



AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO MUDAM CONFORME OS ESTÁGIOS DO CICLO DE VIDA DA EMPRESA?

DO THE CHARACTERISTICS OF THE BOARD OF DIRECTORS CHANGE ACCORDING TO THE STAGES OF COMPANY'S LIFE CYCLE?

¿LAS CARACTERÍSTICAS DE LA JUNTA DIRECTIVA CAMBIAN DE ACUERDO CON LAS ETAPAS DEL CICLO DE VIDA DE LA COMPAÑÍA?

Recebido em: 04-08-2020

Avaliado em: 22-09-2020

Reformulado em: 08-11-2021

Aceito para publicação em: 27-04-2022

Publicado em: 15-07-2022

Editor Responsável: Roberto Carlos Klann

Fernanda Kreuzberg¹
Ernesto Fernando Rodrigues Vicente²

RESUMO

Pela perspectiva da Teoria de Dependência de Recursos, o conselho de administração reflete o ambiente da empresa, buscando a maximização de recursos, uma vez que cada membro contribui com diferentes competências, experiências e vínculos. A literatura sugere que as empresas adaptam suas estruturas conforme evoluem nos estágios do ciclo de vida, afetando de maneira distinta as estruturas de governança das empresas e a estrutura de propriedade. O objetivo da pesquisa consiste em identificar o efeito dos estágios do ciclo de vida nas características do conselho de administração. A amostra é constituída pelas empresas listadas na B3, no período de 2012 a 2018. As variáveis dos constructos referentes ao conselho de administração englobam características de tamanho, gênero, independência, *expertise* (em gestão, em áreas de suporte e em áreas operacionais), grau de *interlocking* (com o setor financeiro e no setor de atuação) e cooptação. Para o ciclo de vida foram criadas variáveis *dummy* com base no modelo desenvolvido por Dickinson (2011), utilizando a composição da Demonstração do Fluxo de Caixa. Concluiu-se que empresas classificadas no estágio de maturidade têm uma redução no número de membros do conselho de administração e na cooptação de membros com *expertise* na área de gestão. Por outro lado, nas empresas pertencentes ao estágio de crescimento, observou-se um incremento na cooptação de membros com tal *expertise*. De modo geral, averiguou-se que os estágios do ciclo de vida organizacional (maturidade e crescimento) apresentam efeitos distintos nas mudanças do conselho de administração.

Palavras-chave: Teoria de Dependência de Recursos. Conselho de administração. Ciclo de vida organizacional. *Board interlocking*.

¹Doutora em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC); Professora da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8288-2531>; e-mail: fernanda.kreuzberg@ufrgs.br

² Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo (USP); Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1992-9982>; e-mail: ernesto.vicente@ufsc.br

ABSTRACT

From the Resource Dependence Theory perspective, the board of directors reflects the company's environment, seeking to maximize resources since each member contributes with different skills, experiences, and connections. The literature suggests that companies adapt their structures as they evolve in the stages of the organizational life cycle, affecting the corporate governance structures and ownership structures differently. The research aims to identify the life cycle stages' effect on the board of directors' characteristics. The research sample consists of companies listed in B3 from 2012 to 2018. The variables of the constructs referring to the board of directors include characteristics of size, gender, independence, expertise (in management, support areas, and operational areas), degree of interlocking (with the financial sector and the sector in which it operates), and cooptation. For the life cycle, we created dummy variables based on the model developed by Dickinson (2011) using the composition of the Cash Flow Statement. We concluded that companies classified in the maturity stage have a reduction in the number of members of the board in the cooption of members with expertise in the management area. On the other hand, in growth stage's companies, there was an increase in members cooptation with such expertise. In general, we have found that the organizational life cycle stages (maturity and growth) have different effects on changes in the board of directors.

Keywords: Resource Dependence Theory. Board of directors. Organizational life cycle. Board interlocking.

RESUMEN

De acuerdo con la perspectiva de la Teoría de la Dependencia de Recursos, la junta directiva refleja el entorno de la compañía, buscando maximizar los recursos, ya que cada miembro aporta diferentes habilidades, experiencias y vínculos. La literatura sugiere que las empresas adaptan sus estructuras a medida que evolucionan en las etapas del ciclo de vida, afectando de manera diferente las estructuras de gobierno corporativo y la estructura de propiedad. El objetivo de la investigación es identificar el efecto de las etapas del ciclo de vida en las características de la junta directiva. La muestra de la encuesta consta de empresas que figuran en B3, de 2012 a 2018. Las variables de los constructos que se refieren a la junta directiva incluyen características de tamaño, género, independencia, experiencia (en gestión, en áreas de apoyo y en áreas operativas), board interlocking (con el sector financiero y el sector en el que opera) y cooptación. Para el ciclo de vida, se crearon variables ficticias basadas en el modelo desarrollado por Dickinson (2011) utilizando la composición del estado de flujo de efectivo. Se concluyó que las empresas clasificadas en la etapa de madurez tienen una reducción en el número de miembros de la junta directiva, en la cooptación de miembros con experiencia en el área de gestión. Por otro lado, en las empresas pertenecientes a la etapa de crecimiento, hubo un aumento en la cooptación de miembros con experiencia en las áreas de gestión. En general, se encontró que las etapas del ciclo de vida organizacional (madurez y crecimiento) tienen diferentes efectos en los cambios en la junta directiva.

Palabras-clave: Teoría de la dependencia de recursos. Junta directiva. Ciclo de vida organizacional. Board interlocking.

1 INTRODUÇÃO

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

a eficiência organizacional, é necessário manter o controle sobre os recursos escassos e essenciais para a sobrevivência.

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

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

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

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

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

Nesse sentido, Hillman et al. (2009) apresentaram um estudo com evidências empíricas suportando a relação entre o ciclo de vida e o conselho de administração pela TDR, principalmente no que tange aos estágios iniciais e de declínio. Habib e Hasan (2019), por sua vez, investigaram se o ciclo de vida tem implicações na presença de conselheiros em seu papel de aconselhamento e monitoramento. Os resultados indicaram que em empresas australianas, no estágio da maturidade, havia maior proporção de conselheiros com foco no monitoramento, quando comparado aos demais estágios do ciclo de vida.

Dessa forma, fica evidenciado que importantes recursos da empresa tendem a ser diferentes a cada estágio de desenvolvimento, de modo que a empresa necessitará de um conjunto diferente de habilidades em seu conselho ao longo do tempo para garantir que tenha acesso a recursos relevantes para a fase do ciclo de vida em que se encontrará (Balogh, 2016). Habib e Hasan (2019) ressaltam que as medidas de avaliação das características do conselho de administração e sua variação nos estágios do ciclo de vida ainda necessitam de um aprofundamento empírico. Visto isso, o objetivo da pesquisa consiste em identificar o efeito dos estágios do ciclo de vida nas características do conselho de administração.

