

CONSELHO FISCAL, RELEVÂNCIA E INFORMATIVIDADE DA INFORMAÇÃO
CONTÁBIL NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO¹

*FISCAL BOARD, RELEVANCE AND INFORMATIVENESS OF ACCOUNTING INFORMATION
IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET*

Isac de Freitas Brandão

Doutor em Administração e Controladoria (UFCE)

Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará (IFCE)

isac.f.brandao@gmail.com

RESUMO

Objetivo: Analisou-se a relação de características do conselho fiscal com a relevância e a informatividade da informação contábil no processo de precificação de ações das empresas brasileiras de capital aberto.

Fundamento: Conflitos de agência podem refletir negativamente na qualidade da informação contábil, reduzindo sua relevância e informatividade. O conselho fiscal é um mecanismo interno de governança corporativa que pode mitigar estes conflitos, contribuindo para a elevar a qualidade da informação contábil e sua utilidade no processo de precificação de ações e, conseqüentemente, elevar sua relevância e informatividade.

Método: A amostra foi composta por um painel balanceado de 101 empresas listadas na Brasil, Bolsa Balcão no período 2010-2020. Por meio de estimações com método dos momentos generalizados sistêmico foi analisado o efeito moderador de características do conselho fiscal (instalação, tamanho e composição) sobre a relação entre informações contábeis e preço (relevância) e retorno anormal (informatividade) das ações.

Resultados: A instalação do conselho fiscal permanentemente e com cinco membros modera positivamente as relações entre patrimônio líquido e preço da ação (relevância) e entre variação do patrimônio líquido e retorno anormal da ação (informatividade). A presença de conselheiros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas, por sua vez, apresentou efeito moderador positivo sobre a relação entre variação do lucro líquido e retorno anormal da ação (informatividade).

Contribuições: Os achados da pesquisa revelam que características do conselho fiscal (instalação, tamanho e composição) estão associadas à relevância e informatividade da informação contábil. Estes achados indicam que o conselho fiscal, quando instalado conforme as boas práticas de governança corporativa, pode contribuir para a redução de conflitos de agência e assimetria informacional no mercado de capitais brasileiro, elevando a utilidade da informação contábil para no processo de precificação de ações.

¹ Artigo recebido em: 15/01/2022. Revisado por pares em: 22/06/2023. Reformulado em: 12/09/2023. Recomendado para publicação: 20/09/2023 por Vagner Antônio Marques (Editor Adjunto). Publicado em: 26/03/2024. Organização responsável pelo periódico: UFPB

Palavras-chave: Conselho fiscal. Relevância da informação contábil. Informatividade da informação contábil. Governança corporativa.

ABSTRACT

Objective: This study analyzed the relationship between the characteristics of the fiscal board and the relevance and informativeness of the accounting information in the stock pricing process of publicly traded Brazilian companies.

Background: Agency conflicts can reflect negatively on the quality of accounting information, reducing its relevance and informativeness. The fiscal board is an internal corporate governance mechanism that can mitigate these conflicts, contributing to raise the quality of accounting information and its usefulness in the stock pricing process, and, consequently, increase their relevance and informativeness.

Method: The sample was composed of a balanced panel of 101 companies listed in Brasil, Bolsa Balcão in the period 2010-2020. Through estimations with systemic generalized method of moments the moderating effect of fiscal board characteristics (installation, size, and composition) on the relationship between accounting information and stock price (relevance) and abnormal return (informativeness) was analyzed.

Results: The installation of a permanent five-member fiscal board positively moderates the relationship between stock price and shareholders' equity (relevance) and between variation in stock price and abnormal stock return (informativeness). The presence of board members appointed by minority/preferential shareholders, in turn, had a positive moderating effect on the relationship between variation in net income and abnormal stock return (informativeness).

Contributions: The research findings reveal that the characteristics of the fiscal board (installation, size and composition) are associated with the relevance and informativeness of accounting information. These findings indicate that the fiscal board, when installed in accordance with good corporate governance practices, can contribute to reducing agency conflicts and informational asymmetry in the Brazilian capital market, increasing the usefulness of accounting information in the share pricing process.

Keywords: Fiscal board. Relevance of accounting information. Informativeness of accounting information. Corporate governance.

1 INTRODUÇÃO

A Contabilidade é vista como mecanismo de governança corporativa reduzir a assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*, contribuindo para a redução dos conflitos de agência decorrentes da separação entre propriedade e gestão nas sociedades anônimas de capital aberto (Lopes & Martins, 2005; Silva, Takamatsu & Avelino, 2017). Para que a Contabilidade cumpra este papel, entretanto, faz-se necessário que a informação divulgada seja útil à tomada de decisões, o que é alcançado quando a informação contábil detém as características de relevância e representação fidedigna (Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC], 2019). No mercado de capitais a utilidade da informação contábil pode ser investigada por sua relevância e informatividade, medidas respectivamente pelo efeito de informações geradas pela contabilidade sobre preço e retorno das ações (Barth, Beaver, & Landsman, 2001).

A eficácia da Contabilidade como redutora de assimetria informacional, entretanto, pode ser prejudicada pelos conflitos de agência, dado que o processo contábil é responsabilidade da própria empresa, estando sujeito à interferência da gestão (Sloan, 2001). Uma vez que a informação contábil é produzida pela gestão da empresa, sujeita a conflitos de agência com investidores externos, a qualidade dos mecanismos de governança pode reduzir o comportamento oportunista da

gestão, melhorando a qualidade dos relatórios financeiros (Brown, Beekes, & Verhoeven, 2011; Silva et al., 2017).

No Brasil, a baixa proteção legal e o fraco *enforcement* aumentam a importância de mecanismos internos de governança corporativa (Claessens & Yurtoglu, 2013). Dentre estes mecanismos a legislação brasileira prevê a instalação do conselho fiscal, órgão de instalação facultativa ligado diretamente à assembleia geral dos sócios. Entre as funções do conselho fiscal está a de fiscalizar atos da administração e oferecer opinião acerca dos demonstrativos financeiros examinados por auditor externo (Tinoco, Escuder, & Yoshitake, 2011). Um conselho fiscal eficaz, neste contexto, deve reduzir o comportamento oportunista de gestores e acionistas controladores, contribuindo para a maior qualidade da informação contábil. Empiricamente, pesquisas têm mostrado que a instalação do conselho fiscal está associada à melhoria de atributos da qualidade da informação contábil (Baioco & Almeida, 2017; Carvalho, Luca, Cardoso, & Vasconcelos, 2018; Trapp, 2009).

Embora seja um órgão previsto na legislação societária brasileira, o conselho fiscal é de instalação facultativa. Ademais, as boas práticas de governança corporativa recomendadas para o conselho fiscal prezam por sua instalação em caráter permanente (Pontes, 2009; Silva, 2017), com liberdade de atuação individual de seus membros (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2015; Lamb, 2014) e prevalência de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas (IBGC, 2015). Neste sentido, a forma de instalação, o tamanho e a composição são características do conselho fiscal que podem influenciar sua efetividade em melhorar a qualidade da informação contábil, afetando a relevância e a informatividade desta informação no processo de precificação das ações das empresas brasileiras de capital aberto.

