

Influência da sobrecarga do conselho de administração no valor de mercado e desempenho de empresas brasileiras de capital aberto

DOI: 10.4025/enfoque.v42i3.57505

Michel Teixeira Pereira 

Doutorando em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina.
Professor do Departamento de Administração, Contabilidade e Processos Gerenciais das Faculdades da Indústria – Sistema Fiep/PR.
E-mail: michel.teixeira_@hotmail.com

Claudio Marcelo Edwards Barros 

Doutor em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná
Professor pelo Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Paraná.
E-mail: claudiomedwards@hotmail.com

Recebido em: 22/01//2021

Aceito em: 10/05/2021

2ª versão aceita em: 16/09/2021

RESUMO

Objetivo: O presente trabalho objetivou examinar a influência da sobrecarga dos conselhos de administração na valoração e no desempenho das empresas brasileiras de capital de aberto.

Método: Este estudo identificou, na forma censo, a existência de sobrecarga nos CAs, além de descrever a performance de variáveis ligadas a relativização do valor de mercado das corporações ao valor contábil. Para análise de dados foi utilizado dados em painel. Os modelos econométricos utilizados compõem as variáveis de performance como endógenas e a medida de sobrecarga como exógena.

Originalidade/Relevância: Essa pesquisa é relevante porque tem como objetivo aprofundar a escassa literatura no Brasil sobre *Busy Board*. Além disso, a condução do estudo abrange um olhar alternativo mediante o desenvolvimento de métrica alternativa para identificação e mensuração de *Boards* envolvidos em sobrecarga. E, finalmente, trata-se de uma pesquisa proveitosa porque deverá auxiliar órgãos reguladores e comunidade dedicada ao estudo de Contabilidade Financeira e Finanças na compreensão de padrões relacionados ao comportamento dos *Boards* conectados.

Resultados: Os 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 indicativos 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.

Contribuições teóricas/metodológicas/práticas: Diante dos resultados expostos as empresas poderiam divulgar a sobrecarga dos seus membros e do Conselho de Administração contribuindo para o processo decisório de investidores individuais e institucionais, diminuindo o nível de assimetria de informações. Nessa conjuntura, o presente estudo corrobora com o entendimento acerca do número de interligações corporativas dos membros do Conselho de Administração, 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.

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

Influence of the overload of the board of directors on the market value and performance of brazilian publicly-held capital companies

ABSTRACT

Objective: The present study aimed to examine the influence of board of directors' overload on the valuation and performance of Brazilian publicly traded companies.

Method: This study identified the existence of board overload through a census-like approach, in addition to describing the performance of variables related to the relative market value of corporations compared to their book value. Panel data was utilized for data analysis. The econometric models employed treated performance variables as endogenous and the measure of overload as exogenous.

Originality/Relevance: This research is relevant as it seeks to delve into the limited literature in Brazil regarding Busy Boards. Moreover, the study's approach encompasses an alternative perspective by developing an alternative metric for identifying and measuring boards involved in overload. Lastly, this is a fruitful investigation as it should assist regulatory bodies and the community dedicated to the study of Financial Accounting and Finance in understanding patterns related to board behavior.

Results: The findings provide significant evidence that, in the Brazilian context, the Reputation Hypothesis stands out over the Overload Hypothesis. Consequently, the study suggests that the greater the overload of board members, the better the operational performance, and consequently, the market value of companies.

Theoretical/Methodological/Practical Contributions: Given the results presented, companies could disclose the overload of their members and board of directors, contributing to the decision-making process of individual and institutional investors, thereby reducing the level of information asymmetry. In this context, the present study aligns with the understanding of the number of corporate interconnections among board members, shedding light on whether the existence of corporate interconnections is detrimental to company performance and valuation, thus enabling positive externalities for the Brazilian economy.

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

1 INTRODUÇÃO

Os Conselhos de Administração (CAs) das 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 Hermlin 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. Nessa perspectiva, CAs estruturalmente diversificados e que possuem número adequado de conselheiros, devem ser capazes de monitorar gestores para que estes tomem decisões na direção de melhorar o desempenho operacional e a valoração das corporações nas quais ocupam posição (Aggarwal, Jindal & Seth, 2019).