Conforme o levantamento de literatura efetuado por Hillman et al. (2009), os primeiros estudos exploraram o conselho de administração, principalmente em termos de tamanho e

composição. Inseriu-se no decorrer do tempo a discussão da caracterização dos membros como internos *versus* externos e a importância do estabelecimento de vínculos (por meio do *board interlocking*) para o compartilhamento de informações. Após a criação das taxionomias de Hillman et al. (2000) e Hillman e Dalziel (2003), aspectos como conhecimento e experiência dos membros começaram a ganhar ênfase nas pesquisas.

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

Perrault e McHugh (2015) tem importante contribuição por propor que a independência do conselho de administração se modifica proporcionalmente ao crescimento das empresas. Dessa forma, é possível afirmar que para as empresas que buscam por legitimidade, cresce a necessidade por independência. O'Connor e Byrne (2015) acrescentam que com o crescimento das empresas, o papel de monitoramento dos conselhos passa a ser mais valorizado, pois as empresas buscam expandir suas atividades e, ao reforçar a independência do conselho, tornam-se mais atrativas aos investidores externos.

Gonçalves et al. (2019) efetuaram um estudo *cross-country* para verificar se as empresas adaptam suas estruturas de governança de acordo com o estágio do ciclo de vida em que se encontram. Os resultados mostraram que o monitoramento no estágio de maturidade é menor que nos outros estágios, mesmo que a independência do conselho seja maior. Pesquisar acerca do efeito do estágio do ciclo de vida de uma empresa sobre a estrutura do conselho de administração contribuiu para a discussão teórica da TDR. Nesse sentido, as análises tradicionais se concentram em determinar qual papel desempenhado pelo conselho seria o melhor, e não como fatores organizacionais afetam a importância e presenças dos papéis de monitoramento e provedor de recursos (Sánchez et al., 2017).

Quanto à análise do ciclo de vida, utiliza-se a abordagem de Dickinson (2011) que, diferente dos tradicionais modelos de ciclo de vida, pauta-se em uma abordagem mais dinâmica, ao combinar os sinais dos fluxos de caixa. Dessa forma, uma empresa ao transitar entre os estágios gera mudanças significativas nas operações e captação de recursos, além de melhor capturar as mudanças na estrutura de governança.

O estudo contribui com a literatura ao buscar evidências em uma amostra com características de concentração de propriedade, elevada assimetria de informações e baixa proteção legal aos acionistas minoritários. Além do mais, trata-se de um país emergente com notável presença de empresas familiares e governamentais, o que pode impactar diferentemente os resultados (Sánchez et al., 2017). As empresas familiares tenderiam a focar mais na maximização do valor da firma, consolidando estratégias de longo prazo (Hillman et al., 2009), enquanto empresas estatais tendem a sofrer influência no sentido de estratégias de curto prazo, o que pode levar a cooptação de conselheiros e alteração de estrutura de capital (Chen, 2014). Pautado nesses argumentos, se vislumbra que o mercado brasileiro é um ambiente interessante para o presente estudo, dado que os efeitos mencionados podem ser isolados em modelos econométricos.

Por fim, o estudo busca demonstrar como a configuração do conselho de administração tem impactos práticos, visto que os membros do conselho podem ser caracterizados por mais de um atributo e, além disso, a configuração do conselho de administração se adequa a fatores organizacionais. O estudo contribui ainda com os próprios conselheiros, pois o conhecimento sobre quais as funções são mais importantes para cada empresa afeta a atenção e decisão sobre o uso de seus atributos para o monitoramento e fornecimento de recursos (Sánchez et al., 2017).

No entanto, os códigos de boa governança, em sua maioria, têm sua atenção voltada a questões como independência e a função de monitoramento, ignorando a importância de outros fatores relacionados à provisão de recursos (Sánchez et al., 2017). Tais preocupações, bem como o papel de aconselhamento exercidos pelos membros, deve ser observada na formulação de políticas de

governança, permitindo um equilíbrio dos papéis desempenhados pelo conselho de administração nas organizações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria de Dependência de Recursos e Conselho de Administração

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

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

Um dos primeiros estudos dessa linha foi realizado por Pfeffer (1972), que identificou que o conselho de administração tem a possibilidade de minimizar as dependências e trazer recursos, de modo que suas características, como tamanho e composição, são consideradas respostas ao ambiente organizacional. Em um levantamento bibliográfico, Hillman et al. (2009) identificaram que os primeiros estudos que examinaram os conselhos de administração pela ótica da TDR pautaram-se na análise do tamanho e de sua estrutura. Posteriormente, surgiram estudos que analisaram os impactos da estrutura do conselho de administração no desempenho financeiro das empresas. No entanto, isso não seria suficiente para comprovar a relação com a dependência de recursos. Diante dessa motivação, Hillman et al. (2000) criaram uma taxionomia dos membros do conselho de administração baseada na TDR e exploraram quais características dos conselheiros podiam ser mais importantes em um contexto de mudança, representado no estudo pela desregulação (das empresas norte americanas do setor de aviação).

Hillman et al. (2000) alegaram que cada conselheiro pode trazer diferentes recursos às organizações, seja por sua experiência em gestão, na área financeira ou na área de atividade da empresa. A partir dos resultados, os autores concluíram que à medida que os ambientes se modificam, a composição do conselho de administração também o fará, por refletir uma mudança das necessidades dos recursos e por alteração estratégica. Identificaram ainda que em períodos de maior regulação, a busca por conselheiros com conhecimento específico era maior, enquanto no período de desregulamentação predominava a busca por conselheiros influentes no ambiente (Hillman et al., 2000).

Avanços nessa linha foram alcançados pelo estudo de Hillman e Dalziel (2003), que integraram as perspectivas de agência e da dependência de recursos, salientando que a função de monitoramento e de fornecimento de recursos é desempenhada pelos membros do conselho de administração. Hillman et al. (2007) trouxeram para a TDR evidências acerca da presença das mulheres no conselho de administração. Os autores assumem uma perspectiva de que os representantes do conselho refletem as incertezas do ambiente encaradas pelas organizações. Os resultados mostram que empresas atuantes em setores dominados por uma mão de obra feminina, com pressão por legitimidade e *interlocking* com mulheres possuem, por tendência, maior concentração feminina nos conselhos.

Destaca-se ainda o estudo de Haynes e Hillman (2010), por desenvolver uma taxionomia para analisar o capital humano e social dos conselheiros. Os autores pautaram-se na investigação da *expertise* e do *interlocking* dos conselheiros, apresentando efeitos diferentes na mudança estratégica das empresas americanas. Os autores concluíram que a *expertise* tem maior influência na mudança estratégica, assim como quando o CEO possui menos poder.

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

Sánchez et al. (2017) contribuíram à literatura ao comparar o papel de monitoramento e de dependência de recursos com base nas características organizacionais de empresas europeias. Os resultados apontaram que o papel de monitoramento dos conselheiros tem maior destaque em empresas grandes, no estágio de maturidade, com propriedade dispersa e baixa tecnologia, enquanto o papel de dependência de recursos torna-se mais saliente em empresas que estão em crescimento e com concentração de propriedade.