Visto que a legislação brasileira não obriga empresas a instalar o conselho fiscal em sua estrutura de governança e que as informações sobre a instalação, tamanho e composição deste órgão são divulgadas de forma ampla, investidores podem considerar as características do conselho fiscal quando avaliam a qualidade da informação contábil divulgada e sua utilidade para a precificação das ações da empresa. Neste sentido, o trabalho foi desenvolvido a partir da seguinte questão: *qual é a relação das características do conselho fiscal com a relevância e a informatividade da informação contábil no processo de precificação das ações das empresas brasileiras de capital aberto?*

O objetivo do trabalho é analisar a relação de características do conselho fiscal com a relevância e a informatividade da informação contábil no processo de precificação das ações das empresas brasileiras de capital aberto. Foi investigado o efeito moderador de três características do conselho fiscal (instalação, tamanho e composição) sobre os coeficientes dos modelos de preço (relevância) e retorno (informatividade) da ação de uma amostra de 101 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2010 a 2020.

O trabalho agrega à literatura sobre Governança Corporativa e Contabilidade, ao analisar como o conselho fiscal, enquanto mecanismo de governança corporativa, pode melhorar a qualidade da informação contábil, contribuindo com a função da Contabilidade como redutora de conflitos de agência e assimetria informacional. Dado que o conselho fiscal é um órgão de fiscalização típico das empresas brasileiras e que sua instalação, tamanho e composição são características definidas discricionariamente pela assembleia geral dos sócios, o estudo torna-se relevante por verificar se estas características influenciam a qualidade da informação contábil no mercado de capitais brasileiro, medida por sua relevância e informatividade no processo de precificação das ações.

Comparativamente com estudos anteriores (Baioco & Almeida, 2017; Carvalho et al., 2018; Trapp, 2009), investigou-se especificamente atributos da qualidade da informação contábil relativos à utilidade da informação contábil no processo de precificação das ações (relevância e informatividade), uma vez que investidores no mercado de ações assumem a função de principal nas relações de agência com gestores e acionistas controladores. Ademais, foi analisado um maior número de características do conselho fiscal, com destaque para o tamanho e a instalação em caráter tem-

porário, não analisados anteriormente. Metodologicamente, buscou-se reduzir possíveis problemas de endogeneidade por meio da utilização do método dos momentos generalizados sistêmico (GMM-SYS), não utilizado em pesquisas anteriores.

Na prática, os resultados da pesquisa revelaram que as características do conselho fiscal analisadas estão relacionadas à relevância e à informatividade da informação contábil. Estes achados ressaltam a importância do conselho fiscal para melhorar a credibilidade da informação contábil perante investidores no mercado de capitais brasileiro, desde que seja instalado conforme recomenda as boas práticas de governança corporativa. Ademais, os resultados desta pesquisa podem ser utilizados por investidores e empresas para identificar qual configuração do conselho fiscal mais contribui para a melhoria da qualidade da informação contábil.

O trabalho está estruturado em cinco seções, sendo esta introdução a primeira. Na segunda seção é apresentada e discutida a literatura que dá suporte ao estudo, concluindo com a indicação da hipótese de pesquisa. Na terceira seção são apresentados os aspectos metodológicos da pesquisa, com definição da amostra, hipóteses estatísticas, modelos empíricos, variáveis e procedimentos estatísticos. Os resultados da pesquisa empírica empreendida são apresentados e discutidos na quarta seção. E na última seção são apresentadas as conclusões do trabalho, com indicação de seus principais resultados, implicações, limitações e sugestões para futuras pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESE DE PESQUISA

A Teoria da Agência aborda os conflitos de interesse entre gestores (agentes) e acionistas sem papel na gestão (principal) e seus efeitos sobre o valor e o desempenho financeiro das empresas com capital pulverizado (Jensen & Meckling, 1976). Nos mercados de capitais em que não há forte sistema legal de proteção aos direitos dos acionistas, as empresas são caracterizadas pela existência de blocos controladores, que exercem o controle por meio de estruturas piramidais de propriedade, propriedade cruzada e emissão de ações sem direito a voto (La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999). Nestas empresas o principal problema de agência decorre de conflitos entre acionistas controladores (agente) e minoritários (principal) (Claessens & Yurtoglu, 2013).

No contexto da Teoria da Agência, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos que visa garantir o adequado retorno aos investidores de capital, face aos riscos de conflitos de interesses entre investidores e gestores (Shleifer & Vishny, 1997). Um dos riscos associados à separação entre propriedade e gestão recai sobre a assimetria informacional (Hart, 1995). Gestores e acionistas controladores detêm informações privilegiadas sobre a empresa, podendo divulgar a investidores externos apenas aquilo que lhe for mais favorável (Brown et al., 2011). O ambiente de assimetria informacional da relação entre agente e principal favorece a ocorrência de problemas de risco moral e seleção adversa, causados respectivamente pela dificuldade do acionista em monitorar as ações do gestor e pela maior gama de informações que o gestor possui sobre a empresa em comparação ao acionista (Armstrong, Guay & Weber, 2010).

A Contabilidade desempenha um papel de redutora de assimetria de informações entre gestores/acionistas controladores e acionistas minoritários e potenciais (Bushman & Smith, 2001; Sunder, 2014) ao ser utilizada para avaliação da *performance* dos gestores (Habib & Jiang, 2015; Lopes & Martins, 2005). O preço de mercado de uma ação, por sua vez, resulta das expectativas do investidor sobre o nível de incerteza de dividendos ou de fluxos de caixa futuros (Sunder, 2014). A relação entre o preço da ação e a informação contábil indica, deste modo, que as expectativas dos investidores são alteradas, sinalizando que a informação contábil divulgada tem conteúdo informativo (Lopes & Martins, 2005). Assim, as informações contábeis contêm conteúdo informacional que fornece perspectivas sobre o desempenho futuros das organizações, podendo os participantes do mercado utilizarem estas perspectivas no processo de precificação de ações (Souza, Soares, Tavares, Mol, & Oliveira, 2020).

Empiricamente, desde de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), a relação entre precificação de ações e informação contábil tem sido estudada em uma linha de pesquisa denominada *Capital Market-Based Accounting Research* (Habib & Azim, 2008). Esta linha de pesquisa se baseia nas premissas da capacidade informacional da Contabilidade e de que o mercado reage à informação disponível de maneira semiforte (Hendriksen & Breda, 1999; Sarlo, Lopes, & Dalmácio, 2010). Os principais modelos utilizados são os de *value relevance* (relevância), ou do preço, e de *informativeness* (informatividade) ou do retorno (Holtz & Sarlo, 2014). O modelo de Ohlson (1995) e seus aprimoramentos é o mais utilizado para testar a relevância da informação contábil (Barth et al., 2001), e visa mensurar o impacto da informação contida nos lucros e no patrimônio líquido sobre o preço das ações. O modelo da informatividade, por sua vez, testa em que medida as informações contábeis explicam a variação dos preços das ações, e tem o retorno anormal das ações como variável dependente e o lucro contábil e sua variação como variáveis independentes (Easton & Harris, 1991).

Para Kothari e Zimmerman (1995) os modelos de preço e retorno pressupõe que o preço da ação representa o valor presente da empresa descontado dos fluxos de caixa líquidos esperados e que os ganhos atuais contêm informações sobre os fluxos de caixa líquidos futuros esperados. Como as expectativas do mercado em relação a fluxos de caixa futuros são inobserváveis, as especificações empíricas da relação preço-lucro costumam usar o lucro atual como *proxy* da expectativa do mercado (Kothari & Zimmerman, 1995).

A utilidade da informação contábil para a precificação das ações das empresas, entretanto, depende do grau de confiabilidade que o tomador de decisão deposita na informação divulgada. Interesses contratuais dos gestores podem levá-los a manipular a informação contábil, dado que a Contabilidade é utilizada como mecanismo contratual de avaliação e compensação da gestão (Bushman & Smith, 2001). Neste contexto, outros mecanismos de governança corporativa, externos e internos à empresa, podem melhorar a qualidade da informação contábil. O maior controle sobre a gestão reduz o risco de interferência desta sobre o processo contábil, garantindo informação com maior qualidade para o processo de tomada de decisão dos investidores (Brown et al., 2011; Habib & Azim, 2008; Niu, 2006; Sarlo et al., 2010).

