

A influência do *board interlocking* no custo de capital de terceiros

The influence of board interlocking on debt capital cost

José Éliton dos Santos^{a,b}

^a Fucape Business School - Brasil

^b Instituto Federal de Alagoas - Brasil

Palavras-chave

Conselho de Administração.

Board interlocking.

Custo de capital de terceiros.

Resumo

O objetivo desta pesquisa é analisar o impacto da formação de *board interlocking* no custo de capital de terceiros, em empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na B3, no período entre 2010 e 2019. A motivação para esta pesquisa surgiu a partir da Teoria da Dependência de Recursos, que afirma que as empresas necessitam de recursos externos, inclusive capital financeiro, e que ela pode explicar a formação de *board interlocking*. Os dados para esta pesquisa foram retirados da base de dados Economática[©] e do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os resultados mostram que empresas que compartilham conselheiros com outras empresas possuem menor custo de capital de terceiros, e, quando analisadas apenas as empresas que praticam *board interlocking*, ficou constatado que o fato de compartilhar conselheiros com empresas do setor financeiro reduz o custo de capital de terceiros. Na prática, a pesquisa pode ser relevante para as empresas que possuem dificuldades em suas estruturas de endividamento, pois há evidências de que compartilhar conselheiros com outras empresas pode minimizar os custos de transações e facilitar o acesso a crédito em melhores condições.

Keywords

Board of Directors.

Board Interlocking.

Debt capital cost.

Abstract

The objective of this research is to analyze the impact of board interlocking on debt capital cost of non-financial publicly traded Brazilian companies, listed on B3 (Brazil Stock Exchange) between 2010 and 2019. The motivation for this research arose from the Resource Dependence Theory, which states that companies need external resources, including financial capital, which can explain board interlocking. I collected data from Economática © database and the Securities and Exchange Commission (CVM) website. The results showed that companies that share counselors with other firms have a lower cost of debt capital; and when analyzing only companies that practice board interlocking, I found that sharing counselors with companies in the financial sector reduces debt capital cost. In practice, the research may be relevant for companies that have difficulties in their indebtedness structures, as there is evidence that sharing counselors with other companies can minimize transaction costs and facilitate access to credit on better terms.

Informações do artigo

Recebido: 22 de outubro de 2020

Aprovado: 24 de fevereiro de 2021

Publicado: 31 de maio de 2021

Implicações práticas

Esta pesquisa pode levar as empresas em geral a perceberem que o fato de compartilhar conselheiros com outras empresas pode ser benéfico para o alcance de crédito de terceiros em maiores quantidades e qualidade, e que tal implicação se acentua quando o compartilhamento acontece com empresas do setor financeiro.

1 INTRODUÇÃO

Pesquisas acerca dos conselhos de administração têm se baseado na Teoria da Agência (Fama & Jensen, 1983) e na Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer, 1972). A primeira busca mostrar como o Conselho de Administração pode desempenhar sua função de mitigar os interesses conflitantes entre Agente e Principal, controlando e monitorando o processo decisório dos gestores (Fama & Jensen, 1983). Já, a segunda busca entender como o Conselho de Administração pode agir como um auxiliador no acesso a recursos, sobretudo financeiros, externos às empresas (Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996).

Na formação dos conselhos de administração, as empresas acabam por compartilhar conselheiros formando o que a literatura define de *board interlocking* (Mendes-da-Silva, 2010; Connelly & Slyke, 2012; Mindzak, 2013). Dentre outras funções, o *board interlocking* funciona como um meio de reduzir a assimetria informacional entre as empresas e o ambiente corporativo, especialmente pela difusão de práticas de Governança Corporativa (Cunha & Piccoli, 2017). De acordo com Hashim e Rahman (2011), o *board interlocking* pode espalhar práticas gerenciais em toda a rede de empresas que são conectadas pelos conselheiros, e segundo Dharwadkar e Harris (2013), a disseminação de tais práticas pode levar estas empresas a um melhor desempenho corporativo.

Com efeito, a formação de conselhos interligados é considerada uma maneira de facilitar o acesso a recursos financeiros externos às empresas (Ribeiro & Colauto, 2015; Braun, Briones, & Islas, 2019)). Assim, as empresas possuem a intenção de nomear conselheiros que façam parte e desempenhem funções em outras empresas com a intenção de maximizar as fontes de capital de terceiros que a empresa possa contar (Wang, Kweh, Nourani & Hong, 2019). Segundo Mazzotta, Bronzetti, Baldini (2017), as empresas escolhem seus conselheiros com a intenção de conseguir recursos que auxiliem na formação de sua estrutura financeira, o que, segundo os autores, seria uma das funções que se espera do *board interlocking*: Obtenção de recursos financeiros.

A Teoria do Controle Bancário (Mintz e Schwartz, 1983), segundo a lógica da Teoria da Dependência de Recursos, colocando o capital financeiro como principal recurso, afirma que as empresas não-financeiras ficam sujeitas às decisões das instituições financeiras, em especial bancos e seguradoras. Assim, há uma tendência que empresas que possuem maior dependência de capitais de terceiros coloquem em seus conselhos de administração conselheiros que também façam parte de conselhos de instituições financeiras (Ong, Wan e Ong, 2003), e, dessa forma, essas firmas conseguem obter capital de terceiros com menores custos e em melhores condições (Braun, Briones & Islas, 2018).