De acordo com Fama e Jensen, (1983) estar vinculado a uma empresa como integrante da alta administração é um incentivo para executivos aprimorarem sua reputação como especialistas em monitoramento. 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 DEs 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 (Kress, 2018).

A ocupação de posições simultâneas em corporações seja no nível de Diretoria Executiva (DE) ou Conselho de Administração (CA) ocasiona o fenômeno conhecido como *Board Interlocking* (BI) (Connolly et al., 2011; Wong, Gyax & 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; Connolly et al., 2011; Cunha & Picoli, 2017). De acordo com Nawfal (2011), empresas de grande porte tendem a apresentar maior número de *interlockings*, 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 (Hermalin & Weisbach, 2001; 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.

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. No entanto, pode-se considerar que seja possível saber apenas a quantidade de executivos envolvidos em sobrecarga em empresas que divulgam adequadamente suas informações. Isso significa que a contagem de indivíduos envolvidos em sobrecarga conduz à mensuração - por empresa - da proporção da alta administração envolvida em sobrecarga tornado 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), Di Pietra et al. (2008), Hauser (2018), dentre outros.

Em consonância com o argumento exposto anteriormente, 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).

Diferentes autores, a exemplo de Fich e Shivdasani, (2006) Di Pietra et al. (2008) Tarkovska (2013) Ferris, Jayaraman e Liao (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), Jiraporn, Singh e Lee (2009), Wang e Dong (2013) e 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.

Considerado o contexto apresentado anteriormente, e visando apresentar compreensão de como a sobrecarga influencia no mercado de capitais brasileiro a presente pesquisa busca examinar a influência da sobrecarga dos conselhos de administração na valoração e no desempenho das empresas brasileiras de capital de aberto.

Está pesquisa contribui para a escassa literatura no Brasil sobre sobrecarga em conselhos de administração investigando o seu efeito na eficiência das empresas brasileiras. Ademais, poderá auxiliar a literatura internacional por meio de dados empíricos relativos à sobrecarga em conselhos de administração de empresas brasileiras. Além disso, ao verificar, a sobrecarga no mercado de capitais

brasileiro, este estudo proporciona informações relevantes acerca de características basilares dos Conselhos de Administração de empresas de capital aberto no país, podendo auxiliar na decisão de estruturação dos mesmos.

O estudo também contribui com órgãos reguladores para que possam encontrar nessa área de conhecimento subvenções imprescindíveis para melhoria dos mecanismos de Governança Corporativa. Desse modo, através dessa pesquisa colaborara-se para o desenvolvimento dos mercados de capitais e financeiros do país e para o aperfeiçoamento das regras e práticas de *disclosure* corporativo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Hipótese de reputação

O mercado de conselheiros de administração 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 múltiplos cargos em CAs externos tendem a desenvolver uma espécie de *expertise gerencial* e oferecem uma melhor supervisão, e prestam 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 nos estudos seguintes.

Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) investigaram se executivos com ocupações em múltiplas empresas seriam monitoradores eficazes para preservar os interesses das corporações que representam. De acordo com os autores esse monitoramento deveria estar relacionado a tomada de decisões, ao direcionamento estratégico dos negócios e harmonizados com os 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. Os autores não conseguiram detectar a relação fundamentada teoricamente de associação adversa entre a sobrecarga do conselho de administração e medidas contábeis e de mercado representativas de valoração corporativas. No entanto, os achados empíricos com relação ao desempenho operacional da empresa apontaram relação positiva com o conselho sobrecarregado.

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. Os autores 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.

Buscando evidências sobre a influência da sobrecarga dos conselhos de administração no mercado de capitais chinês 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.

Field, Lowry e Mkrtchyan (2013) examinaram os efeitos de conselhos sobrecarregados em empresas que haviam aberto seu capital recentemente, pois argumentam que as demandas são diversificadas em seus *conselhos* quando comparadas com empresas grandes e experientes. Os autores defendiam a ideia de que 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.