Além dos mecanismos externos de controle (Jensen, 1993), existe uma demanda residual por mecanismos adicionais de governança, a serem implementados a nível de empresa, sobretudo em ambientes em que as forças externas de controle não são eficazes (Claessens & Yurtoglu, 2013). Neste sentido, estudos têm investigado o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa sobre a relevância e a informatividade da informação contábil (Almujamed & Alfrah, 2020; Fiador, 2013; Habib & Azim, 2008; Niu, 2006; Sarlo et al., 2010;).

Segundo o IBGC (2015), o sistema interno de governança das empresas brasileiras é composto pela interação entre assembleia geral dos sócios, conselho de administração, diretoria executiva e órgãos de fiscalização e controle. Entre os órgãos de fiscalização e controle está o conselho fiscal, que é subordinado diretamente à assembleia geral dos sócios. O conselho fiscal é exclusivo da legislação societária brasileira, embora existam estruturas semelhantes encontradas em outros países, como na Itália, na França, na Argentina (Silva, 2000). Em países com mercado de capitais mais desenvolvido, como Estados Unidos e Inglaterra, não há previsão legal para órgãos de fiscalização externos à administração e subordinados à assembleia geral (Trapp, 2009).

O mercado de capitais brasileiro é caracterizado por empresas com alta concentração acionária e emissão de ações sem direito a voto (Brandão & Crisóstomo, 2015), em que normalmente há sobreposição entre acionistas controladores e administração (Brandão, Vasconcelos, De Luca, & Crisóstomo, 2019). Estas características torna a relação entre acionistas controladores e minoritários o principal tipo conflito de agência (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). Acionistas controladores podem utilizar sua influência sobre a administração para modificar as informações

contábeis, no intuito de não evidenciar dados que possam comprovar a expropriação dos minoritários (Sarlo et al., 2010).

O conselho fiscal, ao ter representantes dos acionistas minoritários, é um mecanismo interno de governança corporativa utilizado para reduzir estes conflitos (Bortolon, Silva, & Barros, 2019). Lamb (2014) complementa que o conselho fiscal é o instrumento de exercício do direito de fiscalização da administração pelos acionistas minoritários e preferencialistas, por dissidência ou cautela. Sua função é fiscalizar a administração da companhia em nome dos acionistas, prestando conta a estes por meio de pareceres e opiniões sobre os atos da administração e sobre os demonstrativos financeiros examinados por auditoria independente (Tinoco et al., 2011).

O conselho fiscal tem constituição obrigatória para as sociedades anônimas brasileiras segundo a Lei 6.404/1976. Entretanto, pode funcionar em caráter permanente ou apenas nos exercícios sociais em que for requisitada sua instalação por acionistas. Caso o estatuto social da empresa não preveja sua instalação permanente, o conselho fiscal será instalado durante a assembleia geral ordinária pelo pedido de acionistas que representem, no mínimo, 5% das ações preferenciais ou 10% das ações ordinárias, devendo ser destituído na assembleia geral ordinária seguinte, com direito a reeleição de seus membros.

Quando instalado, o conselho fiscal é composto por três a cinco membros efetivos e igual número de suplentes, com no mínimo um membro efetivo e um suplente eleito por preferencialistas, quando houver, com igual direito a acionistas minoritários, quando detiverem ao menos 10% das ações com direito a voto. É vedada a participação de administradores e empregados da companhia ou de empresas do mesmo grupo econômico no conselho fiscal.

A literatura empírica sobre a relação entre conselho fiscal e utilidade informacional da contabilidade no mercado de ações ainda é incipiente. O trabalho de Baioco e Almeida (2017) foi o único encontrado em que se analisa diretamente esta relação. Os autores investigaram se a instalação (temporária/permanente) e a independência (membros indicados por minoritários e preferencialistas) do conselho fiscal afetam atributos da qualidade da informação contábil (relevância, informatividade e conservadorismo condicional). Os resultados apontam que a instalação do conselho fiscal em caráter permanente e a instalação concomitante de conselho fiscal e do comitê de auditoria têm efeito positivo sobre a relevância do lucro contábil, enquanto a instalação do conselho fiscal e a presença de conselho fiscal permanente e turbinado impactam positivamente a relevância do patrimônio líquido. A independência do conselho fiscal, medida pelo número de membros indicados por minoritários e pelo número de membros sem relações anteriores com a empresa, também apresentou relação positiva com a relevância do patrimônio líquido. Não foi encontrada evidência de que o conselho fiscal aumenta a informatividade dos lucros. O conservadorismo condicional, por sua vez, é associado a empresas com conselho fiscal permanente.

Outros trabalhos analisaram a relação entre características do conselho fiscal e outros atributos da qualidade da informação contábil, não relacionados ao processo de precificação de ações. Trapp (2009) investigou se a instalação e a qualificação do conselho fiscal influenciam o nível de gerenciamento de resultados. A autora observou que a instalação do conselho fiscal e a maior qualificação de seus membros na área de Contabilidade podem melhorar a qualidade da informação contábil, estando associadas a menores níveis de gerenciamento de resultados.

Brugni (2016) analisou a relação da instalação (temporária/permanente) do conselho fiscal com persistência dos lucros, gerenciamento de resultados e conservadorismo contábil. Os resultados mostraram que a instalação do conselho fiscal, em caráter temporário ou permanente, não está associada às três *proxies* de qualidade da informação contábil analisadas.

Carvalho et al. (2018) analisaram a relação entre características do conselho fiscal e a suavização de resultados, tipo de gerenciamento de resultados. As autoras investigaram o tipo de instalação (não instalado, temporário, temporário turbinado, permanente ou permanente turbinado) e o

tamanho (número de membros efetivos) do conselho fiscal. Os resultados apontam que a suavização de resultados está positivamente relacionada com a ausência de conselho fiscal, instalação do conselho fiscal em caráter temporário e número de membros do conselho fiscal.

Borba, Santos, Dagostini, & Schvirck (2019) verificaram a relação entre características do conselho fiscal (instalação e número de membros) com o atraso na entrega do relatório de auditoria independente (*audit delay*). Os resultados apontaram que a instalação do conselho fiscal diminui o *audit delay*, enquanto o número de membros do conselho fiscal tem relação positiva com este prazo.

A instalação do conselho fiscal está relacionada à necessidade de maior monitoramento da administração (Bortolon et al., 2019). O conselho fiscal é órgão independente da diretoria e do conselho de administração e representante direto dos acionistas na fiscalização dos atos dos administradores da empresa, o que pode reduzir conflitos de agência e assimetria informacional (Baioco & Almeida, 2017). Este trabalho analisa o efeito de características do conselho fiscal sobre a relevância e a informatividade da informação contábil, *proxies* utilizadas para medir a utilidade da informação contábil para a precificação das ações no mercado de capitais brasileiro. A partir de estudos empíricos anteriores, foram identificadas três características do conselho fiscal que podem afetar a qualidade da informação contábil: tipo de instalação, tamanho e composição (Baioco & Almeida, 2017; Borba et al., 2019; Brugni, 2016; Carvalho et al., 2018; Trapp, 2009).