No Brasil, a pesquisa de Ribeiro, Colauto e Clemente (2016) concluiu que a formação de grupos econômicos, o controle governamental, a formação de fundos de pensão e a presença de profissionais com reconhecida experiência de mercado são fatores determinantes para a formação de *board interlocking*. Contudo, pesquisas internacionais (Pfeffer e Salancik, 1978; Jackling & Johl, 2009; Zona et al., 2015; Braun et al, 2018) avaliaram, com fundamentos na Teoria da Dependência de Recursos, que a busca por melhores custos de capital de terceiros é uma das causas das empresas formarem *board interlocking*. Com isso, esta pesquisa busca responder a seguinte problemática: Qual o impacto da formação de *board interlocking* no custo de capital de terceiros das empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3)? O objetivo da pesquisa, então, é analisar a relação entre a formação de *board interlocking* e o custo de capital de terceiros nas empresas brasileiras listadas na B3.

O estudo contribui com as discussões acerca dos determinantes da formação de *board interlocking* no Brasil, mostrando que a necessidade de capital de terceiros pode ser um motivo para empresas compartilharem conselheiros com outras empresas, evidenciando assim que tal prática está relacionada com a Teoria da Dependência de recursos. Na prática, o compartilhamento de conselheiros pode ser um meio para as empresas estruturarem suas formações de capitais em melhores condições, haja visto que a prática do *board interlocking* pode proporcionar melhores condições de captações de recursos juntos a terceiros

Os resultados da pesquisa mostram que o custo de capital de terceiros das empresas pode sofrer influências do compartilhamento de conselheiros. A primeira análise demonstrou que o impacto do *board interlocking* é generalizado quanto a capacidade da empresa constituir dívidas exigíveis com terceiros. No entanto, a pesquisa também demonstrou que analisar somente os laços com empresas do setor financeiro pode indicar que as empresas reduzem o custo de capital de terceiros ao compartilharem conselheiros que desempenhem funções ou façam parte dos conselhos de administração destas empresas financeiras, pois compartilham de informações que permitem reduzir incertezas contingências nas operações de crédito.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Conselho de Administração e *board interlocking*

Em um ambiente corporativo em que gestores e acionistas possuem interesses diversos, o Conselho de Administração desempenha um papel essencial na Governança Corporativa que alcança o controle dos interesses individuais dos gestores (Cunha & Piccoli, 2017). O conselho de administração pode ser conceituado como um órgão colegiado que tem como função tomar decisões estratégicas para a empresa, além do monitoramento da diretoria em prol de resguardar os interesses dos acionistas (IBGC, 2015).

Na atividade de monitoramento, o conselho de administração pode ser influenciado pela sua independência (Brandão, Vasconcelos, Luca & Crisóstomo, 2019). De acordo com Fama e Jensen (1983), a governança corporativa pode ser impactada pela independência que o conselho de administração possa ter, pois tal independência pode ser considerado um bom instrumento para resolução de conflitos dentro das empresas. Com isso, a independência do conselho de administração é fundamental para que o conselho consiga desempenhar suas atribuições com imparcialidade e destreza, atuando sempre em defesa da organização, monitorando a diretoria e fazendo a ligação entre ela e os acionistas (Ribeiro et al. 2016).

No entanto, dentro do contexto de independência dos conselhos de administração, algumas empresas decidem compartilhar conselheiros fazendo surgir a prática conhecida como *board interlocking* (Hashim e Rahman, 2011). O *board interlocking* pode ser conceituado como a prática de compartilhar membros dos conselhos de administração (Mendes-da-Silva, 2010; Connelly & Slyke, 2012). A formação de *board interlocking* pode ser um importante canal para disseminação de práticas gerenciais e corporativas, a partir da disseminação de conhecimentos e experiências dos conselheiros (Hashim & Rahman, 2011). A prática de compartilhar conselheiros vem sendo sustentada pela necessidade de as empresas interagirem com o ambiente corporativo, principalmente pela necessidade de recursos externos (Pferffer & Salancik, 1978). De acordo com Ribeiro et al. (2016), a formação de *board interlocking* é um importante meio para as empresas conseguirem recursos, e principalmente recursos financeiros que venham a compor o endividamento da empresa em melhores condições e com menores custos.

A pesquisa de Ribeiro et al. (2016) mostrou que a formação de *board interlocking* no Brasil possui como determinantes a formação de grupos econômicos, o controle governamental, a formação de fundos de pensão e a presença de profissionais de extrema experiência no mercado. Desta maneira, as razões para a formação de *board interlocking* podem ser intrínsecas aos interesses ou mesmo às necessidades das empresas e de seus gestores (Barros, 2017).

2.2 Custo de capital de terceiros

Dentre as literaturas existentes, não há uma única teoria que explique integralmente os determinantes para a forma como as empresas irão montar suas estruturas de endividamento, uma vez que há variados determinantes a se considerar antes de tomar decisões de financiamento (Albanez, do Valle & Corrar, 2012). Estudos como Huang, Oehmke e Zhong (2019), Rauh e Sufi (2010), De la Fuente e Velasco (2020), procuraram explicar como as empresas formam suas estruturas de financiamento de seus investimentos e todas as pesquisas divergem pois buscam tais explicações levando em conta diversos aspectos que mostram os benefícios e os custos das variadas formas de financiamento.