Acredita-se que diretores sobrecarregados são mais experientes e mais conectados e, portanto, bem-posicionados, para ajudar as empresas nessas dimensões. Os principais resultados de Field, Lowry e Mkrtchyan (2013) demonstram que, entre as empresas recém-publicadas, as que possuem *conselhos* 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 e Mkrtchyan, 2013). Consistente com essa intuição dos autores, descobriu-se que conselhos sobrecarregados são comuns entre empresas recém-publicadas: 49% das empresas dessas empresas possuem *boards* sobrecarregados.

Complementarmente, Field, Lowry e Mkrtchyan (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 e Mkrtchyan, 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 e Mkrtchyan, 2013).

E recentemente Hauser (2018) realizou uma pesquisa em que buscava estudar os impactos do BB nos resultados das empresas. O autor conclui que a sobrecarga no conselho, na dosagem certa, pode ser positiva 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 e 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 consequentemente causando uma melhora ou boa manutenção do desempenho operacional, financeiro e econômico das empresas, o que corrobora para uma valorização da a empresa.

2.2 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).

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 em questão nesse estudo é a participação de 50% ou mais, dos membros executivos sobrecarregados no CA, que normalmente estão conectados a mais cargos externos do que internos. 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 & Shividasani, 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 & Shividasani, 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 possível que os gerentes não supervisionados dessas empresas façam distorções sobre a empresa e distorçam seus resultados relatados (Fich & Shividasani, 2006). Consequentemente, a hipótese de sobrecarga implica que a incidência de litígios por fraude em valores mobiliários será maior para aquelas empresas cujos diretores 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 & Shividasani, 2006). Uma consequência bem conhecida dos conflitos de agência é o esgotamento dos fluxos de caixa em aquisições desnecessárias que destroem valor (Fama & 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 & Shividasani, 2006). Em outras palavras, a hipótese de sobrecarga prediz uma relação inversa entre o Busy Board (Conselho Sobrecarregado) 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 trazidos nos parágrafos seguintes.

Fich e Shividasani (2006) contestam a pesquisa de Ferris, Jagannathan e 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. Nesse contexto os 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.

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 CAs das empresas com liquidez na Bolsa de Valores de São Paulo nos anos de 2003 e 2005.

Com base em Fich e Shivedasani (2006), Santos e Silveira (2007) ao investigar o funcionamento do *Board Interlocking* no Brasil se propuseram a verificar a sobrecarga desses CAs, e analisaram como a mesma influenciaria o desempenho e a valoração das empresas. Os resultados seguem apoiando a hipótese de sobrecarga assim como Fich e Shivedasani, (2006) ao constatarem que no Brasil CAs sobrecarregados são prejudiciais ao desempenho operacional e consequentemente ao valor de mercado das companhias.

Di Pietra et al. (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. No entanto 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.

Ferris, Jayaraman e Liao (2018) realizam uma pesquisa buscando examinar as decisões de fusões e aquisições tomadas por CAs sobrecarregados em 57 países. Os pesquisadores ressaltam e 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.

Seguindo a mesma linha de pesquisa Tan et al., (2019) examinam o impacto da sobrecarga do CA na eficiência da empresa sob o conceito de eficiência técnica. Empregando teoria da agência e hipótese de sobrecarga os autores encontram um impacto significativo e negativo sobre a eficiência da empresa, sugerindo que o sobrecarga nos conselhos 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.

E 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.

3 PROCEDIMENTOS METODOLOGICOS

3.1 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. A Tabela 1 apresenta e descreve a quantidade de empresas.

Enf.: Ref. Cont.	UEM - Paraná	v. 42	n. 3	p. 146 - 167	setembro / dezembro 2023
------------------	--------------	-------	------	--------------	--------------------------

Tabela 1

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 pelos autores (2020).

A quantidade de companhias descritas na Tabela 1 foi a referência para a construção das variáveis de pesquisa relacionadas ao *Board Interlocking* e consequentemente 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, descritos nas Tabelas 2, 3 e 6 na sequência deste trabalho. 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 sequência, 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 a partir da totalidade das companhias que publicaram Formulários de Referência no período, pode-se afirmar que o dimensionamento das conexões não está subavaliado. 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.