Pontes (2009) comenta que a não instalação do conselho fiscal é peculiar da legislação brasileira, não sendo encontrada em normas referentes a órgãos semelhantes ao conselho fiscal de outros países. Para o autor, esta característica permite que as companhias instalem o conselho fiscal apenas para questões pontuais, empobrecendo sua função de fiscalização da administração. Ademais, o pedido de instalação do conselho fiscal pode indicar necessidade de maior monitoramento da administração (Silva, 2017), o que pode sinalizar para investidores a existência de maior nível de conflitos de agência e assimetria informacional.

Contrariamente à instalação temporária, espera-se que o conselho fiscal instalado independente da vontade dos acionistas e de forma contínua agregue maior força para o sistema de governança corporativa da empresa, aumentando, principalmente, a qualidade da informação contábil (Baioco & Almeida, 2017). Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) afirmam que a existência de um conselho fiscal permanente é mais eficaz em monitorar e disciplinar a administração da empresa. Neste contexto, espera-se que a instalação permanente do conselho fiscal contribua para a maior relevância e a informatividade da informação contábil.

O número de membros pode afetar a efetividade do conselho fiscal, dada a independência de cada conselheiro no exercício de suas funções. Embora tenha um caráter de colegiado, a lei societária atribui poderes individuais de solicitação de informações, fiscalização, denúncias e sugestões, não sendo necessário o consenso ou a votação entre seus membros (Lamb, 2014). Ademais, o IBGC (2015) recomenda que haja uma primazia pela atuação individual dos membros do conselho fiscal, embora que harmônica. Uma vez que a legislação permite que o conselho fiscal seja composto por três a cinco membros efetivos, espera-se que o conselho fiscal composto por cinco membros possa aumentar o poder de fiscalização do órgão, contribuindo para a maior relevância e informatividade da informação contábil.

A sobreposição entre acionista controlador e órgãos de administração (Brandão et al., 2019) torna o conselho fiscal um importante mecanismo de monitoramento para acionistas minoritários, por este responder diretamente à assembleia geral dos sócios. Embora a lei permita aos acionistas controladores a indicação da maioria dos membros do conselho fiscal, o IBGC (2015) recomenda que acionistas controladores abram mão desta prerrogativa. A maior participação de membros do conselho fiscal indicados por minoritários/preferencialistas indica maior independência do órgão em relação aos controladores. Argumenta-se, portanto, que a maior proporção de membros do

conselho fiscal indicados por minoritários e preferencialistas eleva a qualidade à informação contábil, contribuindo para a maior relevância e informatividade da informação contábil.

A partir do conjunto de argumentos apresentados, a hipótese formulada para a pesquisa é de existe relação entre características do conselho fiscal e a utilidade da informação contábil para a precificação das ações das empresas brasileiras. Espera-se, portanto, que conselhos fiscais instalados em caráter permanente, com cinco membros e com a maioria dos membros eleito por acionistas minoritários/preferencialistas contribua para a qualidade da informação contábil, moderando positivamente a relação da informação contábil com o preço (relevância) e o retorno anormal (informatividade) das ações das empresas brasileiras de capital aberto.

Hipótese de pesquisa: Características do conselho fiscal estão associadas com a relevância e a informatividade da informação contábil no processo de precificação das ações das empresas brasileiras de capital aberto

3 METODOLOGIA

A população estudada compreende as empresas listadas na B3. A amostra é composta pelas empresas cujas ações apresentaram liquidez (volume de negociação) em bolsa de ao menos 0,01 no ano de cada observação, de acordo com a base de dados Economática®. Esta restrição se dá pela necessidade de que o preço das ações reflita seu valor de mercado, o que não é possível afirmar quando as ações não apresentam liquidez em bolsa. período analisado foi de 2010 a 2020, escolhido pelo fato de o formulário de referência, fonte de dados sobre o conselho fiscal, ser obrigatório às companhias de capital abertas registradas na Comissão de Valores Mobiliários a partir de 2010.

Com exclusão de empresas que não dispunham de dados completos para o período analisado (preço da ação, demonstrações financeiras padronizadas, formulário de referência), a amostra final foi composta por um painel balanceado de 101 empresas, totalizando 1111 observações anuais. Optou-se por um painel balanceado para otimizar o processamento das estimações em GMM-SYS, que utiliza valores defasados como instrumentos.

A hipótese de pesquisa levantada é de que características do conselho fiscal estão associadas com a relevância e a informatividade da informação contábil no processo de precificação das ações das empresas brasileiras de capital aberto. A partir dos construtos analisados e da argumentação apresentada na revisão de literatura, foram definidas três hipóteses estatísticas:

- Hipótese 1: A instalação do conselho fiscal em caráter permanente está positivamente associada com a relevância e a informatividade da informação contábil
- Hipótese 2: O conselho fiscal composto por cinco membros está positivamente associado com a relevância e a informatividade da informação contábil
- Hipótese 3: O conselho fiscal composto majoritariamente por membros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas está positivamente associado com a relevância e a informatividade da informação contábil

Foram utilizados os modelos de Ohlson (1995) e Easton e Harris (1991) para testar a relevância e a informatividade da informação contábil, respectivamente. Para o teste das hipóteses estatísticas foram estimados os modelos originais de relevância (equação 1) e informatividade (equação 2) com a inclusão de variáveis de interação das características do conselho fiscal com as informações contábeis. As características do conselho fiscal foram consideradas relevantes e informativas se os coeficientes das variáveis interativas (β_2 e β_4) forem estatisticamente diferentes de zero (Holtz & Sarlo, 2014).

$$P_{i,t} = \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} LPA_{i,t} + \beta_3 PLA_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} PLA_{i,t} + \beta_5 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$RA_{i,t} = \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} LPA_{i,t} + \beta_3 DLPA_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} DPLA_{i,t} + \beta_5 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

Nas equações 1 e 2: $P_{i,t}$ é o preço da ação da empresa i no período t ; $LPA_{i,t}$ é o lucro líquido por ação da empresa i no período t ; $PLA_{i,t}$ é o patrimônio líquido por ação da empresa i no período t ; $CF_{i,j}$ são as características do conselho fiscal da empresa i no período t ; $CONTR_{i,t}$ são as variáveis de controle relacionadas à empresa i no período t ; $RA_{i,t}$ é o retorno anormal da ação da empresa i no período t ; $DLPA_{i,t}$ é a variação do lucro por ação da empresa i no período t ; β indica os coeficientes dos estimadores; e ε é o termo de erro.

Na Tabela 1 são apresentadas as variáveis utilizadas no estudo. As variáveis indicativas do valor da empresa e da informação contábil e as variáveis de controle foram calculadas com dados extraídos da base de dados Economática[®], enquanto as variáveis referentes a características do conselho fiscal (CF) foram extraídas manualmente do formulário de referência de cada empresa, disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários.