Dentre as mais importantes teorias sobre o assunto, a Teoria Pecking Order de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) explica que as empresas usariam as decisões de financiamento para mitigar problemas de assimetria informacional. Já, a Teoria Tradicionalista (Durand, 1952), que analisa a estrutura de endividamento das empresas, argumenta que o capital de terceiros deve se manter estável até determinado ponto, onde alcançaria um nível otimizado e o risco de falência já fosse levado em consideração.

No Brasil, alguns estudos (Brito, Corrar & Battistela, 2007; Lima, 2009; Fonseca & Silveira, 2016; Martinez & Silva, 2017) têm analisado o custo capital de terceiros com as peculiaridades do país. Para Brito et al. (2007), existem aspectos que fazem com que o custo de capital tenha características diferentes de economias desenvolvidas, como por exemplo o mercado de capitais restrito, a elevada concentração no mercado acionário e restrições a fontes de capitais de terceiros a longo prazo.

Martinez e Silva (2017) evidenciaram que o nível de agressividade tributária é determinante para o custo de capital de terceiros no Brasil. De acordo com os autores, nas empresas em que o nível de agressividade fiscal é menor, os credores demandam custos proporcionais ao risco antecipado e em resposta a possíveis imprevistos fiscais demandar-se-ia um maior custo de capital, fazendo com que empresas menos agressivas arquem com maiores custos da dívida.

Lima (2009) analisou a relação do custo de capital de terceiros com o nível de evidenciação das informações contábeis das empresas brasileiras entre os anos de 2000 e 2004. Segundo o autor, o aumento de disclosure deve diminuir o nível de assimetria informacional das empresas, fazendo com que os riscos e os custos das transações financeiras diminuam.

Fonseca e Silveira (2016) analisaram a relação entre a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa e o custo de capital de terceiros das empresas brasileiras de capital aberto não-financeiras para o período de 2010 a 2014. Segundo os autores, a presença de informações assimétricas e conflitos de agência causam racionamento e elevação do custo de capital de terceiros. Os resultados da pesquisa demonstraram que a adoção de melhores práticas de governança corporativa é capaz de reduzir o custo de capital de terceiros.

2.3 *Board interlocking* e custo de capital de terceiros

A formação de *board interlocking* baseada na Teoria da Dependência de Recursos explica que a uma das funções do conselho é justamente promover uma aproximação da empresa com o meio externo a fim de obter recursos (Zald, 1969). Neste aspecto, Hillman, Cannella e Paetzold (2000) argumenta que o *board interlocking* funciona como um meio facilitador ao acesso de recursos financeiros externos e as empresas tendem a procurar por conselheiros que já desempenhem funções gerenciais em empresas que seja fontes de capital de terceiros.

Dicko e Ibrami (2013) analisaram se a prática de compartilhar conselheiros poderia agregar valor à empresa no que diz respeito a captação de recursos. Analisando três aspectos (econômico, financeiro e relacional), os autores descobriram que as conexões econômicas e políticas têm impacto significativo e positivo na captação de recursos das empresas e que cada tipo de conexão (econômica, política e social) afeta o desempenho financeiro da empresa.

Calero Sánchez e Barroso-Castro (2015) analisaram o efeito do *board interlocking*, considerando a Teoria da Dependência de Recursos e concluíram que forma o *board interlocking* pode afetar a lucratividade e o desempenho financeiro das empresas, o que dependeria de uma boa formação de capital financeiro o acesso ao crédito, reduzindo o custo de capital de terceiros.

Ribeiro et al. (2015) enfatiza que considerando a Teoria da Dependência de Recursos, o *board interlocking* age como facilitador para o alcance de fontes de recursos financeiros. No contexto de captação de recursos de terceiros, Hillman et al. (2000) sugerem que uma das intenções das empresas ao formar conselhos interligados é aumentar as fontes e melhorar as condições de financiamento com terceiros, reduzindo assim os custos com capital de terceiros. Feito essas considerações, elaboramos a primeira hipótese desta pesquisa.

Hipótese 1: Empresas que praticam *board interlocking* possuem menor custo de capital de terceiros.

Alicerçado pela Teoria do Controle Bancário, empresas com maior capital mantêm forte influência sobre as demais, em especial empresas do setor financeiro que disponibilizam recursos para as demais (Ong et al., 2003). De acordo com Pfeffer e Salancik (1978) essa dependência de recursos financeiros faz com que as empresas queiram em seus conselhos profissionais pertencentes a instituições financeiras, afim de conseguir acesso facilitado a crédito financeiro com menores custos.

Na formação de estratégia econômicas, empresas não financeiras tendem a estreitar laços com empresas financeiras para a obtenção de melhores fontes de crédito (Dicko & Ibrami, 2013). Dessa forma, empresas buscam encaixar em seus conselhos membros que possam contribuir com a política de crédito da empresa, principalmente na redução dos custos de transação e na busca por melhores condições (Jackling & Johl, 2009). Pelo exposto até aqui, elaboramos a segunda hipótese desta pesquisa:

Hipótese 2: Empresas que possuem em seus conselhos membros de instituições financeiras possuem menor custo de capital de terceiros.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra

Esta pesquisa caracteriza-se como do tipo quantitativa e busca obter evidências de fatos a partir de análises empíricas. Para tanto, a amostra deste estudo é composta por todas as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na B3 no período entre 2010 e 2019. O período analisado é decorrente do fato das empresas brasileiras listadas de capital aberto terem aderido às Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) a partir do ano de 2010, e os formulários de referência usados na elaboração das variáveis só passaram a ser divulgados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a partir do mesmo ano. A tabela 1 sintetiza a amostra desta pesquisa.

