



FERNANDO REICZ

A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do Novo Mercado da Bovespa¹

por Wesley Mendes da Silva

Resumo do trabalho vencedor do Prêmio Revelação em Finanças IBEF SP/KPMG de 2008

Board interlocking

Ao examinar pesquisas realizadas em governança corporativa, o papel do conselho de administração tem recebido especial atenção. Tem-se buscado frequentemente investigar associações entre a tarefa de controle sobre os executivos e o valor da firma. Contudo, existem outros papéis que o conselho pode desempenhar no âmbito da alta administração da firma. Em se tratando do papel do *interlocking* (compartilhamento de conselheiros por mais de uma empresa), a literatura apresenta argumentos que defendem que esse tem por principais objetivos: i) gerenciamento da dependência da organização e ii) manutenção do poder e do controle para as elites sociais. Alguns estudos concentraram-se na identificação das causas do *interlocking*; alguns outros empregaram o *interlocking* para entender similaridades entre as empresas. Linhas de pesquisas mais concentradas na disciplina financeira têm utilizado o *interlocking* para explicar a difusão de *poison pills*, comportamento de aquisições corporativas, adoção de estruturas organizacionais, remuneração de executivos, formação de *joint ventures* e uso de estratégias de imitação.

Vários estudos abordam os benefícios do *interlocking* a partir do argumento de que esses são mais importantes em ambientes de extrema incerteza, quando comparados ao seu papel em ambientes menos incertos. Participar da conexão com diferentes redes ou grupos aumenta as chances de aquisição de vantagens. Nos estudos sobre governança corporativa, capital social é definido como o grau com o qual os membros do conselho têm contato com *outsiders* no contexto do ambiente institucional, em que sua principal função é ligar a organização ao ambiente externo. Organizações são sistemas abertos que possuem sucesso, e insucesso, largamente condicionados à sua habilidade

de obter recursos valiosos. A transposição de capital social, normalmente originado das capacidades trazidas pelos membros do conselho à organização, em capital humano e conhecimento, não ocorre de forma axiomática. Este estudo foi desenvolvido buscando compreender como os relacionamentos intercorporativos, por meio de conselhos de administração, afetam o desempenho de empresas brasileiras de capital aberto.

Um dos usos mais comuns da análise de redes sociais é identificar os atores mais proeminentes na rede (centralidade é uma propriedade desses). Para mensurar centralidade existem duas categorias de métricas: local e global. Um ator é localmente central se apresenta um número maior de conexões com outros. Esse ator será globalmente central se ocupa uma posição estratégica na rede de uma forma geral. As três métricas mais frequentemente empregadas na análise são: i) centralidade de grau (*degree*); ii) centralidade de intermediação (*betweenness*); e iii) centralidade de proximidade (*closeness*), não utilizada neste estudo por limitações estruturais. *Degree* expressa o número de laços adjacentes que um ator possui com outros participantes de uma mesma rede. O conceito de *betweenness* contempla a interação entre atores não-adjacentes. Assim, *betweenness* considera o controle que os atores que atuam como intermediários possuem sobre atores que dependem localmente desses últimos.

Idéias sobre a influência dos laços corporativos no desempenho das firmas

Para compreender a relação entre laços corporativos e desempenho das firmas, buscou-se analisar as relações em dois níveis de análise: i) nível de conselheiros; e ii) nível de empresas; utilizaram-se algumas medidas da estrutura de relações entre empresas a partir de seus laços entre conselhos. A densidade do conselho de administração é extremamente alta se todos os membros possuem conexões fechadas na rede com outros conselheiros. Neste estudo, emprega-se a teoria do capital social para explicar a densidade da rede dos conselhos e suas funções. As principais funções do capital social são proporcionar **confiança entre os membros da rede** e facilitar a cooperação entre eles. E isso seria tão intenso quanto mais forte e coesa fosse a rede. Em uma rede, todos estão conectados, sendo desestimulado o vazamento de informações alheias, facilitando sanções e punições – as quais, por extensão, tornariam menos arriscada a confiança mútua entre os indivíduos inseridos na rede.