Tabela 1: Construtos e variáveis utilizados no estudo

	Variáveis	Operacionalização
Valor da empresa para investidores	Preço (P)	$\frac{P_t}{P_{t-1}}$
	Retorno anormal (RA)	$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} - R_{Ibovespa}$
Informação contábil (IC)	Lucro por ação (LPA)	$\frac{LPA_t}{P_{t-1}}$
	Patrimônio líquido por ação (PLA)	$\frac{PLA_t}{P_{t-1}}$
	Variação do lucro por ação (DLPA)	$\frac{LPA_t - LPA_{t-1}}{P_{t-1}}$
Características do conselho fiscal (CF)	Instalação do conselho fiscal (CFINST)	Variáveis binárias indicativas de conselho fiscal não instalado (CFNI), instalado temporariamente (CFT) e instalado permanentemente (CFP) em t
	Tamanho do conselho fiscal (CFTAM)	Variáveis binárias indicativas de conselho fiscal instalado em t com três (CF3), quatro (CF4) e cinco (CF5) membros efetivos
	Composição do conselho fiscal (CFCOMP)	Variáveis binárias indicativas de conselho fiscal instalado em t apenas com membros indicados pelo acionista controlador (CFMAJ), com até 50% dos membros indicados por minoritários/preferencialistas (CFPROP) e com mais de 50% dos membros indicados por minoritários/preferencialistas (CFMIN)
Variáveis explicativas de controle (CONTR)	Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do ativo total em t
	Oportunidade de crescimento (OC)	$\frac{Receita\ de\ vendas_t - Receita\ de\ vendas_{t-1}}{Receita\ de\ vendas_{t-1}}$
	Setor de atividade (SETOR)	Variáveis binárias indicativas do setor de atividade da empresa segundo a classificação da B ³
	Ano da observação (ANO)	Variáveis binárias indicativas do ano da observação

As variáveis dependentes nos modelos de relevância e informatividade, respectivamente, correspondem ao preço (P) e ao retorno anormal (RA) das ações no final do período t , deflacionadas pelo preço da ação em $t-1$. Para cada empresa foi considerado o preço da ação com maior volume de negociação no período da pesquisa. O retorno anormal corresponde à diferença entre o retorno da ação e o retorno do IBOVESPA. Optou-se por utilizar dados referentes ao preço da ação no final do exercício social pelo fato de que o preço da ação de quatro meses após o fim do exercício social, comumente utilizado em pesquisas que estudam a relevância e a informatividade da informação contábil, pode conter ruídos de medição (Habib & Azim, 2008), decorrentes de outras informações relevantes publicadas entre o fim do exercício social e a data da publicação das demonstrações financeiras. Ademais, as empresas da amostra são as mais líquidas no mercado acionário brasileiro e devem ser seguidas de perto por analistas, e seus informes trimestrais permitem aos investidores e analistas projetar os prováveis resultados anuais números a serem comunicados.

A informação contábil (IC), segundo os modelos originais de relevância e informatividade, foi medida pelo lucro por ação (LPA), patrimônio líquido por ação (PLA) e variação do lucro por ação (DLPA) ao final de cada exercício social, também deflacionados pelo preço da ação em $t-1$.

As características do conselho fiscal (CF) foram analisadas a partir de variáveis binárias referentes à instalação (não instalado, instalado temporariamente ou instalado permanentemente), tamanho (três, quatro ou cinco membros efetivos) e composição (sem membros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas, com até 50% dos membros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas ou com mais de 50% dos membros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas) do órgão no período t .

Em todos os modelos foram acrescentadas variáveis de controle (CONTR) utilizadas em pesquisas anteriores que investigaram a relação entre mecanismos de governança corporativa e relevância e informatividade do lucro contábil (Baioco & Almeida, 2017; Habib & Azim, 2008; Holtz & Sarlo, 2014): tamanho da empresa (TAM), oportunidade de crescimento (OC), setor de atividade (SETOR) e ano da observação (ANO). O ano da observação, em especial, visa captar o efeito de variáveis macroeconômicas que podem afetar de forma sistêmica o preço e o retorno da ação.

Para Barros, Bergmann, Castro, & Silveira (2020), pesquisas na área de Finanças que utilizam dados em painel oriundos de relatórios financeiros e estrutura de Governança Corporativa como variáveis explicativas do desempenho de mercado das empresas podem gerar problemas de endogeneidade decorrentes de existência de variáveis omitidas, erros de mensuração e/ou simultaneidade. Neste sentido, a fim de mitigar eventuais problemas de endogeneidade, as estimações foram processadas pela modelagem GMM-SYS (Barros et al., 2020). Uma vez que é difícil identificar instrumentos exógenos ao modelo, uma das formas de mitigar problemas de endogeneidade é através de utilizar valores defasados das variáveis independentes como instrumentos. A modelagem GMM-SYS consiste em utilizar como instrumentos variáveis dependentes e explicativas defasadas e equações em nível de suas primeiras diferenças.

Segundo as recomendações de Roodman (2009), todas as variáveis independentes foram consideradas como endógenas, com exceção do setor de atividade e do ano da observação, que foram consideradas como estritamente exógenas. O fator de inflação da variância das variáveis independentes, não reportado, indica ausência de multicolinearidade. Para reduzir eventuais efeitos de *outliers* as variáveis métricas foram *winsorizadas* nos percentis 2,5% e 97,5%. Possíveis problemas com heterocedasticidade dos resíduos foram contornados com utilização de correção de White nas estimações (Roodman, 2009). A ausência de autocorrelação dos resíduos e a exogeneidade dos instrumentos, pressupostos da modelagem GMM-SYS, foram avaliadas pelos testes Arellano-Bond e de Hansen, respectivamente (Roodman, 2009). Os resultados destes testes, conforme pode ser conferido na seção de resultados (Tabelas 4 e 5), indicam a validade destes pressupostos.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estatística descritiva

Na Tabela 2 é apresentada a descrição das características do conselho fiscal. O conselho fiscal está instalado em aproximadamente 70% das empresas. Em aproximadamente 31% das empresas o conselho fiscal é permanente e em aproximadamente 39 % das empresas o órgão foi instalado temporariamente no período observado. Com relação ao tamanho, predominam conselhos fiscais menores, com três membros. Quanto à composição, observa-se que a maior parte dos conselhos fiscais instalados tem a presença de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas, mas representando até 50% do total de membros.

Tabela 2: Conselho fiscal nas empresas listadas na B³

Características do conselho fiscal		Observações	Percentual
Instalação do conselho fiscal	Não instalado	329	29,61%
	Instalado temporariamente	432	38,88%
	Instalado permanentemente	350	31,50%
Tamanho do conselho fiscal	Não instalado	329	29,61%
	Três membros efetivos	504	45,36%
	Quatro membros efetivos	58	5,22%
	Cinco membros efetivos	220	19,80%
Composição do conselho fiscal	Não instalado	329	29,61%
	Sem membros indicados por minoritários/preferencialistas	124	11,16%
	Com até 50% dos membros indicados por minoritários/preferencialistas	554	49,86%
	Com mais de 50% dos membros indicados por minoritários/preferencialistas	104	9,36%

Na Tabela 3 é apresentada a estatística descritiva das variáveis métricas incluídas nos modelos. Em valores absolutos, sem considerar a deflação pelo preço da ação no período anterior, o preço médio das ações das empresas amostradas é de R\$ 13,63, com retorno anormal médio de 8,65%. O lucro e o patrimônio líquido médios por ação da amostra, são de respectivamente, R\$ 1,29 e R\$ 13,07, com variação do lucro por ação de - 3,7%.

Tabela 3: Estatística descritiva das variáveis métricas

Variáveis métricas	Média	Mediana	Desvio-padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
Preço da ação	1,140	1,082	0,457	0,401	0,437	2,505
Retorno anormal da ação	0,024	0,002	0,085	3,542	-0,109	0,353
Lucro por ação	0,154	0,093	0,241	1,565	-0,265	1,064
Patrimônio líquido por ação	1,598	1,025	1,781	1,115	0,102	8,471
Variação do lucro por ação	0,010	0,005	0,182	18,200	-0,548	0,622
Tamanho da empresa	23,036	22,937	1,696	0,074	20,266	27,569
Oportunidade de crescimento	2,271	1,523	2,125	0,936	0,328	9,728

Na Tabela 4 é apresentada a correlação de *Pearson* entre as variáveis métricas. Observa-se alta correlação entre as variáveis indicativas do preço e do retorno anormal das ações, e a baixa correlação entre estas e as variáveis indicativas da informação contábil, embora positiva. A baixa correlação entre as variáveis independentes nos modelos indica ausência de colinearidade.