Tabela 1. Descrição da amostra

Empresas listadas entre 2010 e 2019	350
Empresas excluídas do setor Financeiro e seguros	31
Empresas excluídas por falta de informações entre 2010 e 2019	103
Final da Amostra	216

Fonte: Elaborado pelo autor

Os dados da pesquisa foram extraídos da base de dados Economática © e do site da CVM. Para corrigir a presença de possíveis outliers, na pesquisa, foi realizado o processo de winsorização bicaudal a 1%, sem, no entanto, excluir as observações tratadas.

3.2 Descrição das variáveis

3.2.1 Variável dependente

O custo de capital de terceiros mensura o custo que as empresas possuem em relação ao passivo exigível oneroso das empresas (Assaf Neto, 2003). Nesta pesquisa, o custo de capital de terceiros foi mensurado pela razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso de curto prazo e de longo prazo (Sengupta, 1998). A expressão abaixo demonstra como a variável foi construída.

$$Kd = \frac{DF}{EmFinCP + EmFinLP + DbCP + DbLP}$$

em que:

Kd = capital de terceiros

DF = Despesas financeiras

EmFinCP = Empréstimos e financiamentos de curto prazo

EmFinLP = Empréstimos e financiamentos de longo prazo

DbCP = Debêntures de curto prazo

DbLP = Debêntures de longo prazo

3.2.2 Variáveis independentes

Baseados nos trabalhos de Fich e White (2005) e Barro e Colauto (2019), a formação de *board interlocking* nas empresas será mensurado pela verificação do compartilhamento ou não de conselheiros entre as empresas. Com isso, para verificação da hipótese 1, será utilizada uma variável *dummy* que assume valor 1 caso a empresa pratique *board interlocking* e valor 0 caso o contrário. Para o teste da hipótese 2, a amostra será restrita às empresas que efetivamente praticaram *board interlocking*, sendo que a variável *dummy* assumirá valor 1 caso a empresa tenha compartilhado conselheiros com empresas financeiras e zero caso o contrário.

3.2 Variáveis de controle

A Teoria *Pecking Order* (Myers, 1984) explica que as empresas deveriam inicialmente financiar - se com lucros retidos, endividamento e, em último caso, com a emissão de ações. Assim, espera-se que empresas com altas lucratividades deveriam estar menos endividadas e consequentemente apresentar um menor um menor custo da dívida (Blanco, Garcia-Lara & Tribo, 2015). Sendo assim, espera-se uma relação negativa entre a lucratividade e o custo de capital de terceiros. No mesmo sentido, Perobelli e Fama (2003) argumentam que se espera que grande parte da margem operacional das empresas se converta em lucro e consequentemente diminua o custo de capital das empresas, havendo assim uma relação negativa entre a margem operacional e o custo de capital de terceiros.

A composição de endividamento das empresas pode ser um sinal que estas não possuem boa liquidez de pagamento de suas obrigações, haja visto o vultoso montante de investimentos que são financiados com valores de terceiros (Corrar et al. 2007; Fonseca & Silveira, 2016). Dessa forma, espera-se uma relação positiva entre o endividamento da empresa e seu custo de capital de terceiros. Já, empresas com melhores expectativas de crescimento mostram ao mercado que possuem capacidade creditícia, pois, em um futuro próximo, estarão com boas possibilidades de rentabilidade, o que diminui o risco de crédito (García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017). Assim, espera-se uma relação negativa entre as expectativas de crescimento medidas pelo *Market-to-book* e o custo de capital de terceiros das empresas.

De acordo com Rajan e Zingales (1995) e Blanco et al. (2015) quanto maior a empresa for, melhor serão o histórico de crédito e sua reputação no mercado, fazendo com que estas empresas tenham um menor custo de endividamento. Com isto, espera-se uma relação negativa entre o custo de capital de terceiros e o tamanho das empresas. Por fim, Miller (1977) ressalta que o pagamento de tributos diminui o benefício gerado pela alavancagem financeira na compensação de perdas para o fisco. Dessa maneira, o pagamento de impostos sobre os seus resultados exigiria dos credores maiores taxas de juros nas operações de crédito (Salmasi & Martelanc, 2009). Assim, espera-se uma relação positiva entre a alavancagem financeira e o custo de capital de terceiros. A tabela abaixo sintetiza as variáveis desta pesquisa.

