos. 429 and 504, before a subcommittee of the Committee on Banking and Currency* (Vol. 1). US Government Printing Office.
- Pujo, A. P. (1913). *Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit. February 28, 1913*. US Government Printing Office.
- Pujo, Arsene. Relatório do Comitê Nomeado Nos termos das Resoluções 429 e 504 da Câmara para Investigar a Concentração de Controle de Dinheiro e Crédito . Washington: Gabinete de Impressão do Governo. 28 de fevereiro de 1913. Acesso em <https://pt.scribd.com/doc/34121180/Pujo-Committee-Report-Report-of-the-Committee-Appointed-Pursuant-to-House-Resolutions-429-and-504-1912-1913-Pujo-Committee-Report>.

- Ribeiro, F., & Colauto, R. D. (2016). The relationship between board interlocking and income smoothing practices. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 55-66.
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American economic review*, 63(2), 134-139.
- Roudaki, J., & Bhuiyan, M. B. U. (2015). Interlocking Directorship in New Zealand. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(3), 45
- Santos, R. L., & da Silveira, A. D. M. (2007). Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. *Revista Brasileira de Finanças*, 5(2), 125-163.
- Segatto-Mendes, A. P. (2001). *Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Semykina, A., & Wooldridge, J. M. (2010). Estimating panel data models in the presence of endogeneity and selection. *Journal of Econometrics*, 157(2), 375-380.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The journal of finance*, 54(5), 1829-1853.
- Shropshire, C. (2010). The role of the interlocking director and board receptivity in the diffusion of practices. *Academy of Management Review*, 35(2), 246-264.
- Soares, R. O., & de Oliveira Kloeckner, G. (2008, May). Relações entre estrutura de propriedade e estrutura de capital no Brasil. In *VI Encontro Brasileiro de Finanças*.
- Stein, L. C., & Zhao, H. (2019). Independent executive directors: How distraction affects their advisory and monitoring roles. *Journal of Corporate Finance*, 56, 199-223.
- Stiglitz, J. E. (1985). Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, credit and Banking*, 17(2), 133-152.
- Tan, K. M., Kamarudin, F., Noordin, B. A. A., & Rahim, N. A. (2019). Firm Efficiency of East Asia Countries: The Impact of Board Busyness. *Vision*, 23(2), 111-124.
- Tarkovska, V. (2013). Busy boards, corporate liquidity and financial risk: Evidence from UK panel data. In *European Financial Management Association Annual Conference*, Retrieved from <https://arrow.dit.ie/cgi/viewcontent.cgi>.
- Useem, M. (1984). *The inner circle: Large corporations and business politics in the US and UK* New York: Oxford University Press.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of financial economics*, 53(1), 113-142.

- Viviers, S., & Mans-Kemp, N. (2019). Director overboardedness in South Africa: evaluating the experience and busyness hypotheses. *International Journal of Disclosure and Governance*, 16(1), 68-81.
- Walker, D. (2009). A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities.
- Wong, L. H. H., Gygyax, A. F., & Wang, P. (2015). Board interlocking network and the design of executive compensation packages. *Social Networks*, 41, 85-100.
- Wooldridge, A. (2012). *The visible hand: Special report state capitalism*. Economist Newspaper.
- Yeo, H. J., Pochet, C., & Alcouffe, A. (2003). CEO reciprocal interlocks in French corporations. *Journal of Management and Governance*, 7(1), 87-108.
- Zeitlin, M. (1974). Corporate ownership and control: The large corporation and the capitalist class. *American journal of Sociology*, 79(5), 1073-1119.