2.2 Ciclo de vida organizacional

O ciclo de vida organizacional compreende fases distintas que resultam de mudanças em fatores internos (como escolha estratégica, recursos financeiros e habilidade gerencial) e em fatores externos (como o ambiente competitivo e fatores macroeconômicos) (Dickinson, 2011). Os estágios do ciclo de vida trazem implicações importantes para a compreensão da reação do mercado aos indicadores de desempenho (Anthony & Ramesh, 1992), uma vez que a cada fase a empresa apresenta diferentes características, estratégias e atividades. Habib e Hasan (2019) reiteram o impacto do ciclo de vida de uma empresa na estratégia de negócios, a consistir em um importante determinante da competitividade organizacional.

Anthony e Ramesh (1992) utilizaram informações contábeis para estimar três estágios do ciclo de vida, pautados nas informações de idade, crescimento de vendas, dividendos pagos e despesas de capital. A partir dessas variáveis, os autores conjecturaram que empresas nos estágios iniciais apresentam maior crescimento das vendas, enquanto empresas mais novas têm maior probabilidade de novos produtos. Por outro lado, as empresas em crescimento, por apresentarem maiores investimentos com equipamentos e novos projetos, possuem menor distribuição de dividendos.

A proposta de DeAngelo et al. (2006) baseia-se na relação do pagamento de dividendos com os lucros retidos e patrimônio líquido, de modo que empresas com elevada retenção de lucros têm maior probabilidade de pagar dividendos. Os autores identificaram que os dividendos tendem a ser pagos por empresas maduras e bem estabelecidas, pois estas têm alta rentabilidade e pouca atratividade em outros investimentos. Por outro lado, empresas mais jovens possuem amplas oportunidades de investimentos, porém, por ter recursos limitados, optam pela retenção do lucro, ao invés de distribuir dividendos.

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

O modelo proposto pela Dickinson (2011) utiliza a combinação dos valores dos fluxos de caixa operacional, investimentos e financiamento para a caracterização do estágio do ciclo de vida

das empresas. A autora salienta que a transição de um estágio para outro gera mudanças significativas nas operações e captações de recursos, refletidas no fluxo de caixa das empresas. É nesse sentido que a abordagem tem sido frequentemente adotada nas pesquisas na área de contabilidade e finanças (Faff et al., 2016; Costa et al., 2017; Oliveira & Girão, 2018; Habib & Hasan, 2019, Ames et al., 2020; Novaes & Almeida, 2020), uma vez que tal classificação dos estágios de ciclo de vida pode melhorar a captura das mudanças realizadas nas estruturas de governança (Gonçalves et al., 2019).

A classificação proposta por Dickinson (2011) é uma identificação dos estágios do ciclo de vida com base no desempenho da firma e na alocação de recursos, pois o fluxo de caixa captura diferenças de rentabilidade, crescimento e risco. No modelo apresentado pela autora, os estágios do ciclo de vida foram definidos com base no sinal positivo/negativo das atividades do fluxo de caixa, resultando em oito combinações as quais estão distribuídas em cinco estágios.

Tabela 1

Mensuração dos estágios do ciclo de vida pelo fluxo de caixa

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

Nota: com base em Dickinson (2011, p. 1974).

O estágio inicial é caracterizado pelo fluxo de caixa operacional negativo, visto que as empresas estão entrando no mercado de capitais têm um baixo número de clientes e pouca movimentação de receitas (Dickinson, 2011). Além disso, nos estágios iniciais as empresas apresentam elevados níveis de investimento, pois sua finalidade é se tornar competitiva para se inserir no mercado. Por conseguinte, os fluxos de caixa das atividades de investimento nos estágios de introdução e crescimento são negativos (Dickinson, 2011). Em relação às atividades de financiamento, seguindo a premissa da *pecking order*, as empresas recorrem, em um primeiro momento, ao endividamento bancário para sua expansão. Logo, para as empresas nos estágios iniciais (introdução e crescimento), o fluxo caixa apresenta saldo positivo (Dickinson, 2011).

No estágio de crescimento, as empresas mantêm a saída de recursos para geração de investimentos, bem como necessitam dos financiamentos externos. No entanto, o saldo do fluxo de caixa operacional se apresenta positivo, porque as margens de lucros são incrementadas devido ao aumento de investimentos (Wernerfelt, 1985; Dickinson, 2011).

Assim como no estágio de crescimento, na maturidade se mantêm o saldo positivo do fluxo de caixa operacional, devido ao conhecimento do mercado e das suas operações (Dickinson, 2011). Porém, os custos de manutenção dos ativos influenciam negativamente o fluxo de caixa de investimentos, pois mesmo que em menor grau, as empresas continuam a investir para a manutenção de capital (Wernerfelt, 1985). Além disso, ao analisar o estágio de maturidade, percebe-se que o fluxo de caixa de financiamento se torna negativo, pois as empresas buscam pagar suas dívidas e evitam realizar investimentos excessivos (Dickinson, 2011).

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

2.3 Desenvolvimento das hipóteses da pesquisa

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

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

A literatura, em seus diferentes modelos, comporta que há uma variação nos desafios e oportunidades de cada ciclo de vida. Jawahar e McLaughlin (2001) citam que as mudanças nas necessidades de recursos, a sofisticação e complexidade dos sistemas e estruturas e as capacidades gerenciais caracterizam as diferenças nos estágios do ciclo de vida. Perrault e McHugh (2015) lançaram um olhar sobre as escolhas estratégicas que as empresas se envolvem para obter, manter ou reparar legitimidade. Para tal, os autores propuseram um *framework* das principais características do conselho de administração (tamanho, independência, *expertise* e diversidade), a partir de quatro estágios do ciclo de vida organizacional (empreendedor, crescimento, maturidade e declínio).

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

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

O estágio de maturidade é caracterizado por Perrault e McHugh (2015) como um ambiente interno e externo mais complexo, seja pela heterogeneidade do grupo de *stakeholders*, ou pela formalização das estruturas organizacionais. No conselho de administração isso pode ser refletido pela cooptação de conselheiros estratégicos e inserção de conselheiros representantes dos principais *stakeholders*, independência e maior preocupação com a diversidade do conselho (Coles et al., 2014).

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

Consistente com a TDR, Balogh (2016) identificou que empresas maduras têm conselhos maiores e maior diversidade de *expertise*, incluído áreas além da gestão. A teoria também sugere que o problema da agência é atenuado por empresas maduras através da presença de conselheiros independentes. O autor considera que as empresas nos estágios de crescimento e maturidade (comparado com o estágio de introdução), por terem maior complexidade nas operações, têm conselhos maiores e maior diversidade de *expertise*. Como resultado, Balogh (2016) acredita que as características do conselho de administração diferem nas empresas em crescimento e em declínio.