Tabela 2. Descrição das variáveis

Variável	Fonte	Descrição	Referência
Custo de capital de terceiros	Economática	Razão entre a dívida financeira e a soma dos passivos onerosos	Sengupta (1998); Nardi & Nakao (2009)
<i>Board interlocking</i>	CVM	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se a empresa pratica <i>board interlocking</i> e valor 0 caso contrário	Fich & White (2005); Barros & Colauto (2019)
Tamanho	Economática	Logaritmo natural dos ativos das empresas	Rajan & Zingales (1995); Blanco et al. (2015)
Retorno sobre os ativos	Economática	Razão entre o lucro líquido e o ativo das empresas	Blanco et al. (2015); Martínez-Ferrero (2014)
Crescimento	Economática	Razão entre as vendas no ano t e no ano $t-1$	Salmasi & Martelanc (2009)
Margem operacional	Economática	Razão entre o resultado operacional e a receita líquida	Perobelli & Famá (2003)
Endividamento	Economática	Razão entre o passivo exigível e o ativo total	Alencar (2005); Fonseca & Silveira (2016)
Alavancagem	Economática	$(\text{lucro líquido} \times \text{ativo}) / ((\text{patrimônio líquido}) / (\text{lucro líquido} - \text{juros sobre o patrimônio líquido}))$	Salmasi & Martelanc (2009)
<i>Market-to-book</i>	Economática	Razão entre o valor de mercado e o patrimônio líquido	García-Sánchez & Noguera-Gámez (2017)

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3 Modelos econométricos

Os resultados desta pesquisa são obtidos por meio das equações econométricas abaixo. Os resultados são frutos das saídas de dados do *software* Stata, sendo utilizado os métodos Mínimos quadrados ordinários (MQO) e efeitos fixos, sendo que, em ambos os modelos, foram utilizadas regressões múltiplas com dados em painel. O modelo 1 ratificará ou não a primeira hipótese desta pesquisa.

$$Kd_{it} = \beta_0 + \beta_1 BI_{it} + \sum_{k=7}^n \beta_k CONTROLES_{kit} + \varepsilon_{it}$$

O coeficiente β_1 captura a relação entre as variáveis custo de capital de terceiros e *board interlocking* (BI) e espera-se uma relação significativa e negativa entre as variáveis, e o coeficiente β_k representa as variáveis de controle do modelo. O modelo 2 ratificará ou não a segunda hipótese desta pesquisa.

$$Kd_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIEF_{it} + \sum_{k=7}^n \beta_k CONTROLES_{kit} + \varepsilon_{it}$$

O coeficiente β_1 captura a relação entre as variáveis custo de capital de terceiros e *board interlocking* com empresas financeiras (BIEF) e espera-se uma relação significativa e negativa entre as variáveis, e o coeficiente β_k representa as variáveis de controle do modelo.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

Inicialmente, procedeu-se a análise descritiva dos dados que tem como objetivo observar o comportamento das informações em torno das próprias variáveis. A análise descritiva teve como função analisar a média, o desvio padrão, os percentis 25, 50 e 75, bem como o valor máximo e mínimo de cada variável. O custo de capital de terceiros apresentou média de 0,32692, o que representa que o endividamento com terceiros é de cerca de 32% do valor dos débitos com terceiros. No entanto, observa-se que este valor não representa com fidelidade os dados da amostra, uma vez que o percentil 75 está abaixo desse valor, evidenciando que 75% das empresas tem despesas financeiras abaixo dos 25% em relação aos empréstimos, financiamentos e debêntures. A tabela 3 sintetiza os valores descritivos para cada variável.

Tabela 3. Estatística descritiva

Variáveis	Média	DP	P25	P50	P75	Mín.	Máx.
Custo de capital	0,326	1,004	0,106	0,157	0,256	0	11,92
Tamanho	15,14	1,648	14,07	15,17	16,14	9,638	20,49
Retorno sobre o ativo	0,034	0,080	0,004	0,037	0,071	-1,236	0,356
Crescimento	1,128	0,338	0,999	1,096	1,195	0,091	4,067
Margem operacional	0,067	1,385	0,009	0,065	0,132	20,615	21,84
Endividamento	1,162	2,287	0,294	0,577	1,036	0,013	18,95
Alavancagem	2,089	9,186	1,072	1,612	2,333	-50,27	78,83
Market-to-book	2,246	2,433	0,825	1,500	2,666	0,043	15,37

Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto às variáveis *board interlocking* (BI) e *board interlocking* com empresas financeiras (BIEF), apresentam-se as tabelas 3 e 4 de distribuição das mesmas, a fim de mostrar o comportamento das empresas da amostra quanto à formação de conselhos interligados.

Tabela 4. Distribuição de frequências do *board interlocking*

Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Com <i>board interlocking</i>	55%	57%	57%	59%	58%	59%	60%	64%	67%	69%
Sem <i>board interlocking</i>	45%	43%	43%	41%	42%	41%	40%	36%	33%	31%

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela 4 mostra a porcentagem de empresas que praticavam *board interlocking* para o período analisado. Observa-se que, entre os anos de 2010 e 2015, as empresas que compartilhavam conselheiros representavam entre 55% e 59% das empresas analisadas e entre 2016 e 2019 representavam entre 60% e 69%. A tabela 5 mostra os valores para empresas que praticaram *board interlocking* com empresas do setor financeiro.

Tabela 5. Distribuição de frequências do *board interlocking* com empresas financeiras

Empresas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Com <i>board interlocking</i>	20%	21%	17%	18%	18%	19%	17%	16%	17%	19%
Sem <i>board interlocking</i>	80%	79%	83%	82%	82%	81%	83%	84%	83%	81%

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela 5 mostra que o percentual de empresas que praticam *board interlocking* com empresas do setor financeiro entre 2010 e 2019 varia entre 16% e 21%. Essas empresas, conforme a Teoria do Controle Bancário (Mintz & Schwartz, 1983), podem sinalizar que compartilham conselheiros com empresas do setor financeiro porque possuem forte dependência de capital de terceiros.