Os altos gestores não são apenas membros de um grupo seletivo, mas a liderança de sua unidade. Assim como as equipes de altos executivos, os conselhos usualmente possuem “pequenos grupos”, principalmente porque os conselhos se reúnem somente ocasionalmente. A falta de inserção do conselho em grupos maiores também ocasionaria a deterioração da habilidade para cooperar e desenvolver trabalhos em grupo. Em grupos de trabalho hetero-

¹ A versão completa (incluindo-se detalhamento da metodologia, bem como dos resultados do estudo e referências bibliográficas) deste artigo foi apresentada no XXXII Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, em Setembro de 2008, no Rio de Janeiro, tendo recebido o prêmio de melhor artigo da Divisão Acadêmica de Finanças; também está publicada na *Revista Brasileira de Finanças*, principal periódico científico da área financeira no Brasil. O autor é grato ao Núcleo de Valoração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, que financiou parcialmente a pesquisa que deu suporte à produção deste artigo, e também aos dois Avaliadores Anônimos da *Revista Brasileira de Finanças*, pelas valiosas contribuições. E em especial aos professores Roy Martelanc (FEA/USP), Diógenes Leiva Martin (Mackenzie) e Luciano Rossoni (UFPR), pelos debates e contribuições que colaboram com a continuidade deste projeto, que integra sua tese de doutorado.

gêneos (baixo nível de coesão) verificam-se altos níveis de *turnover*, que podem ser um obstáculo, tendo em vista que representam uma possibilidade de redução da presença de conhecimento específico no âmbito da alta administração, ainda que um nível moderado de *turnover* nos conselhos possa ser contributivo para um melhor desempenho da firma.

Redes sociais informais entre os membros dos conselhos de administração podem resolver problemas associados com o déficit de sentimento de equipe, coordenação e cooperação. Laços formados a partir das instituições de ensino podem facilitar a aproximação de dirigentes, aumentando sua capacidade de ligação em vários tipos de redes. A similaridade na formação (profissão) pode facilitar o diálogo, já que profissões atuam como mecanismo de aproximação entre executivos diante da afinidade cultural-cognitiva por uma identidade compartilhada. A densidade das relações como fonte de vantagem competitiva se aproxima do pressuposto de que capital social formado a partir da coesão² pode levar ao maior **desempenho**. Assim, diante do maior compartilhamento de conselheiros, acredita-se que empresas que estejam organizadas em grupos locais possuam maior familiaridade entre si. Compartilhando laços comuns, elas gastam menos tempo com esforços redundantes. Espera-se que empresas que estejam mais bem aninhadas em seus grupos apresentem benefícios na formação de capital social a partir da coesão.

Uma preocupação com a coesão dos conselhos envolve a lacuna de diversidade dos membros que os compõem. Alguns estudos recentes sugerem que o aumento da diversidade dos membros do conselho aumentará o valor da firma. Um conselho constituído de um grupo muito coeso não será tão benéfico para a firma, já que coesão geralmente está negativamente associada com diversidade. Existem, contudo, consequências negativas de redes sociais mais densas, já que as relações sociais que facilitam comunicação e troca econômicas entre os membros de uma comunidade inevitavelmente estão restritas aos *outsiders*.

O processo de tomada de decisões estratégicas em grandes empresas deve considerar não somente o desempenho próprio e a estru-

² Existe uma diversidade de medidas de coesão em redes sociais. Densidade é uma das mais tradicionais, sendo tratada correntemente na literatura de capital social com o sinônimo de coesão. Por essa razão, em algumas ocasiões no texto, o termo coesão também remete à densidade.

³ Componentes são sub-redes totalmente conectadas entre si.

Tabela 1

Setores	# empresas (%)	Setores	# empresas (%)
Construção	25 (27.8%)	Têxtil	4 (4.4%)
Outros	21 (23.3%)	Agro e Pesca	3 (3.3%)
Alimentos e Bebidas	8 (8.9%)	Máquinas Industriais	3 (3.3%)
Comércio	6 (6.7%)	Software e Dados	2 (2.2%)
Transporte Serviços	5 (5.6%)	Eletroeletrônicos	2 (2.2%)
Finanças e Seguros	5 (5.6%)	Química	2 (2.2%)
Energia Elétrica	4 (4.4%)	Total	90 (100%)

tura de capital da firma, mas sim o ambiente econômico geral no qual a empresa está inserida. Empresas mais endividadas tendem a receber em seus conselhos de administração representantes de seus fornecedores de capital, como forma de reduzir incertezas quanto à ocorrência de *default*. O *board interlocking* pode, ainda, servir de canal de transmissão de informações entre as empresas, aumentando a probabilidade de que empresas mais centrais estejam mais expostas a contágios em termos de escolhas quanto ao perfil do financiamento de suas operações.

Metodologia

As 90 empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa em 2007 serviram de base para este estudo (Tabela 1). Os dados foram coletados em duas bases: Economatica e CVM. Foi identificado um conjunto de 615 conselheiros diferentes (com idade média[mediana] = 54,18[53,98] e desvio-padrão = 5,9 anos).