Tabela 4: Correlação entre as variáveis métricas

	P	RA	LPA	PLA	DLPA	TAM
RA	0,760***					
LPA	0,243***	0,300***				
PLA	0,208***	0,276***	0,651***			
DLPA	0,229***	0,226***	0,354***	0,166***		
TAM	-0,053*	-0,128***	-0,018	-0,035	-0,015	
OC	0,206***	0,119***	0,001	-0,299***	0,009	-0,115***

Coefficientes de correlação de Pearson

Variáveis: preço da ação (P), retorno anormal da ação (RA), lucro por ação (LPA), patrimônio líquido por ação (PLA), variação do lucro por ação (DLPA), tamanho da empresa (TAM) e oportunidade de crescimento (OC).

Significância estatística: 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

4.2 Modelo empíricos

Na Tabela 5 são apresentados os resultados das estimações em que se avaliou o efeito das características do conselho fiscal sobre a relevância da informação contábil. A estimação (1) apresenta o modelo original, sem as características do conselho fiscal. Os resultados indicam que o lu-

cro por ação não apresenta relevância nas empresas amostradas, ao passo que o patrimônio líquido por ação tem relação positiva com o preço da ação.

Quando se insere o tipo de instalação do conselho fiscal (estimações 2, 3 e 4), observa-se que apenas nas empresas sem conselho fiscal instalado o lucro por ação tende a ser mais relevante (estimação 2). Com relação ao patrimônio líquido por ação, verifica-se que este é mais relevante nas empresas com conselho fiscal permanente (estimação 4), e têm sua relevância reduzida nas empresas em que o conselho fiscal não está instalado (estimação 2).

A análise do tamanho do conselho fiscal (estimações 5, 6 e 7) indica que esta característica não afeta a relevância do lucro por ação. Por outro lado, a relevância do patrimônio líquido é potencializada nas empresas cujo conselho fiscal tem cinco membros (estimação 7). Quanto à composição do conselho fiscal (estimações 8, 9 e 10), a relevância do lucro por ação e do patrimônio líquido por ação independem da participação de membros do conselho fiscal indicados por acionistas minoritários/preferencialistas.

Na Tabela 6 são apresentados os resultados das estimações em que se avaliou o efeito das características do conselho fiscal sobre a informatividade da informação contábil. O modelo original (estimação 1) revela que o lucro por ação e a variação do lucro por ação têm relação positiva com o retorno anormal da ação, indicando que o lucro contábil apresenta conteúdo informativo.

A análise do tipo de instalação do conselho fiscal (estimações 2, 3 e 4) indica que a informatividade do lucro por ação não é afetada pela instalação do conselho fiscal. O conteúdo informativo da variação do lucro por ação, por sua vez, é maior nas empresas com conselho fiscal instalado permanentemente (estimação 4).

Quando se analisa o tamanho do conselho fiscal (estimações 5, 6 e 7), observa-se que apenas quando o conselho fiscal é composto por cinco membros a informatividade do lucro contábil é afetada (estimação 7): por um lado, a informatividade do lucro por ação tende a ser menor; por outro lado, a variação do lucro por ação apresenta maior conteúdo informativo.

A composição do conselho fiscal não modera a relação entre lucro por ação e retorno anormal da ação (estimação 8). Entretanto, observa-se que nas empresas com conselho fiscal com até 50% de membros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas o conteúdo informativo da variação do lucro por ação é maior (estimação 9).

Tabela 5: Características do conselho fiscal e relevância da informação contábil

Variáveis ex- plicativas	Variável dependente: Preço da ação (P)									
	(1) CF = 0	(2) CF = CFNI	(3) CF = CFT	(4) CF = CFP	(5) CF = CF3	(6) CF = CF4	(7) CF = CF5	(8) CF = CFMAJ	(9) CF = CFROP	(10) CF = CFMIN
LPA	-0,070 (0,199)	-0,040 (0,197)	-0,218 (0,268)	0,214 (0,223)	-0,171 (0,392)	0,116 (0,210)	0,412** (0,190)	-0,053 (0,248)	0,299 (0,259)	-0,154 (0,206)
PLA	0,095*** (0,021)	0,136*** (0,026)	0,108*** (0,037)	0,045* (0,024)	0,108*** (0,039)	0,100*** (0,021)	0,031 (0,024)	0,098*** (0,030)	0,61 (0,041)	0,086*** (0,022)
CF		0,141 (0,145)	0,044 (0,084)	-0,091 (0,134)	-0,107 (0,117)	0,128 (0,182)	-0,023 (0,109)	-0,016 (0,190)	-0,168 (0,143)	-0,066 (0,127)
LPA*CF		0,728* (0,416)	0,308 (0,329)	-0,214 (0,340)	0,363 (0,426)	0,071 (0,711)	-0,474 (0,348)	0,091 (0,466)	-0,395 (0,264)	0,626 (0,608)
PLA*CF		-0,152*** (0,057)	-0,029 (0,042)	0,106** (0,044)	-0,005 (0,050)	-0,049 (0,110)	0,084** (0,041)	0,029 (0,078)	0,052 (0,061)	-0,008 (0,010)
TAM	-0,019 (0,123)	0,072 (0,069)	-0,043 (0,098)	-0,069 (0,098)	0,078 (0,118)	-0,050 (0,110)	-0,084 (0,086)	0,026 (0,102)	0,035 (0,068)	-0,050 (0,114)
OC	0,047*** (0,016)	0,061*** (0,016)	0,054*** (0,017)	0,051*** (0,019)	0,055*** (0,015)	0,055*** (0,016)	0,027 (0,018)	0,056*** (0,016)	0,044** (0,017)	0,051*** (0,017)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
F	37,330***	27,430***	33,330***	26,340***	29,570***	42,870***	34,550***	37,620***	32,320***	40,180***
AR2 (Z)	-0,280	-0,510	-0,250	-0,240	-0,450	-0,260	-0,220	-0,300	-0,510	-0,350
Hansen (X2)	47,590*	73,940	72,540	75,500	75,530	61,310	68,880	72,430	66,090	67,720
Instrumentos	60	90	90	90	90	90	90	90	90	90

Modelo: $P = IC + CF + IC*CF + CONTR$ (estimações em GMM-SYS).

Amostra: painel balanceado de 101 empresas no período de 2010 a 2020 (1111 observações).

Variável dependente: Preço da ação (P).

Informação contábil (IC): lucro por ação (LPA) e patrimônio líquido por ação (PLA).

Características do conselho fiscal (CF): conselho fiscal não instalado (CFNI), conselho fiscal instalado temporariamente (CFT), conselho fiscal instalado permanentemente (CFP), conselho fiscal com três membros (CF3), conselho fiscal com quatro membros (CF4), conselho fiscal com cinco membros (CF5), conselho fiscal sem indicação de acionistas minoritários/preferencialistas (CFMAJ), conselho fiscal com até 50% dos membros indicados por minoritários/preferencialistas (CFPROP), conselho fiscal com mais de 50% dos membros indicados por minoritários/preferencialistas (CFMIN);

Interação entre informação contábil e características do conselho fiscal (IC*CF): lucro por ação e características do conselho fiscal (LPA*CF) e patrimônio líquido por ação e características do conselho fiscal (PLA*CF).

Variáveis de controle (CONTR): tamanho da empresa (TAM), oportunidade de crescimento (OC), e variáveis binárias de setor de atividade (SETOR) e ano da observação (ANO).