4.2 Análise dos resultados das regressões

As regressões desta pesquisa são do tipo múltiplas e são realizadas com os dados agrupados em painéis. Para escolha dos modelos utilizados, procedeu-se com a realização dos Testes de Hausman, de LM de Breusch – Pagan e de Chow, a fim de verificar -se qual modelo estaria mais ajustado às regressões. A tabela abaixo mostra os resultados.

Tabela 6. Testes estatísticos

Testes	Modelo 1		Modelo 2	
	<i>F-statistic</i>	<i>Prob(statistic)</i>	<i>F-statistic</i>	<i>Prob(statistic)</i>
Chow	18,75	0,000	15,42	0,000
Breusch-Pagan LM	4.409,23	0,000	3.453,10	0,000
Hausman	252,03	0,000	165,99	0,000

Fonte: Elaborado pelo autor

O valor *prob(statistic)* de 0,000 no teste de Chow indica que entre o método *Pooled* e o método de efeitos fixos deve-se usar este último pois rejeita-se a hipótese nula. O valor *prob(statistic)* de 0,000 no teste de LM de Breusch-Pagan indica que entre o método *Pooled* e o método de efeitos aleatórios deve-se utilizar este último pois rejeita-se a hipótese nula. O valor *prob(statistic)* de 0,000 no teste de Hausman indica que entre o método de efeitos aleatórios e o método de efeitos fixos deve-se utilizar este último pois rejeita-se a hipótese nula.

Os resultados dos testes indicaram que para os dois modelos o método utilizado deve ser o efeito fixo. Os testes foram realizados utilizando-se a correção *Robust* do Stata para minimizar problemas de heterocedasticidade nas regressões. A tabela abaixo mostra os resultados do modelo 1 desta pesquisa.

Tabela 7. Resultado da regressão

Modelo 1 ($Kd_{it} = \beta_0 + \beta_1 BI_{it} + \sum_{k=7}^n \beta_k CONTROLES_{kit} + \varepsilon_{it}$)				
Variável dependente – Custo de capital de terceiros				
Variáveis independentes	Sinal esperado	Coefficiente	<i>t-statistic</i>	p-valor
<i>Board interlocking</i>	(-)	-0,104543	-2,8	0,042**
Tamanho	(-)	-0,025811	-0,49	0,627
Retorno sobre os ativos	(-)	2,122495	6,8	0,000***
Crescimento	(+)	-0,196439	-3,21	0,001***
Margem operacional	(-)	-0,064463	-2,79	0,005**
Endividamento	(+)	0,0164696	1,32	0,187
Alavancagem	(+)	0,0000283	0,01	0,989
<i>Market-to-book</i>	(+)	-0,029406	-2,07	0,039**
Constante		0,9974817	1,23	0,22
Observações: 1770	<i>R- Sq Within:</i> 0,1351		<i>R- Sq Between:</i> 0,1227	
	<i>R- Sq Within:</i> 0,1351	<i>R- Sq overall:</i> 0,1519		Prob > F = 0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: ***, ** e * representam respectivamente significância estatística a 1%, 5% e 10%

Os resultados indicam que há uma relação estatisticamente significativa e negativa entre as variáveis custo de capital de terceiros (Kd) e *board interlocking* (BI) e, dessa maneira, há evidências de que a prática de compartilhar conselheiros com outras empresas pode reduzir o custo de capital de terceiros. Com efeito, tais resultados estão alinhados à Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer, 1972) e, mais especificamente, corrobora as pesquisas de Ribeiro et al. (2016), Calero Sánchez e Barroso-Castro (2015) e Jackling e Johl (2009) que concluíram que a prática de *board interlocking* pode minimizar as dificuldades de obtenção de recursos externos à empresa.

Sobre os prismas que determinam a formação de *board interlocking* no Brasil apontados por Ribeiro et al. (2016), some-se a redução do custo de capital de terceiros como possível determinante para a prática de compartilhar conselheiros com outras empresas. Com efeito, a pesquisa de Barros (2017) relacionou entre outras vertentes que a formação de *board interlocking* poderia ser explorada partindo-se do princípio que as empresas necessitam de recursos externos, inclusive recursos financeiros. Dessa forma, os achados desta pesquisa estão de acordo com Barros (2017), uma vez que traz evidências que o *board interlocking* pode reduzir os riscos das operações com terceiros e minimizar as incertezas do meio econômico. Com estes resultados, a hipótese 1 desta pesquisa é confirmada, uma vez que há evidências que empresas que praticam *board interlocking* possuem menor custo de capital de terceiros.

Para a hipótese 2, a amostra desta pesquisa foi limitada àquelas empresas que realizaram *board interlocking* com empresas do setor financeiro. A tabela 8 apresenta os resultados dos testes.