Variáveis e Análise: Para testar as hipóteses (modelos de regressão linear) foram empregadas as variáveis: i) **dependentes:**

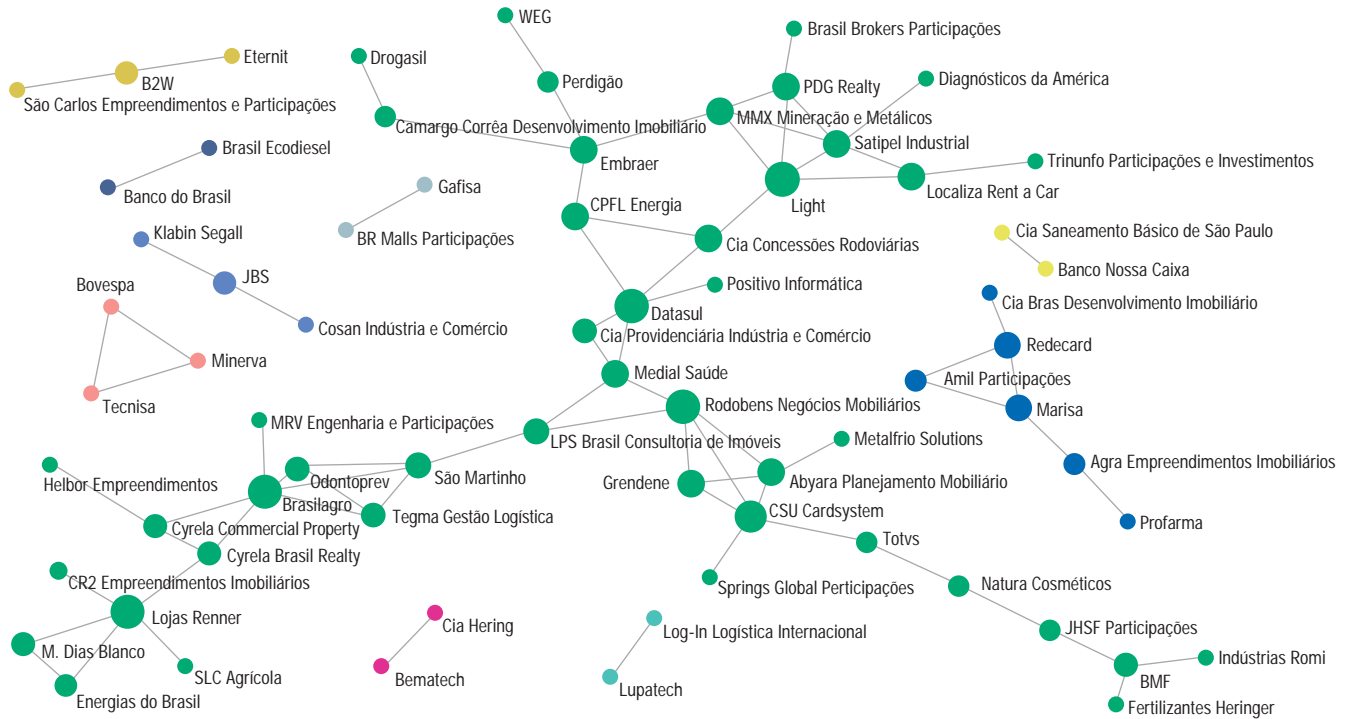
Rentabilidade do ativo total; Endividamento (razão entre dívida líquida e valor contábil do patrimônio líquido). As **variáveis independentes** estão em dois blocos, as variáveis de interesse e de controle. As **variáveis de interesse:** i) variáveis de centralidade: *Degree* e *Betweenness*; ii) *Densidade relativa* (aos conselhos, às escolas de formação e à profissão dos conselheiros); e iii) *Coefficiente de Agrupamento*. As **variáveis de controle:** *Tamanho do conselho* (número de membros que formam o conselho de uma firma); *Média de idade do conselho; Tamanho da firma* (valor contábil do total dos ativos); *Idade da firma*. Então, avaliou-se a influência dos indicadores da estrutura de relações e desempenho financeiro.