3.2 VARIÁVEIS DA PESQUISA

3.2.1 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). A Tabela 2 mostra a definição operacional e constitutiva destas variáveis.

Tabela 2

Definição operacional e constitutiva das variáveis de desempenho.

Variáveis	Fórmula	Autores
Retorno sobre o Ativo (ROA):	$\frac{LL}{AT_{t-1}}$ Lucro Líquido do ano atual (t) dividido pelo Ativo Total do ano anterior (t-1)	(Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Fich & Shivdasani, 2006; Cashman, Gillan & Jun, 2012; Elyasiani, & Zhang, 2015; Hauser, 2018; Ferris, Jayaraman, & Liao, 2018).
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE):	$\frac{LL_{t-1}}{PL_{t-1}}$ Lucro Líquido do ano anterior (t-1) dividido pelo PL do ano anterior (t-1)	(Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Fich & Shivdasani, 2006; Cashman, Gillan & Jun, 2012).
Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA)	$\frac{LAIR_{t-1}}{AT_{t-1}}$ 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 pelos autores (2020)

Para fins de mensuração do desempenho das corporações, ao utilizar as variáveis ROE e ROA o presente estudo segue 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 foi adicionado o *Ebtida* para 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 Lião (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 companhias.

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.

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. A Tabela 3 mostra a definição operacional e constitutiva destas variáveis.

Tabela 3

Definição operacional e constitutiva da variável de valoração.

Variável	Fórmula	Autores
Q de Tobin	$\frac{(\text{Valor de mercado do PL} + \text{Valor Contábil do Passivo Oneroso})}{(\text{Valor total dos Ativos})}$	(Fich & Shividasani, 2006; Tarkovska, 2013; Elyasiani, & Zhang, 2015; Renjie, & Verwijmeren, 2017)

Fonte: Elaborado pelos Autores (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 e Shividasani (2006), Tarkovska (2013), Elyasiani e Zhang (2015), Renjie e Verwijmeren (2017) como uma das medidas para mensurar a valoração das empresas via mercado secundário de ações. Fich e 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.

3.2.2 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 & Miceli, 2007).

Como forma de identificar o alastramento da dispersão dessas redes, o Quadro 4 mostra as contagens que foram realizadas, as quais são ponto de partida para as variáveis representativas de *Busy Board* mostradas mais adiante.

Tabela 4Medidas absolutas de contagem para Tamanho do *Board*, *Board Interlocking* e *Busy Board*.

Item	Medida de Contagem
Contagem do Porte do Board of Directors	
1	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 (CEO) e Presidente do Conselho (CHAIRMAN).
Contagem para Board Interlocking	
6	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 (CHAIRMAN) é conectado? ("1" se sim; "0" se não)
12.1	Se sim, número de conexões contando o ponto de partida.
Contagem para Busy Board	
13	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 (CEO) 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 (CHAIRMAN) está em 3 ou mais (≥ 3) empresas incluindo o ponto de partida, 1 é sim; 0 é não).

Nota. Todas as contagens apresentadas estão no nível da firma e não no nível de integrante. As contagens de Porte de *Board of Directors* têm o objetivo de identificar o tamanho dos *Boards* 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 *Board Interlocking* 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 *Busy Board* 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.

Fonte: Elaborado pelos autores (2021).

Apresenta-se na Tabela 4 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 na Tabela 4 foram possíveis pois 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 na Tabela 5.

Tabela 5

Variáveis de *Board Interlocking* e *Busy Board*.

Item	Identificação	Descrição da Variável
<i>Board Interlocking</i>		
1	$BI1_{i,t}$	% 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
<i>Busy Board</i>		
6	$BB1_{i,t}$	% 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 pelos autores (2020).