Tabela 8. Resultados da regressão

Modelo 2 ($Kd_{it} = \beta_0 + \beta_1 BIEF_{it} + \sum_{k=7}^n \beta_k CONTROLES_{kit} + \varepsilon_{it}$)				
Variável dependente – Custo de capital de terceiros				
Variáveis independentes	Sinal esperado	Coefficiente	t-statistic	p-valor
<i>Board interlocking</i>	(-)	-0,211488	-2,7	0,007***
Tamanho	(-)	-0,102758	-1,83	0,068*
Retorno sobre os ativos	(-)	0,4468079	-1,07	0,285
Crescimento	(+)	0,059882	2,39	0,061*
Margem operacional	(-)	0,0398566	1,18	0,375
Endividamento	(+)	0,0111807	0,85	0,087*
Alavancagem	(+)	0,0004639	2,2	0,289
<i>Market-to-book</i>	(+)	-0,001514	-2,03	0,173
Constante		1,830769	2,04	0,235
Observações: 1350	<i>R- Sq Within</i> : 0,1351		<i>R- Sq Between</i> : 0,1225	
<i>R- Sq Within</i> : 0,1114	<i>R- Sq overall</i> : 0,1633		Prob > F = 0,0000	

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: ***, ** e * representam respectivamente significância estatística a 1%, 5% e 10%

Os resultados mostram que há uma relação estatisticamente significativa e negativa entre as variáveis BIEF e Kd. Com efeito, pesquisas anteriores demonstraram que um dos motivos para as empresas formarem *board interlocking* é a captação de recursos externos, sobretudo financeiros. Com isto, os resultados, aqui encontrados, mostram que empresas que compartilham conselheiros com empresas do setor financeiro possuem menor custo de capital de terceiros, corroborando assim os resultados obtidos no modelo 1.

A Teoria da Dependência de Recursos salienta que empresas possuem necessidades diversas de recursos externos, sobretudo financeiros. Pesquisas anteriores demonstraram que empresas optam por ter conselheiros que desempenhem outras funções ou, até mesmo, façam parte dos conselhos de empresas financeiras para a obtenção de melhores condições de operações de crédito. Neste ponto, a pesquisa confirma esses resultados e demonstra que, quando analisados apenas as empresas que praticam *board interlocking* e se analisa o efeito da participação de conselheiros que façam parte de empresas financeiras, o custo de capital de terceiros tende a diminuir. Dessa forma, a hipótese 2 desta pesquisa é confirmada, uma vez que há evidências que empresas que compartilham conselheiros com empresas financeiras possuem menor custo de capital de terceiros.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo de desta pesquisa foi analisar o impacto da prática de *board interlocking* no custo de capital de terceiros das empresas brasileiras de capital aberto não financeiras listadas na B3 no período entre 2010 e 2019. Para tanto, foram extraídos dados da base de dados Economatica © e do site da CMV.

Os resultados da pesquisa demonstraram que há uma relação estatística significativa entre o custo de capital de terceiros e a prática de *board interlocking*. Com isso, as evidências apontam que empresas que compartilham conselheiros com outras empresas possuem menor custo de capital de terceiros. Estes resultados podem estar relacionados com o fato que empresas que compartilham conselheiros conseguem ampliar suas redes de relacionamentos bem como compartilhar de experiências e práticas de governança.

Outro resultado relevante desta pesquisa mostra que empresas que compartilham conselheiros com empresas do setor financeiro possuem menor custo de capital de terceiros. Com efeito, o simples fato de compartilhar conselheiros já reduz o custo de capital de terceiros, no entanto, há evidências que aquelas empresas que o fazem com conselheiros ligados a empresas financeiras conseguem crédito em condições ainda melhores.

No geral, os resultados desta pesquisa podem interessar àquelas empresas que possuem a intenção de diversificar seu quadro de conselheiros e retirar disto benefícios específicos, como a redução de capital de terceiros. Percebe-se, no entanto, que as dificuldades na obtenção de crédito não serão extintas pelo fato de possuir conselheiros compartilhados com empresas financeiras, mas o estabelecimento de laços com estas empresas e a maior disseminação de informações que reduzam a assimetria informacional podem proporcionar melhores condições de endividamento nas empresas.

Outros determinantes da formação de *board interlocking* devem ser levados em consideração quando pretende-se estudar as causas que levam às empresas a praticarem tal compartilhamento. Quando analisado o custo de capital de terceiros, deve-se observar que este leva em consideração, apenas, a parte do passivo exigível que causa despesas financeiras e não leva em consideração aqueles créditos que possuem custos implícitos. Assim, sugere-se que pesquisas futuras analisem o impacto do *board interlocking* com outros tipos de capital, como crédito comercial, por exemplo, bem como investigar a relação de outras características dos Conselhos de Administração com o custo de capital de terceiros.