Significância estatística: 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

Tabela 6: Características do conselho fiscal e informatividade da informação contábil

Variáveis explicativas	Variável dependente: Retorno anormal da ação (RA)									
	(1) CF = 0	(2) CF = CFNI	(3) CF = CFT	(4) CF = CFP	(5) CF = CF3	(6) CF = CF4	(7) CF = CF5	(8) CF = CFMAJ	(9) CF = CFPROP	(10) CF = CFMIN
LPA	0,136** (0,060)	0,136** (0,061)	0,118** (0,056)	0,140*** (0,039)	0,103** (0,049)	0,105** (0,046)	0,143*** (0,036)	0,102** (0,049)	0,176*** (0,038)	0,087*** (0,031)
DLPA	0,140* (0,071)	0,211*** (0,077)	0,061 (0,079)	-0,028 (0,074)	0,090 (0,056)	0,152** (0,058)	-0,034 (0,060)	0,086 (0,057)	-0,098 (0,079)	0,009 (0,053)
CF		-0,009 (0,026)	-0,007 (0,023)	0,046 (0,029)	0,000 (0,019)	-0,037 (0,039)	0,043** (0,019)	-0,025 (0,036)	0,032 (0,021)	0,011 (0,025)
LPA*CF		0,039 (0,091)	-0,004 (0,060)	-0,075 (0,066)	0,026 (0,065)	0,132 (0,131)	-0,127* (0,074)	0,041 (0,059)	-0,100 (0,071)	0,23 (0,123)
DLPA*CF		-0,235 (0,163)	0,091 (0,164)	0,181* (0,102)	0,037 (0,139)	-0,315 (0,223)	0,309** (0,117)	-0,048 (0,154)	0,295** (0,116)	-0,041 (0,105)
TAM	-0,013 (0,022)	0,006 (0,019)	-0,013 (0,021)	-0,026* (0,015)	-0,013 (0,020)	-0,021 (0,021)	-0,026* (0,014)	-0,029* (0,016)	-0,014 (0,011)	-0,023 (0,020)
OC	-0,004 (0,003)	0,000 (0,003)	-0,004 (0,003)	-0,005 (0,003)	-0,003 (0,003)	-0,007** (0,003)	-0,003 (0,003)	-0,004 (0,003)	-0,001 (0,003)	-0,003 (0,003)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
F	4,650***	6,260***	6,540***	6,210***	4,950***	4,720***	5,490***	7,840***	6,090***	7,510***
AR2 (Z)	0,080	0,370	-0,110	0,250	0,040	-0,120	0,010	0,050	0,480	0,040
Hansen (X2)	49,070*	72,870	78,740*	74,970	73,190	62,620	74,100	71,900	69,920	61,330
Instrumentos	60	90	90	90	90	90	90	90	90	90

Modelo: $RA = IC + CF + IC*CF + CONTR$ (estimações em GMM-SYS).

Amostra: painel balanceado de 101 empresas no período de 2010 a 2020 (1111 observações).

Variável dependente: Retorno anormal da ação (RA).

Informação contábil (IC): lucro por ação (LPA) e variação do lucro por ação (DLPA).

Características do conselho fiscal (CF): conselho fiscal não instalado (CFNI), conselho fiscal instalado temporariamente (CFT), conselho fiscal instalado permanentemente (CFP), conselho fiscal com três membros (CF3), conselho fiscal com quatro membros (CF4), conselho fiscal com cinco membros (CF5), conselho fiscal sem indicação de acionistas minoritários/preferencialistas (CFMAJ), conselho fiscal com até 50% dos membros indicados por minoritários/preferencialistas (CFPROP), conselho fiscal com mais de 50% dos membros indicados por minoritários/preferencialistas (CFMIN);

Interação entre informação contábil e características do conselho fiscal (IC*CF): lucro por ação e características do conselho fiscal (LPA*CF) e variação do lucro por ação e características do conselho fiscal (DLPA*CF).

Variáveis de controle (CONTR): tamanho da empresa (TAM), oportunidade de crescimento (OC), e variáveis binárias de setor de atividade (SETOR) e ano da observação (ANO).

Significância estatística: 10% (*), 5% (**) e 1% (***)

Entre as variáveis de controle, observa-se que empresas com maior oportunidade de crescimento apresentam ações mais valorizadas na bolsa de valores (Tabela 5), mas não tem maior retorno anual do preço da ação (Tabela 6). O tamanho da empresa, por sua vez, não se mostrou associado ao preço e ao retorno das ações das empresas analisadas. Os efeitos fixos de setor e ano, cujos coeficientes não foram reportados por questão de espaço, também se mostraram relevantes para a precificação das ações no mercado de capitais brasileiro, em especial no preço da ação (Tabela 5). Estes resultados indicam a importância de se considerar outras características das empresas quando se analisa a relevância e a informatividade da informação contábil.

4.3 Discussão dos resultados

O trabalho analisou a relação de características do conselho fiscal com a relevância e a informatividade da informação contábil no processo de precificação das ações das empresas brasileiras de capital aberto. Sem considerar as características do conselho fiscal, o patrimônio líquido apresentou relevância para o preço da ação (estimação 1 da Tabela 5), enquanto o lucro contábil e sua variação apresentaram conteúdo informativo. Dos modelos de relevância e informatividade, apenas a relação entre lucro contábil e preço da ação não foi suportada (estimação 1 da Tabela 5), resultado consistente com pesquisa recente realizada no mercado brasileiro (Silva, Brighenti, & Klann, 2018).

Diante dos conflitos de agência existentes nas empresas brasileiras e das funções legalmente atribuídas ao conselho fiscal, sua instalação é vista como potencial redutora de conflitos de agência e assimetria informacional (Baioco & Almeida, 2017). Deste modo, argumentou-se na primeira hipótese estatística que a instalação do conselho fiscal em caráter permanente influenciaria positivamente a relevância e a informatividade da informação contábil.

A estatística descritiva mostra que aproximadamente 70% das empresas amostradas têm conselho fiscal instalado, predominando sua instalação temporária (Tabela 2). Ressalte-se que para alguns grupos de empresas a instalação em caráter permanente do conselho fiscal é obrigatória, como bancos e sociedades de economia mista, o que sugere que um percentual ainda menor de empresas tem instalado o conselho fiscal permanentemente de forma voluntária. Estes resultados indicam que a maior parte das empresas brasileiras se valem da não obrigatoriedade da instalação do conselho fiscal em caráter permanente para instalá-los apenas quando for solicitado pela assembleia geral dos sócios, contrariando a recomendação da literatura (Carvalho-da-Silva & Leal, 2005; Pontes, 2009).

A despeito da preferência das empresas amostradas pela instalação do conselho fiscal temporariamente, as estimações indicam que apenas o conselho fiscal instalado permanentemente está relacionado à maior relevância do patrimônio líquido (estimação 4 da Tabela 5) e maior informatividade da variação do lucro líquido (estimação 4 da Tabela 5), corroborando a primeira hipótese estatística da pesquisa. A ausência de instalação do conselho fiscal, por sua vez, eleva a relevância do lucro contábil e reduz a relevância do patrimônio líquido (estimação 2 da Tabela 5). Autores argumentam que a instalação do conselho fiscal permanentemente é mais eficaz em monitorar a administração da empresa (Baioco & Almeida, 2017; Carvalho-Da-Silva & Leal, 2005; Pontes, 2009). Quando o conselho fiscal não é permanente, investidores podem considerar o pedido de instalação do conselho fiscal um indicativo que a empresa apresenta maior grau de assimetria informacional, o que torna a informação contábil menos útil para fins de precificação das ações. Empiricamente a literatura também aponta que o conselho fiscal permanente está relacionado com o aumento da relevância da informação contábil (Baioco & Almeida, 2017) e que o conselho fiscal instalado temporariamente eleva o gerenciamento de resultados (Carvalho et al., 2018).