Gonçalves et al. (2019) identificaram que as firmas no estágio de maturidade possuem menos características de monitoramento do que aquelas nos demais estágios. Para os autores, pelo fato de as empresas estarem em seu auge, dispendo de maior estabilidade de caixa, não necessitem tanto de reuniões, nem de conselhos extremamente ativos. Além disso, os autores evidenciaram que a independência do conselho de administração se mostra maior para firmas na maturidade quando comparadas àquelas nos estágios de crescimento e turbulência. A pesquisa mostra também que, na maturidade, mesmo com maior independência, outros elementos favoráveis ao monitoramento diminuem. Com base no exposto, assume-se a seguinte hipótese:

H₁: Empresas no estágio da maturidade apresentam uma estrutura do conselho de administração (quanto à *expertise*, *interlocking* e cooptação) diferenciada das empresas nos estágios iniciais, em crescimento ou em declínio.

3 METODOLOGIA

3.1 Seleção da amostra

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

Tabela 2

Composição da amostra de acordo com o ano de análise

Procedimento de Análise	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Composição do CA	234	234	234	234	234	234	234	234	1872
Ciclo de Vida	207	213	217	224	224	225	224	223	1963
Modelos de Regressão	156	161	167	168	161	170	170	167	1320

O período de análise compreende os anos de 2012 a 2018, estabelecido não somente pela uniformidade na contabilização durante todo o período de análise, mas pela obrigatoriedade da divulgação da Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) e dos Formulários de Referência pelas

AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO MUDAM CONFORME OS
ESTÁGIOS DO CICLO DE VIDA DA EMPRESA?

empresas. Acrescenta-se a isso, a disponibilidade dos dados nas diferentes bases de dados, considerando que a divulgação do Formulário de Referência passou a ser obrigatória apenas em 2010.

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

3.2 Variáveis da Pesquisa

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

Conforme Perrault e McHugh (2015), o tamanho do conselho tende a aumentar com o tempo e ao longo da evolução nos estágios do ciclo de vida, além de ser afetado por fatores como tamanho, complexidade da empresa e tempo de IPO. Quanto à independência do conselho de administração, os autores argumentam que a proporção de conselheiros independentes tende a aumentar com o passar do tempo, uma vez que nos estágios iniciais a empresa busca a captação de recursos e, conforme alcança maior estabilidade, tem sua preocupação voltada para aspectos como diversidade e retorno para o acionista (Coles et al., 2008).

Por sua vez, a diversidade, em geral, representada pela participação feminina no conselho de administração, passa a ser uma preocupação das empresas nos estágios mais avançados do ciclo de vida, motivado muitas vezes pela pressão dos acionistas para tal inserção (Carter et al., 2003; Perrault & McHugh, 2015). Ao abordar a importância da diversidade, Sánchez et al. (2017) ressaltam a importância de trazer diferentes *backgrounds* e experiências, além de possuir um importante valor simbólico dentro e fora da organização, de modo a influenciar na sua reputação.

Posteriormente, a literatura passou a discutir aspectos para além da estrutura do conselho de administração, como a análise das habilidades e recursos que os conselheiros podem trazer para as organizações, bem como de que forma podem contribuir e atender as necessidades das organizações (Hillman et al., 2009). Nesse sentido, buscou-se explorar no estudo a *expertise* individual dos membros do conselho de administração, tomando por base a sua formação, conforme adotado por Balogh (2016).

Tabela 3

Constructos da expertise do conselho de administração

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

Assume-se que dada a situação da empresa, o conhecimento requisitado pode ser distinto, além disso, cada conselheiro (principalmente o externo) traz diferentes recursos e ligações ao

conselho da organização. Hillman et al. (2000) apresentam em sua taxinomia que a *expertise* em gestão revela conselheiros com maior conhecimento em tomada de decisão, competitividade e resolução de problemas. Além disso, os autores destacam que os conselheiros com *expertise* em áreas de suporte fornecem um conhecimento específico de uma área de atividades e podem fornecer assistência em áreas jurídicas, relações públicas e governamentais. Para fins de análise dos modelos, a *expertise* dos conselheiros foi atrelada a sua formação, uma vez que cada especialidade possui um enfoque mais de gestão, suporte legal ou operacional.

Seguindo o enfoque de explorar as características do conselho de administração, vislumbra-se a necessidade de observar o capital social do conselho de administração, representado pela capacidade dos membros em obter recursos pelas redes de relacionamento. Tais redes são denominadas por *interlocking*, que visam analisar a atuação dos conselheiros em conselhos de administração de outras organizações, devido principalmente aos benefícios de longo prazo que podem trazer às organizações (Hillman & Dalziel, 2003). Boyd (1990) relata os benefícios dos membros, denominados como ricos em recursos, citando o compartilhamento de informações e conhecimento para determinar estratégias e lidar com a incerteza do ambiente.

Tabela 4

Constructos do board interlocking

Variável	Rótulo	Mensuração	Autores
Grau de Centralidade	(Grau)	Número de ligações diretas de um ator com outros participantes da rede	Bonacich (1987), Hillman e Dalziel (2003), Haynes e Hillman (2010), Dalziel et al. (2011).
Grau de intermediação	(Inter)	Número de ligações indiretas de um ator com outros participantes da rede	
Grau de Centralidade e intermediação com o setor financeiro	(GrauFin e InterFin)	Número de ligações diretas e indiretas que um conselheiro possui com outros conselheiros de empresas pertencentes ao setor financeiro.	Haynes e Hillman (2010) e Ortiz-de-Mandojana et al. (2012).
Grau de Centralidade e intermediação com o setor de atuação	(GrauSet e GrauSet)	Número de ligações diretas e indiretas que um conselheiro possui com outros conselheiros de empresas pertencentes ao mesmo setor de atuação.	

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

Nas abordagens mais recentes, a cooptação surge como um novo elemento para alcançar maior robustez às análises que abordam o conselho de administração, mediante a análise da vinda de fontes externas que mantem relações de interdependência para dentro da organização (Coles et al., 2014). Todavia, tal conceito, definido pela presença de representantes de organizações do ambiente em comitês ou conselhos de administração, como uma estratégia para o acesso a recursos, troca de informações e geração de legitimidade, já havia sido introduzido por Pfeffer & Salancik (1978).

Destaca-se que nos primeiros estudos a mensuração da cooptação foi direcionada para a presença de membros do governo ou membros com impacto na sociedade. Com o estudo publicado por Coles et al. (2014), entende-se a cooptação como os membros do conselho de administração que assumiram sua posição após a posse do CEO. A medida proposta por Coles et al. (2014) busca captar os conselheiros que entraram na empresa quando da posse do novo CEO, observando-se os recursos e conhecimentos que tais conselheiros trouxeram para a organização (Hillman et al., 2009). Além disso, observaram-se mudanças na estrutura do conselho de administração após a troca do CEO (Coles et al., 2014). As variáveis utilizadas para caracterizar a cooptação são apresentadas na Tabela 5.

AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO MUDAM CONFORME OS ESTÁGIOS DO CICLO DE VIDA DA EMPRESA?

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

Tabela 5

Constructos da cooptação do conselho de administração

Variável	Rótulo	Mensuração	Autores
Cooptação	(Total)	Número de conselheiros modificados no conselho de administração após a posse no novo CEO.	Coles et al. (2014).
Diversidade dos Cooptados	(Fem)	Número de conselheiros do gênero feminino cooptados.	Adaptado a partir do estudo de Coles et al. (2014).
Cooptados independentes	(Indep)	Número de conselheiros independentes cooptados.	Coles et al. (2014).

Com base no levantamento da literatura da TDR, as variáveis de controle adotadas na pesquisa correspondem ao tamanho da empresa (logaritmo da receita de vendas), idade da empresa, retorno sobre o ativo (EBITDA/Ativo Total), crescimento da empresa (percentual de variação das vendas), endividamento e *market-to-book* (Hillman et al., 2000; Shen & Cannella Jr., 2002).

Além disso, as empresas foram segregadas por seus setores, criando-se variáveis *dummy* para empresas familiares e empresas governamentais, pois sua presença pode impactar diferentemente os resultados (Sánchez et al., 2017). As empresas familiares tenderiam a focar mais na maximização do valor da firma, consolidando estratégias de longo prazo, como fusões ou aquisições (Hillman et al., 2009). Por outro lado, empresas estatais tendem a sofrer influência no sentido de estratégias de curto prazo, o que pode levar a cooptação de conselheiros e alteração de estrutura de capital.

3.3 Procedimento de Análise dos Dados

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

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

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

Os modelos foram testados para os pressupostos do estimador OLS, que segundo Wooldridge (2010) são: (i) normalidade dos resíduos (relaxada considerando o Teorema Central do Limite); (ii)

multicolinearidade (destacada na estatística VIF - *Variance Inflation Factor*); (iii) autocorrelação residual (destacada na estatística de Durbin-Watson); e (iv) heterocedasticidade na variância residual (controlada pela correção para erros robustos). O modelo é de um Painel de Dados com controle de Efeitos Fixos para Ano e Setor. Esta escolha se dá por ser um painel desbalanceado e por não ser objetivo deste estudo investigar os efeitos aleatórios que as empresas podem ter individualmente.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

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

Tabela 6

Estatística descritiva das características do conselho de administração

Setor de atuação	Tam	Fem	Ind	Formação							
				Adm	Cont	Eco	Adv	Eng	TI	Saú	
Bens Industriais	6,3	12,6	22,4	20,5	2,7	13,5	13,6	30,9	0,0	0,3	
Comunicações	7,8	3,8	1,9	18,0	1,8	13,7	17,9	38,4	0,7	0,0	
Consumo Cíclico	6,1	8,7	28,9	29,8	3,1	13,0	9,8	26,6	0,3	1,4	
Consumo não Cíclico	6,5	9,2	23,7	23,1	1,6	12,8	13,3	24,1	0,0	2,4	
Materiais Básicos	6,7	11,8	13,4	16,5	0,5	12,5	17,7	25,2	0,2	0,2	
Petróleo, Gás e Biocomb.	5,3	5,7	31,6	18,0	7,6	19,5	8,6	47,8	0,0	0,0	
Saúde	6,2	4,7	22,9	18,4	5,1	15,7	7,6	26,1	0,0	9,6	
Tecnologia da Informação	4,7	9,5	35,5	35,0	0,5	12,9	2,0	38,9	1,0	0,0	
Utilidade Pública	7,8	9,0	14,8	15,5	2,7	17,1	14,6	37,9	0,7	0,9	
Total	6,6	9,5	22,0	21,9	2,7	14,2	12,5	30,3	0,3	1,5	
Teste ANOVA	Estatística F	13,82	1,72	12,06	7,46	7,66	5,93	11,41	33,25	2,20	35,38
	<i>p</i> -valor	0,000	0,089	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,025	0,000
Kruskal-Wallis	Estatística χ^2	119,6	13,48	84,24	65,27	21,93	23,25	89,17	205,6	23,68	38,37
	<i>p</i> -valor	0,000	0,096	0,000	0,000	0,005	0,003	0,000	0,000	0,003	0,000

Nota: Foram realizados os testes ANOVA e seu equivalente Não-Paramétrico, Kruskal-Wallis.

Os resultados destacam que: (i) o tamanho médio dos conselhos de administração é de aproximadamente sete membros; (ii) o setor de Tecnologia da Informação possui, em média, cinco membros, o que está abaixo dos demais setores; (iii) a presença de mulheres nos conselhos também é baixa (9%); (iv) os setores com maior independência são aqueles onde há pouca inserção de empresas governamentais, com exceção do setor de Comunicações; e (v) há uma predominância de profissionais formados em Engenharias e Administração. Os resultados da Tabela 6 indicam também que há, para todas as características de formação do conselho de administração das empresas, particularidades entre os setores. A única característica que tal afirmação só pode ser assumida verdadeira, apenas com significância de 10%, é de membros femininas no conselho.

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

A razão de analisar o *interlocking* com o setor financeiro, é para investigar se há uma tendência de obtenção de novas fontes de financiamento de menor custo, como uma estratégia de controle das interdependências. O *interlocking* entre empresas do mesmo setor de atuação pode estar relacionado a uma estratégia para obtenção de novos procedimentos operacionais, como o controle da cadeia de

AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO MUDAM CONFORME OS ESTÁGIOS DO CICLO DE VIDA DA EMPRESA?

valor e suprimentos. Nesse sentido, Ortiz-de-Mandojana et al. (2012) salientam que a influência do *interlocking* dos conselheiros varia conforme os tipos de recursos que a organização necessita.