REFERÊNCIAS

- Albarez, T., Valle, M. R., & Corrar, L. J. (2012). Fatores institucionais e assimetria informacional: Influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. *RAM - Revista de Administração Mackenzie*, 13(2), 76-105. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712012000200004>
- Alencar, R. C. (2005). Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 1-12. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=123016184001>
- Assaf, A., Neto (2003). *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas.
- 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. <https://doi.org/10.4270/RUC.2019106>
- Barros, T. S. (2017). *Ensaio em Board Interlocking* (Doctoral dissertation). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP.
- Blanco, B., Garcia Lara, J. M., & Tribo, J. A. (2015). Segment disclosure and cost of capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(3-4), 367-411. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12106>
- Brandão, I. F., Vasconcelos, A. C., Luca, M. M. M., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>
- Braun, M., Briones, I., & Islas, G. (2019). Interlocking directorates, access to credit, and business performance in Chile during early industrialization. *Journal of Business Research*, 105, 381-388. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.12.052>
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>

- Connelly, B. L., & Van Slyke, E. J. (2012). The power and peril of board interlocks. *Business Horizons*, 55(5), 403-408. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2012.03.006>
- Cunha, P. R., & Piccoli, M. R. (2017). Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 179-196. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201701980>
- De la Fuente, G., & Velasco, P. (2020). Capital structure and corporate diversification: Is debt a panacea for the diversification discount? *Journal of Banking & Finance*, 111, 105728. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105728>
- Dicko, S., & El Ibrami, H. (2013). Directors' connections, financial resources and performance: An in-depth analysis of Canadian companies. *International Journal of Business and Management*, 8(10), 1-14. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n10p1>
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. In *Conference on Research in Business Finance* (pp. 215-262). NBER. <http://www.nber.org/chapters/c4790>.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2003.06.002>
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. D. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, 22(1), 106-133. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.016162016.62739>
- García-Sánchez, I. M., & Noguera-Gámez, L. (2017). Integrated information and the cost of capital. *International Business Review*, 26(5), 959-975. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.03.004>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hashim, H. A., & Rahman, M. S. A. (2011). Multiple board appointments: Are directors effective? *International Journal of Business and Social Science*, 2(17), 137-143. http://www.ijbssnet.com/journals/Vol_2_No_17/19.pdf
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235-256. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00179>
- Huang, C., Oehmke, M., & Zhong, H. (2019). A theory of multiperiod debt structure. *The Review of Financial Studies*, 32(11), 4447-4500. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz026>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (5a ed.). São Paulo, SP.
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x>
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438. <https://doi.org/10.1177/014920639602200303>
- Lima, G. A. S. F. (2009). Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 95-108. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000100007>
- Martinez, A. L., & Silva, R. F. (2017). Agressividade fiscal e o custo de capital de terceiros no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 240-251. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p240-251>
- Martínez-Ferrero, J. (2014). Consequences of financial reporting quality on corporate performance: Evidence at the international level. *Estudios de Economía*, 41(1), 49-88. <http://hdl.handle.net/10419/146717>
- Mazzotta, R., Bronzetti, G., & Baldini, M. A. (2017). Does board diversity affect firm performance? Evidence from the Italian financial sector. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 12(1), 65-89. <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2017.085244>

- 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* (Dissertação de doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP. Retirado de: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-24052010161337/publico/WesleySilvaTese.pdf>
- Miller, E. M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *The Journal of Finance*, 32(4), 1151-1168. <https://doi.org/10.2307/2326520>
- Mindzak, J. (2013). *Interlocked boards of directors, voluntary disclosures and earnings quality*. (Working paper). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2238871>
- Mintz, B., & Schwartz, M. (1983). *Bank hegemony, corporate networks and intercorporate power: A study of interlocking directorates in American business*. Chicago: University of Chicago Press
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77-100. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>
- 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. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00330>
- 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. <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-6552003000100002>
- Pfeffer J., & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations*. New York: Harper & Row.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-228. <https://doi.org/10.2307/2393956>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Rauh, J. D., & Sufi, A. (2010). Capital structure and debt structure. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4242-4280. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq095>
- Ribeiro, F., & Colauto, R. D. (2016). A relação entre board interlocking e as práticas de suavização de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 55-66. <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201501320>
- Ribeiro, F., Colauto, R. D., & Clemente, A. (2016). Determinantes da formação de board interlocking no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 10(4), 398-415. <https://doi.org/10.17524/repec.v10i4.1403>
- Salmasi, S. V., & Martelanc, R. (2009). Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(1), 101-117. Retrieved from <https://periodicos.ufba.br/index.php/recontabilidade/article/view/3421/2482>
- Sánchez, L. P. C., & Barroso-Castro, C. (2015). Is it useful to consider the interlocks according to the type of board member (executive or non-executive) who possesses them? Their effect on firm performance. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 24(3), 130-137. <https://doi.org/10.1016/j.redee.2015.04.001>
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting Review*, 73(4), 459-474. <http://www.jstor.org/stable/248186>
- Shi, L., Dharwadkar, R., & Harris, D. (2013). *Board interlocks and earnings quality*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1976856>
- Wang, W. K., Lu, W. M., Kweh, Q. L., Nourani, M., & Hong, R. S. (2019). Interlocking directorates and dynamic corporate performance: The roles of centrality, structural holes and number of connections in social networks. *Review of Managerial Science*, 15, 437-457. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00347-2>

- Zald, M. N. (1969). The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis. *American Journal of Sociology*, 75(1), 97-111. <https://doi.org/10.1086/224747>
- Zona, F., Gomez-Mejia, L. R., & Withers, M. C. (2018). Board interlocks and firm performance: Toward a combined agency–resource dependence perspective. *Journal of Management*, 44(2), 589-618. <https://doi.org/10.1177/0149206315579512>

Como citar este artigo

Santos, J. É. dos. (2021). A influência do board interlocking no custo de capital de terceiros . *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15:e176516. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.176516>