Redes de conselheiros e de empresas

Um resultado que é contributivo para um melhor entendimento das relações entre os conselheiros refere-se à configuração de sua rede. Foram identificados 30 componentes³ diferentes, agrupando os 615 conselheiros pesquisados. Destaque-se o componente principal, com 307 conselheiros, e o segundo maior

Tabela 2

Ordem	Conselheiro	Degree	Nrm Degree	Share
1	Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes	34	1,845	0,006
2	Maurício Novis Botelho	34	1,845	0,006
3	Carlos Alberto Cardoso Moreira	33	1,791	0,006
4	Francisco Caprino Neto	29	1,574	0,005
5	Samir Zraick	29	1,574	0,005
6	Murilo Cesar Lemos dos Santos Passos	27	1,465	0,005
7	Gilberto Sayão da Silva	26	1,411	0,004
8	Vitor Sarquis Hallack	26	1,411	0,004
9	Eduardo Borges Andrade	23	1,248	0,004
10	Ricardo Coutinho de Sena	23	1,248	0,004
11	Mailson Ferreira da Nóbrega	22	1,194	0,004



componente, com 31. O maior componente engloba quase metade dos conselheiros (nós), indicando que há um amplo canal de comunicação entre eles (laços). Na Tabela 2, reporta-se a relação dos conselheiros mais centrais (*Degree*), conjunto liderado por Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes juntamente com Maurício Novis Botelho, ambos com 34 laços com outros conselheiros. Essa conselheira seria o indivíduo de maior número de cooperações no contexto do Novo Mercado.

Um dos argumentos que tem encontrado apoio em resultados empíricos é de que a inclusão de mulheres, e outras minorias, nos conselhos podem fornecer capacidades adicionais para a firma. Neste estudo, foram avaliadas, buscando explorar certa diversidade, as relações entre conselheiros por outros mecanismos, instituição superior de formação e similaridade da área de conhecimento.

Foi observada relação significativa entre laços advindos de instituições de ensino superior, e de profissão, no estabelecimento de relações entre os conselhos das companhias, apoiando o argumento de que o capital social é determinante para que esses executivos acessem oportunidades. A ilustração acima apresenta a configuração estrutural dos relacionamentos entre as empresas (provavelmente em consequência de similaridades). Um componente central inclui metade das empresas; ao redor desse encontram-se todos os grupos, e o segundo maior componente contém apenas 6 empresas. Os demais componentes da rede de empresas apresentam-se bem menores, com apenas 2 empresas. Enquanto um único componente inclui 45

empresas, 20 estão isoladas, e as 25 demais compõem mais 10 componentes. Essa informação é relevante, pois uma empresa não influencia a construção e o fluxo de conhecimento puramente pela quantidade de laços diretos que mantém com outras, mas também por sua habilidade para intermediar relações entre outras empresas não-adjacentes entre si. Empresas com alta capacidade de intermediar podem exercer maior controle sobre o fluxo de informações, estabelecendo uma relação de dependência em relação às demais. Firms de maior centralidade de intermediação podem atuar como propulsores da homogeneização do conjunto de empresas participantes da rede.

Considerações finais

Segundo os resultados, as formas de capital social presentes nas relações entre conselheiros fomentam possibilidades, e empresas isoladas têm maior dificuldade em adquirir recursos. Para tornar tais resultados inteligíveis, vale diferenciar duas formas de capital social que foram utilizadas neste estudo. A primeira forma se refere ao grau de imersão, que foi avaliada em termos de grau, densidade e coesão. Tal forma apresentou maior poder de explicação em relação à rentabilidade da firma, o que indica que os laços diretos e a familiaridade com grupos particulares levam as empresas a ter maior rentabilidade de seus ativos. A segunda forma, que é vista como concorrente na literatura, mas empiricamente é complementar, indica a formação de capital social em termos de abertura, avaliada a partir da centralidade de inter-

mediação. Tal forma mostrou-se mais efetiva quando avaliada em termos de endividamento. Apesar de haver indícios na literatura de que laços fracos possibilitam acesso privilegiado a informação, tal mecanismo necessita maior investigação.

Apesar do *board interlocking* fornecer benefícios à firma por meio de redes sociais, melhorando seu desempenho, também existem argumentos no sentido oposto: o nível de envolvimento de alguns *stakeholders* pode influenciar negativamente o processo de tomada de decisão corporativa. Se maior proximidade entre conselheiros pode ser fonte de ineficiências, espera-se que haja atenção dedicada ao *disclosure* dos relacionamentos entre os membros dos conselhos de administração, visando fornecer informações que subsidiem a avaliação dos riscos associados a esses relacionamentos, *i.e.*, favorecimentos em processos de negociação. Além disso, conforme o número de posições ocupadas por um conselheiro aumenta, pode se tornar mais difícil dedicar tempo e esforço para entender com maior profundidade as particularidades da firma e desempenhar adequadamente o papel de monitor. ■

Wesley Mendes da Silva, bacharel em Administração pela Universidade Católica de Pernambuco (2000), mestre pela Universidade Federal de Pernambuco (2003) e doutorando pela Universidade de São Paulo, é coordenador e professor da Universidade Presbiteriana Mackenzie.