3.2.3 Variáveis de controle

De acordo com Cooper e Schindler (2016) é preciso neutralizar ou anular intencionalmente coeficientes que podem interferir na relação entre as variáveis exógenas e endógenas acarretando uma orientação errônea sobre os estimadores que se pretende analisar. No contexto do presente estudo, para inibir possíveis dificuldades selecionou-se as seguintes variáveis de controle listadas na Tabela 6.

Tabela 6

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 & Shivasani, 2006)
PB_{it}	Proxy para o porte do <i>Board</i>	$\ln$ (Total dos membros do Conselho de Administração e Diretoria Executiva)	-	(Fich & Shivasani, 2006)
TAM_{it}	Proxy para o porte das companhias da amostra	Determinada pelo logaritmo natural dos ativos totais $TAM_{it} = \ln$ (Ativos Totais)	+	(Perobelli & Famá, 2003; Armstrong; Ittner; Larcker, 2012; Hauser, 2018)
LEV_{it}	Proxy para o endividamento das companhias da amostra no período selecionado	<i>Percentual determinado pela razão entre (1) a dívida onerosa de curto e longo prazo e o (2) o Patrimônio Líquido das empresas da amostra.</i> $LEV_{it} = \text{Passivo oneroso} / \text{Patrimônio Líquido}$	+ 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. $DISSUE_{it} = (\text{Passivo Oneroso}_{it} / \text{Passivo oneroso}_{it-1}) - 1$	-	(Fich & Shivasani, 2006; Tan Et Al, 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. $GROW_{it} = (\text{Receita}_{it} / \text{Receita}_{it-1}) - 1$	+	(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. $Age_{it} = \ln$ (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 pelos autores (2020).

Armstrong, Ittner e Larcker (2012) e 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, consequentemente, 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 reinvestir 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 (*GROW_{it}*) 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 et al., 2019). Adicionalmente As variáveis Setor e Ano, concomitantemente, representam as eventuais diferenças que as características setoriais acarretam na alavancagem das empresas, bem como diferenças que possam surgir em função dos anos e características macroeconômicas que possam ter acontecido (Procianoy & Schnorrenberger, 2004).

3.3 Modelos econométricos 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*.

A Seguir apresenta-se os modelos de regressão de dados em painel para análise da influência da sobrecarga sobre o desempenho operacional e valor de mercado das empresas.

Modelos Econométricos de Desempenho

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

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

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

Modelo Econométrico de Valoração

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

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. Nas Tabelas 2, 3 e 4 apresentam-se as definições operacionais e constitutivas das variáveis que compõem os modelos.

4 ANÁLISE MULTIVARIADA

Os resultados dos modelos multivariados que demonstram a influência da sobrecarga dos CAs sobre o valor de mercado das empresas são apresentados na Tabela 7 dividido em 6

modelos. Demonstra-se a influência da sobrecarga dos Conselhos de Administração (CAs) envolvendo respectivamente, no modelo (1) membros sobrecarregados exclusivamente Conselheiros de Administração, no modelo (2) membros sobrecarregados exclusivamente Diretores Executivos, nos modelos (3) Conselheiros de Administração e Diretores Executivos e no modelo (4) sobrecarga dos membros Conselheiros de Administração e Diretores Executivos Simultâneos. Adicionalmente no modelo (5) e (6) apresenta-se 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 7