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

Tabela 7

Estatística descritiva do interlocking dos membros do conselho de administração

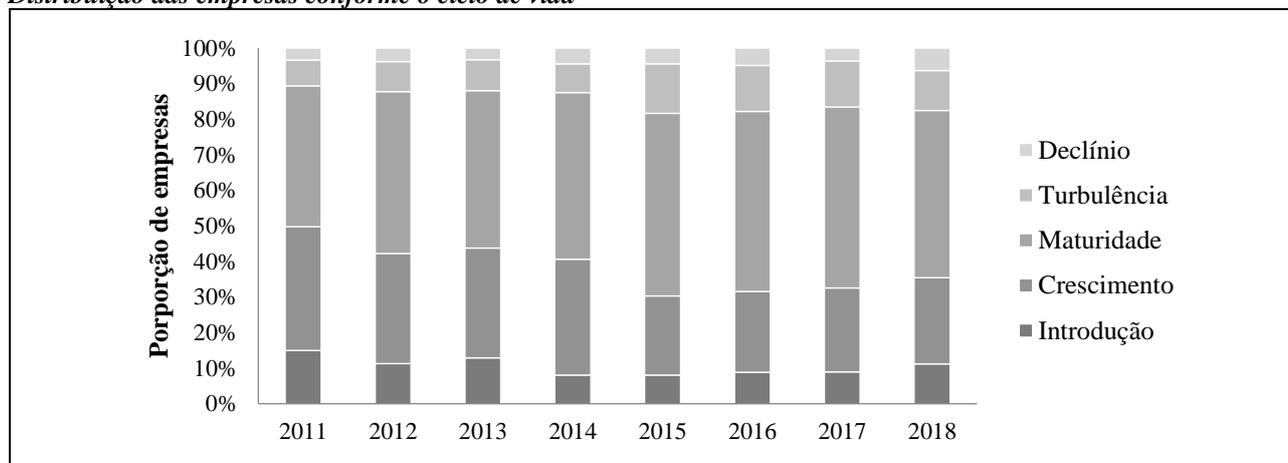
Setor de atuação	Geral		Financeiro		Setor		
	Grau	Inter	Grau	Inter	Grau	Inter	
Bens Industriais	1,99	5,58	0,26	0,65	0,28	0,60	
Comunicações	1,46	7,25	0,00	1,21	0,13	0,08	
Consumo Cíclico	2,27	6,89	0,43	0,83	0,86	1,92	
Consumo não Cíclico	2,04	6,97	0,29	0,97	0,18	0,39	
Materiais Básicos	2,42	7,84	0,49	0,86	0,46	0,73	
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4,06	13,92	0,77	1,69	0,04	0,60	
Saúde	1,83	5,59	0,11	0,51	0,32	0,26	
Tecnologia da Informação	1,78	7,63	0,53	0,73	0,00	0,28	
Utilidade Pública	2,42	5,60	0,22	0,51	1,44	2,08	
Total	2,23	6,58	0,33	0,75	0,67	1,23	
Teste ANOVA	Estatística F	9,25	12,87	10,40	6,13	31,82	22,25
	p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kruskal-Wallis	Estatística χ^2	53,98	59,40	46,72	28,83	179,44	108,50
	p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota: Foram realizados os testes ANOVA e seu equivalente Não-Paramétrico, Kruskal-Wallis.

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

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

Figura 1

Distribuição das empresas conforme o ciclo de vida

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

Tabela 8

Estatística descritiva do ciclo de vida das empresas

	Painel A – Características médias do CA frente ao estágio do Ciclo de Vida das empresas					ANOVA	Kruskal Wallis
	Introdução	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Declínio		
Tamanho	7,2	7,0	6,8	6,3	6,5	1,74	10,73**
Feminino	7,3%	9,3%	9,3%	8,8%	12,2%	1,21	7,59
Independência	19,7%	21,8%	23,5%	24,1%	24,3%	0,65	3,47
Centralidade de Grau	2,1	2,5	2,4	2,3	1,5	1,96*	10,46**
Centralidade de Intermediação	6,3	7,4	7,2	6,6	4,6	1,17	8,26*
Cooptação	1,70	2,29	1,76	1,00	1,67	2,45**	10,41**

Nota: *, **, *** representam os respectivos níveis de significância 10%, 5% e 1%.

Ao se analisar a estrutura de propriedade da amostra, verifica-se, em suma, que 50% das empresas analisadas são caracterizadas como familiares e 10% com propriedade predominantemente do governo. Esta classificação considera como familiar ou governamental as empresas que possuem ao menos 20% das ações ordinárias em poder da família ou do governo, ou que haja pelo menos dois membros indicados pela família ou pelo governo no conselho de administração. Neste caso, é possível verificar que pelo menos 60% das empresas analisadas no estudo fazem parte desses dois grupos.

4.2 Resultados das regressões múltiplas

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

AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO MUDAM CONFORME OS ESTÁGIOS DO CICLO DE VIDA DA EMPRESA?

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

Tabela 9

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

Painel A – Análise das Características do Conselho de Administração						
	Total	Feminina	Independência	Gestão	Suporte	Jurídica
Maturidade	-0,247** (0,099)	-0,047 (0,036)	-0,021 (0,065)	-0,191*** (0,071)	0,008 (0,068)	0,018 (0,041)
Familiar	0,057 (0,12)	-0,035 (0,036)	0,031 (0,083)	0,067 (0,076)	0,124* (0,073)	-0,006 (0,041)
Governo	-0,118 (0,183)	0,102 (0,109)	0,042 (0,159)	-0,095 (0,142)	0,060 (0,173)	0,008 (0,107)
Constante	0,740 (0,681)	0,007 (0,225)	-0,431 (0,403)	-0,054 (0,454)	-0,192 (0,451)	0,039 (0,276)
R ²	0,087	0,037	0,029	0,047	0,365	0,029
N (obs.)	1.161	1.161	1.161	1.161	1.161	1.161
F	2,31	1,76	1,50	1,54	14,00	1,10
Sig.	0,000	0,013	0,057	0,046	0,000	0,341
Joint-F Test	6,7	1,74	0,11	7,26	0,01	0,20
Sig - Joint-F	0,013	0,188	0,746	0,007	0,909	0,652
Painel B – Análise do Interlocking						
	Grau	Intermediação	Grau Financeiro	Intermediação Financeiro	Grau Setor	Intermediação Setor
Maturidade	-0,008 (0,094)	0,137 (0,361)	-0,007 (0,033)	-0,095 (0,082)	-0,035 (0,042)	-0,043 (0,093)
Familiar	0,054 (0,113)	-0,042 (0,418)	0,018 (0,043)	-0,004 (0,106)	0,019 (0,044)	-0,032 (0,098)
Governo	-0,090 (0,187)	-0,061 (0,664)	0,013 (0,066)	-0,155 (0,154)	-0,030 (0,1)	0,010 (0,216)
Constante	0,008 (0,701)	0,542 (2,515)	-0,124 (0,251)	-0,205 (0,589)	-0,140 (0,275)	-0,046 (0,588)
R ²	0,017	0,022	0,008	0,018	0,037	0,035
N (obs.)	1.161	1.161	1.161	1.161	1.161	1.161
F	0,98	1,18	0,71	0,92	1,60	1,56
Sig	0,485	0,254	0,850	0,574	0,033	0,042
Joint-F Test	0,01	0,14	0,05	1,36	0,70	0,22
Sig - Joint-F	0,932	0,704	0,832	0,245	0,404	0,642

Notas: (*) significância a 0,1; (**) significância a 0,05; (***) significância a 0,01. Os valores entre parênteses são referentes ao erro padrão do coeficiente estimado. O modelo considerou como controles tamanho, idade da empresa, ROA, crescimento, endividamento, *market-to-book*, controlou-se ainda os efeitos fixos de ano e setor.