Sobrecarga no CA e DE sobre o valor de mercado da Empresas.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<u>Variáveis busyboard</u>						
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)
<u>Características do Board</u>						
bidummy	0.075 (0.046)	0.095** (0.044)	0.072 (0.046)	0.098** (0.044)	0.101** (0.044)	0.099** (0.044)
porteboard	0.185*** (0.042)	0.181*** (0.042)	0.185*** (0.042)	0.189*** (0.042)	0.180*** (0.042)	0.181*** (0.042)
<u>Características no nível da firma</u>						
	0.132** (0.063)	0.138** (0.063)	0.132** (0.063)	0.141** (0.063)	0.131** (0.063)	0.136** (0.063)
GROW	0.757*** (0.158)	0.750*** (0.158)	0.755*** (0.158)	0.755*** (0.158)	0.755*** (0.158)	0.760*** (0.158)
TAM	-0.023 (0.015)	-0.020 (0.015)	-0.022 (0.015)	-0.024 (0.015)	-0.022 (0.015)	-0.023 (0.015)
LEV	-1.249*** (0.127)	-1.255*** (0.128)	-1.253*** (0.127)	-1.243*** (0.127)	-1.249*** (0.128)	-1.248*** (0.128)
DISSUE	0.317 (0.209)	0.316 (0.209)	0.318 (0.210)	0.301 (0.209)	0.315 (0.209)	0.309 (0.208)
Age	-0.172*** (0.044)	-0.172*** (0.044)	-0.172*** (0.044)	-0.174*** (0.044)	-0.172*** (0.044)	-0.172*** (0.044)
<u>Efeitos Fixos</u>						
Dummies Temporais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Dummies Setoriais	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Constante	0.821*** (0.234)	0.806*** (0.232)	0.813*** (0.232)	0.834*** (0.236)	0.831*** (0.238)	0.840*** (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 *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

Os modelos (1) e (3) da Tabela 7 demonstram que os coeficientes de verificação são positivamente significativos ao nível de 10%, para explicar o valor de mercado da empresa medido

pelo q-de-tobin. No modelo (2) da Tabela 7 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 e Mkrtchyan (2013), Elyasiani e 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 e Shivdasani (2006), Santos e Silveira (2007), Cashman, Gillan e 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) da Tabela 7 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 e 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 7 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.

Sendo assim, 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 7 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 e 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 Mkrtchyan (2013) à medida que as empresas amadurecem no mercado de capitais, a frequência de CAs sobrecarregados reduz.

Adicionalmente, a relação positiva entre a sobrecarga do *board* e o desempenho da empresa é atenuada conforme a idade da empresa (Field, Lowry & Mkrtchyan, 2013). Os autores afirmam que 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 & Mkrtchyan, 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 Mkrtchyan (2013) que sugerem que a falta de habilidade de gestão dos executivos pode ser a causa de as empresas sobrecarregadas terem baixo desempenho.

4.1 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 8 foi operacionalizado a influência do CA sobrecarregado sobre o ROE. Em seguida na Tabela 9 verificou-se a influência da sobrecarga do conselho sobre o ROA. E por fim, na Tabela 10 analisou-se a influência da sobrecarga no conselho de administração no Ebtida.

Tabela 8

Sobrecarga no CA e DE sobre o ROE.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<u>Variáveis busyboard</u>						
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)
<u>Características do Board</u>						
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)
<u>Características no nível da firma</u>						
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)

Continua...

Continuação...

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)
Aget	-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.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os modelos (2), (4) e (5) da Tabela 8 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 e 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 e Jun (2012) e Tarkovska (2013) apresentam 1% de significância negativa, assim como Falato, Kadyrzhanova e 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) da Tabela 8 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 e Riccaboni (2008), que não obtiveram nenhuma relação significativa ao analisar a influência da sobrecarga do CA no ROE.

Destaca-se nos modelos da Tabela 8 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 8 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 9

Sobrecarga no CA e DE sobre o ROA.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variáveis busyboard						
Bbconselho	0.024 (0.017)					

Continua...

Continuação...						
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

	0.002 (0.004)	0.001 (0.004)	-0.000 (0.004)	0.003 (0.004)	0.004 (0.004)	0.003 (0.004)
Bidummy	0.010*** (0.004)	0.012*** (0.004)	0.011*** (0.004)	0.011*** (0.004)	0.010*** (0.004)	0.010*** (0.004)
Porteboard						

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.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os modelos (2), (3) e (5) da Tabela 9 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 e Dong (2013), Elyasiani e 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 contraponto a esses resultados Di Pietra, Grambovas, Raonic e Riccaboni (2008), Cashman, Gillan e Jun (2012), Ferris, Jayaraman e Liao (2018) encotram relação negativa da sobrecarga no ROA com significância de 1% e Tan, Kamarudin, Noordin e Rahim (2019) encontram 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) da Tabela 9 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 3 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 9 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) da Tabela 9.