Tabela 10

Ciclo de vida e mudanças no conselho de administração

	Painel A - Análise das Características do Conselho de Administração					
	Total	Feminina	Independência	Gestão	Suporte	Jurídico
Introdução	0,058 (0,206)	-0,053 (0,069)	0,059 (0,141)	0,093 (0,117)	-0,067 (0,131)	-0,081 (0,092)
Crescimento	0,343*** (0,114)	0,072* (0,043)	0,086 (0,078)	0,303*** (0,084)	0,042 (0,079)	0,018 (0,045)
Turbulência	0,187 (0,166)	0,081 (0,053)	-0,169 (0,113)	0,078 (0,12)	-0,116 (0,12)	-0,078 (0,062)
Declínio	0,025 (0,25)	-0,042 (0,127)	-0,038 (0,118)	-0,202 (0,146)	0,038 (0,173)	-0,007 (0,155)
Familiar	0,061 (0,12)	-0,033 (0,036)	0,031 (0,083)	0,071 (0,076)	0,125* (0,073)	-0,005 (0,041)
Governo	-0,127 (0,186)	0,108 (0,106)	0,010 (0,161)	-0,117 (0,143)	0,046 (0,174)	0,000 (0,107)
Constante	0,640 (0,689)	0,009 (0,234)	-0,388 (0,401)	-0,044 (0,469)	-0,156 (0,454)	0,086 (0,274)
R ²	0,089	0,041	0,033	0,055	0,366	0,031
N (obs.)	1.161	1.161	1.161	1.161	1.161	1.161
F	2,23	1,74	1,47	1,84	12,98	1,28
Sig	0,000	0,011	0,057	0,006	0,000	0,157
Joint-F Test	2,42	1,52	1,13	4,58	0,46	0,70
Sig - Joint-F	0,047	0,195	0,340	0,001	0,765	0,590
Painel B – Análise do Interlocking						
	Grau	Intermediação	Grau Financeiro	Intermediação Financeiro	Grau Setor	Intermediação Setor
Introdução	0,042 (0,159)	-0,114 (0,667)	0,033 (0,038)	0,213 (0,142)	0,123 (0,087)	0,235 (0,196)
Crescimento	0,073 (0,111)	-0,066 (0,419)	0,034 (0,044)	0,075 (0,097)	0,039 (0,049)	0,028 (0,103)
Turbulência	-0,165 (0,148)	-0,431 (0,59)	-0,057 (0,053)	0,043 (0,138)	-0,017 (0,068)	0,012 (0,176)
Declínio	-0,086 (0,203)	0,117 (0,705)	-0,083 (0,08)	0,170 (0,234)	-0,029 (0,1)	-0,164 (0,228)
Familiar	0,055 (0,113)	-0,043 (0,418)	0,019 (0,043)	-0,006 (0,106)	0,018 (0,044)	-0,034 (0,097)
Governo	-0,119 (0,188)	-0,104 (0,67)	0,000 (0,065)	-0,165 (0,154)	-0,042 (0,101)	-0,004 (0,218)
Constante	0,073 (0,697)	0,660 (2,529)	-0,087 (0,249)	-0,344 (0,598)	-0,160 (0,281)	-0,054 (0,593)
R ²	0,019	0,022	0,011	0,019	0,039	0,037
N (obs.)	1.161	1.161	1.161	1.161	1.161	1.161
F	0,94	1,08	0,83	0,84	1,52	1,41
Sig	0,552	0,357	0,716	0,695	0,042	0,080
Joint-F Test	0,63	0,16	0,96	0,65	0,72	0,57
Sig - Joint-F	0,639	0,958	0,428	0,630	0,576	0,684

Notas: (*) significância a 0,1; (**) significância a 0,05; (***) significância a 0,01. Os valores entre parênteses são referentes ao erro padrão do coeficiente estimado. O modelo considerou como controles tamanho, idade da empresa, ROA, crescimento, endividamento, *market-to-book*. Controlou-se ainda os efeitos fixos de ano e setor. Fonte: elaboração própria.

No segundo procedimento de análise aplicado para esta situação, buscou-se verificar se haveria a distinção das mudanças ocorridas no conselho de administração, considerando os demais

estágios do ciclo de vida. Os resultados apresentados na Tabela 10 mostram um efeito mais forte para o estágio de crescimento, sendo significativo para os modelos que explicam a cooptação total, de membros do gênero feminino e de formação em gestão. Segundo o modelo utilizado para este estudo, o estágio de crescimento é aquele em que a empresa possui parte do caixa gerado pelas atividades operacionais e parte por financiamentos, implicando no aumento do endividamento em proporção semelhante. Desta forma, a relação positiva para esta relação pode ser um indicativo de que a empresa está buscando novas estratégias para melhoria de seu modelo financeiro. Para ambos os modelos mencionados, as variáveis relacionadas ao estágio do ciclo de vida organizacional foram confirmadas (pelo *joint-F test*) como tendo potencial explicativo das variáveis de cooptação.

De modo geral, nesta seção foi possível confirmar que os estágios do ciclo de vida organizacional, especialmente a maturidade e o crescimento, se distinguem em efeitos das mudanças do conselho de administração. Para o caso da maturidade, há uma tendência significativa de redução do nível de cooptação de membros para o conselho de administração, mostrando que pode haver uma baixa necessidade de reafirmação dos controles das interdependências. Conforme evidenciado por Gonçalves et al. (2019), as empresas no estágio de maturidade possuem menos características de monitoramento do que firmas nos demais estágios, como previu a primeira hipótese. Os autores justificam que as empresas na maturidade dispõem de maior estabilidade de caixa, por consequência, não necessitam tanto de reuniões, nem de conselhos extremamente ativos. Além disso, os autores evidenciaram que na maturidade, mesmo com maior independência, outros elementos favoráveis ao monitoramento diminuem.

O estágio do crescimento se mostrou em um sentido oposto, tendo um aumento no número de cooptações de membros. Diante desses resultados, confirma-se a hipótese (H1), de que empresas que se encontram no estágio da maturidade apresentam uma estrutura do conselho de administração diferenciada das demais empresas, conforme esperado por Balogh (2016). Em especial, a confirmação foi mais bem observada para empresas em estágio de crescimento, visto que foi o estágio que aferiu significância aos testes de mudanças totais, mudanças de membros femininos e com experiência e formação em gestão. Conforme observado pelos estudos de Bonn e Pettigrew (2009) e Perrault e McHugh (2015), na fase de crescimento as empresas ampliam sua produção e buscam alcançar maior legitimidade com os investidores.

5 CONCLUSÃO

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

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

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

A partir dos resultados das regressões, verificou-se que nas empresas classificadas no estágio de maturidade têm-se uma redução no número de membros do conselho de administração, na cooptação de membros com *expertise* na área de gestão, resultado contrário ao evidenciado por

Balogh (2016). Por outro lado, nas empresas pertencentes ao estágio de crescimento, teve-se um incremento na cooptação de membros com *expertise* nas áreas de gestão. De modo geral, averiguou-se que os estágios do ciclo de vida organizacional (maturidade e o crescimento) apresentam efeitos distintos nas mudanças do conselho de administração.