Tabela 10

Sobrecarga no CA e DE sobre o Ebtida.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<u>Variáveis busyboard</u>						
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)
<u>Características do Board</u>						
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)
<u>Características no nível da firma</u>						
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)
<u>Efeitos Fixos</u>						
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.

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

Os modelos (2) e (5) da Tabela 10 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 resultados de Elyasiani e 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 Mrktchyan (2013), Hauser, (2018), quando os resultados encontrados apresentam significância positiva, seja ao nível de 1%, 5% ou 10% de significância a Hipótese de Sobrecarga se Sobressai a Hipótese 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) Mans-Kemp e Viviers (2019) Tan, et al., (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) da Tabela 10 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 e Lee (2009) que encontrarão uma relação negativa com 5% de significância entre a sobrecarga do CA e o Ebtida e Cashman, Gillan e Jun (2012) que encontrarão uma relação negativa com 1% de significância.

Na Tabela 10 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 executivos 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%. As 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 Hipótese 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 consequentemente 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 haja 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 consequentemente 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 série de discussão 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 influência da sobrecarga dos membros do CA e DE sobre a 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 Sobrecarregados e (6) *Chairmans* sobrecarregados.

O painel, apresentado na Tabela 10 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, apresentam-se as 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 “variável 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.

Diante dos resultados expostos as empresas poderiam divulgar a sobrecarga dos seus membros e do Conselho de Administração contribuindo para o processo decisório de investidores individuais e institucionais, diminuindo o nível de assimetria de informações. Nessa conjuntura, o presente estudo corrobora com o entendimento acerca do número de interligações corporativas dos

membros do Conselho de Administração, 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.

REFERÊNCIAS

- Aggarwal, R., Jindal, V., & Seth, R. (2019). Board diversity and firm performance: The role of business group affiliation. *International Business Review*, 28(6), 101600.
- Barros, C. M. E., & Colauto, R. D. (2019). A influência do board interlocking na qualidade da informação contábil em empresas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 15(1), 106-130.
- 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.
- 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.
- Cunha, P. R. D., & Piccoli, M. R. (2017). Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 179-196.
- 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, 73-91.
- Elyasiani, E., & Zhang, L. (2015). Bank holding company performance, risk, and "busy" board of directors. *Journal of Banking & Finance*, 60, 239-251.
- 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*, 42(3), 449-489.
- 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, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental?. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63-82.
- Harris, I. C., & Shimizu, K. (2004). Too busy to serve? An examination of the influence of overboarded directors. *Journal of Management Studies*, 41(5), 775-798.

- Hauser, R. (2018). Busy directors and firm performance: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 128(1), 16-37.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. S. (2001). *Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance* (pp. 77-132). Gower.
- 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.
- Kress, J. C. (2018). Board to death: How busy directors could cause the next financial crisis. *BCL Rev.*, 59, 877.
- Lu, X., Wang, J., & Dong, D. (2013). Busy boards and corporate performance. *China Finance Review International*, 3(2), 203-219.
- Mace, M. L. (1986). *Directors: myth and reality*, Harvard Business School Press, Cambridge.
- Mans-Kemp, N., & Viviers, S. (2019). The role of nomination committees in diversifying boards in an emerging market context. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(4), 648-668.
- 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.
- Perry, T., & Peyer, U. (2005). Board seat accumulation by executives: A shareholder's perspective. *The Journal of Finance*, 60(4), 2083-2123.
- Roudaki, J., & Bhuiyan, MBU (2015). Interlocking Directorship in New Zealand. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(3), 45-58.
- 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.
- 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.
- Tarkovska, V. (2012). Busy boards, corporate liquidity and financial risk: Evidence from UK panel data. *European Financial Association*.
- Wong, L. H. H., Gygax, A. F., & Wang, P. (2015). Board interlocking network and the design of executive compensation packages. *Social networks*, 41, 85-100.

Endereço dos Autores:

Av. Rui Barbosa, 5.881
Afonso Pena,
São José dos Pinhais – PR - Brasil
83045-350