Este artigo buscou avançar introduzindo a cooptação e o *interlocking* com o setor de atuação e setor financeiro como *proxy* de aspectos comportamentais dentro do conselho. Isso traz implicações para os próprios conselheiros, que podem ser caracterizados por mais de um atributo, por exemplo, ser independentes e com bons vínculos. Nesse sentido, compreender as motivações e capacidades dos conselheiros no cumprimento de suas funções, pode ser uma área de pesquisa com potencial a ser explorado em estudos futuros.

Além disso, é necessário continuar as investigações no que tange a identificar novas fontes e maneiras de analisar as características estruturais ou a composição do conselho de administração. Buscar variáveis explicativas acerca da eficácia das funções a ser desempenhadas pelo conselho, seja de monitoramento ou de provisão de recursos. Estende-se que tais preocupações também deveriam ser observadas na formulação de políticas de governança. Por fim, considera-se que a pesquisa pode ser de interesse para aqueles que buscam estabelecer uma estrutura e composição dos conselhos de forma mais adequada para suas empresas.

REFERÊNCIAS

- Aldrich, H. E., & Pfeffer, J. (1976). Environments of organizations. *Annual Review of Sociology*, 2(1), 79-105. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2019-0027>
- Ames, D., Coyne, J., & Kim, K. (2020). The impact of life cycle stage on firm acquisitions. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(2), 223-241. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2019-0027>
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 203-227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)
- Balogh, A. (2016). Does life-cycle influence board composition? *Working paper*. Available at SSRN 2851327, University of Sydney. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2851327>
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Bonacich, P. (1987). Power and centrality: A family of measures. *American Journal of Sociology*, 92(5), 1170-1182. <https://doi.org/10.1086/228631>
- Bonn, I., & Pettigrew, A. (2009). Towards a dynamic theory of boards: An organizational life cycle approach. *Journal of Management & Organization*, 15(1), 2-16. <https://doi.org/10.5172/jmo.837.15.1.2>
- Boyd, B. (1990). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, 11(6), 419-430. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110602>
- Cameron, K. S., Kim, M. U., & Whetten, D. A. (1987). Organizational effects of decline and turbulence. *Administrative Science Quarterly*, 32 (2), 222-240. <https://doi.org/10.2307/2393127>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38(1), 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Chen, H. L. (2014). Board capital, CEO power and R&D investment in electronics firms. *Corporate Governance: An International Review*, 22(5), 422-436. <https://doi.org/10.1111/corg.12076>
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2014). Co-opted boards. *The Review of Financial Studies*, 27(6), 1751-1796. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu011>
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Costa, W. B. da, Macedo, M. A. da S., Yokoyama, K. Y., & Almeida, J. E. F. de. (2017). The determinants of the life cycle stages of Brazilian public companies: A study based on financial accounting variables. *Brazilian Business Review*, 14(3), 304-320. <https://doi.org/10.15728/bbr.2017.14.3.3>
- Daily, C. M. (1995). The relationship between board composition and leadership structure and bankruptcy reorganization outcomes. *Journal of Management*, 21(6), 1041-1056. <https://doi.org/10.1177/014920639502100602>

- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617. <https://doi.org/10.5465/256801>
- Daily, C. M., McDougall, P. P., Covin, J. G., & Dalton, D. R. (2002). Governance and strategic leadership in entrepreneurial firms. *Journal of Management*, 28(3), 387-412. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(02\)00133-2](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(02)00133-2)
- Dalziel, T., Gentry, R. J., & Bowerman, M. (2011). An integrated agency–resource dependence view of the influence of directors' human and relational capital on firms' R&D spending. *Journal of Management Studies*, 48(6), 1217-1242. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/ contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., & Wong, G. (2016). Do corporate policies follow a life-cycle?. *Journal of Banking & Finance*, 69, 95–107. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.009>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2016). *Análise de dados: Modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®*. Elsevier Brasil.
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279. <https://doi.org/10.1108/17439130610705481>
- Gonçalves, F. F., Almeida, J. E. F., Bortolon, P. M., & Pündrich, G. P. (2019). O ciclo de vida das firmas e as características do conselho de administração. *Anais do X Congresso Nacional de Administração e Contabilidade-AdCont 2019*. IAG| PUC-Rio.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*, 61, 188-201. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.004>
- Haynes, K. T., & Hillman, A. (2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1145-1163. <https://doi.org/10.1002/smj.859>
- 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>
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
- Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella Jr, A. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.26279222>
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: a review. *Journal of Management*, 35(6), 1404-1427. <https://doi.org/10.1177/0149206309343469>
- Jawahar, I. M., & McLaughlin, G. L. (2001). Toward a descriptive stakeholder theory: An organizational life cycle approach. *Academy of Management Review*, 26(3), 397-414. <https://doi.org/10.5465/amr.2001.4845803>
- Lynall, M. D., Golden, B. R., & Hillman, A. J. (2003). Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view. *Academy of Management Review*, 28(3), 416-431. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196743>
- Perrault, E., & McHugh, P. (2015). Toward a life cycle theory of board evolution: Considering firm legitimacy. *Journal of Management & Organization*, 21(5), 627-649. <https://doi.org/10.1017/jmo.2014.92>
- 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>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Novaes, P. V., & Almeida, J. E. (2020). The role of firms' life cycle stages on voluntary disclosure and cost of equity capital in Brazilian public companies. *Brazilian Business Review*, 17, 601-620. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.6.1>
- O'Connor, T. & Byrne, J. (2015). Governance and corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 11 (1), 23-43. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2013-0033>

- Oliveira, A. S. de, & Girão, L. F. de A. P. (2018). Acurácia na previsão de lucros e os estágios do ciclo de vida organizacional: Evidências no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 12(1), 121-144. <https://doi.org/10.17524/repec.v12i1.1530>
- Ortiz-de-Mandojana, N., Aragón-Correa, J. A., Delgado-Ceballos, J., & Ferrón-Vílchez, V. (2012). The effect of director interlocks on firms' adoption of proactive environmental strategies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 164-178. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00893.x>
- Sánchez, L. P. C., Guerrero-Villegas, J., & González, J. M. H. (2017). The influence of organizational factors on board roles. *Management Decision*, 55(5), 842-871. <https://doi.org/10.1108/MD-12-2015-0566>
- Shen, W., & Cannella Jr, A. A. (2002). Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Academy of Management Journal*, 45(4), 717-733. <https://doi.org/10.5465/3069306>
- Wernerfelt, B. (1985). The dynamics of prices and market shares over the product life cycle. *Management Science*, 31(8), 928-939. <https://doi.org/10.1287/mnsc.31.8.928>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>