A legislação indica que o conselho fiscal seja composto por três a cinco membros efetivos. Dada a independência legal de cada conselheiro para o exercício de suas funções (Lamb, 2014), argumentou-se na segunda hipótese estatística que conselhos fiscais compostos por cinco membros

seriam mais eficazes em melhorar qualidade da informação contábil, refletindo positivamente em sua relevância e informatividade.

Na amostra pesquisada observa-se que a maior parte dos conselhos fiscais instalados tem três membros efetivos (Tabela 3). Sob o ponto de vista financeiro, este resultado pode ser justificado pelo custo remuneratório dos conselheiros, que deve ser maior em conselhos compostos por maior número de membros efetivos. Entretanto, pode reduzir o poder de fiscalização do órgão.

Os resultados das estimações vão ao encontro da segunda hipótese estatística, ao apontar que a formação do conselho fiscal com cinco membros é mais benéfica para a utilidade da informação contábil no mercado de capitais, estando relacionada com maior relevância do patrimônio líquido (estimação 7 da Tabela 5) e maior informatividade da variação do lucro contábil (estimação 7 da Tabela 6). Ressalte-se que a evidência empírica anterior indica que conselhos fiscais maiores podem ser prejudiciais a outros atributos de qualidade da informação contábil (Borba et al., 2019; Carvalho et al., 2018). Entretanto, esta foi a primeira pesquisa em que se analisou a relação desta característica do conselho fiscal com atributos da qualidade da informação contábil relacionados à precificação das ações. Uma vez que a legislação brasileira concede independência ao trabalho individual de cada conselheiro (Lamb, 2014), o maior número de membros pode aumentar o poder de fiscalização do conselho fiscal, e isto parece estar afetando a percepção de investidores quanto à qualidade da informação contábil reportada pela empresa.

Pela estrutura de propriedade altamente concentrada das empresas brasileiras, o principal conflito de agência nestas empresas se dá na relação entre acionistas controladores e minoritários (Young et al., 2008). Neste sentido, o conselho fiscal é visto como um instrumento de exercício do direito de fiscalização da administração pelos acionistas minoritários (Lamb, 2014). Para que este papel do conselho fiscal seja efetivo, argumentou-se na terceira hipótese estatística que a maior participação de membros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas no conselho fiscal, conforme recomenda o IBGC (2015), seria necessária para melhorar a percepção por parte dos investidores quanto à qualidade da informação contábil.

Na amostra da pesquisa verificou-se que os conselhos fiscais, quando instalados, têm em sua composição membros indicados por minoritários/preferencialistas, mas com a maior parte dos membros indicados por acionistas controladores. Estes achados indicam que acionistas que detêm o controle da empresa não estão abrindo mão de seu direito de indicar a maior parte dos membros do conselho fiscal, deixando para acionistas minoritários/preferencialistas a menor parcela das indicações.

Os resultados das estimações levam à rejeição da terceira hipótese estatística, indicando que a participação de até 50% de membros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas é a composição que mais contribui com a utilidade da informação contábil no processo de precificação de ações, estando positivamente relacionada com a informatividade da variação do lucro por ação (estimação 9 da Tabela 5). A relevância da informação contábil, por sua vez, não é afetada pela composição do conselho fiscal (Tabela 4). Neste sentido, infere-se que a presença de membros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas, independentemente se compõe a maioria do conselho fiscal, é suficiente para aumentar a informatividade da informação contábil. Estes resultados contrariam as recomendações do IBGC (2015). Entretanto, a literatura empírica já havia indicado que a indicação de membros por acionistas minoritários e preferencialistas contribui para a melhoria dos atributos de qualidade da informação contábil, mesmo que em menor número do que membros indicados por acionistas controladores (Baioco & Almeida, 2017).

5 CONCLUSÃO

Este trabalho analisou a relação de características do conselho fiscal com a relevância e a informatividade da informação contábil no processo de precificação das ações das empresas brasilei-

ras de capital aberto. A hipótese da pesquisa previa que a instalação, o tamanho e a composição do conselho fiscal contribuem com a qualidade da informação contábil reportada pela empresa, afetando sua relevância e informatividade no processo de precificação das ações. Os resultados corroboram esta hipótese, indicando que a instalação do conselho fiscal permanentemente, com cinco membros e com até 50% dos membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas favorece a qualidade da informação contábil, elevando a relevância do patrimônio líquido e a informatividade da variação do lucro líquido.

O trabalho apresenta contribuições teóricas, metodológicas e organizacionais. No campo teórico, os resultados contribuem com o avanço do conhecimento na área de Governança Corporativa e Contabilidade, ao investigar como o conselho fiscal, órgão do sistema de governança corporativa das empresas brasileiras, pode afetar a percepção de investidores no mercado de capitais quanto à relevância e à informatividade da informação contábil. Em um mercado caracterizado por empresas com acionistas controladores e sobreposição entre propriedade e gestão, as evidências da pesquisa indicam que a constituição de um órgão de fiscalização ligado diretamente à assembleia geral, com a presença de membros ligados aos acionistas minoritários, pode mitigar problemas de agência e assimetria informacional, elevando a qualidade da informação contábil.

Metodologicamente, utilizou-se o método de momentos generalizados sistêmico como modelagem de estimação. Por se tratar de uma modelagem que reduz problemas de endogeneidade presentes em pesquisas na área de Contabilidade, acredita-se que os resultados sejam mais robustos. Não se encontrou na literatura anterior pesquisas que tenham utilizado esta modelagem para investigar o efeito de mecanismos de governança corporativa sobre atributos da qualidade da informação contábil no mercado de capitais brasileiro.

No campo organizacional, a pesquisa empírica sobre o conselho fiscal, órgão típico da estrutura societária brasileira, ainda é insipiente. Neste sentido, os resultados do trabalho podem ser úteis para que empresas e demais agentes do mercado de capitais brasileiro possam compreender a contribuição do conselho fiscal para a governança corporativa das empresas brasileiras, e quais características podem tornar a instalação deste órgão mais eficaz. Neste sentido, os achados indicam a importância de se instalar o conselho fiscal conforme recomenda as boas práticas de governança corporativa para que este órgão possa contribuir com a credibilidade da informação contábil perante investidores no mercado de capitais brasileiro.

Dois achados do trabalho trazem implicações práticas que devem ser mencionadas. Em primeiro lugar, a instalação temporária do conselho fiscal, mais comum nas empresas amostradas, não se mostrou relevante para a utilidade da informação contábil para o processo de precificação das ações. Isto reforça a importância de se prever estatutariamente a instalação permanente do conselho fiscal melhorar a qualidade da informação contábil. Em segundo lugar, não se verificou efeitos positivos do maior percentual de conselheiros indicados por acionistas minoritários/preferencialistas, mas apenas no maior número de conselheiros efetivos. Neste sentido, dada a autonomia individual dos membros do conselho fiscal, os resultados sugerem que é mais importante aumentar o número de membros do conselho fiscal do que garantir que o maior número de membros seja indicado por acionistas minoritários/preferencialistas.

Destaca-se que foram analisadas apenas 101 empresas, em um universo de mais de quatrocentas empresas. Outra limitação do trabalho diz respeito às características do conselho fiscal investigadas (instalação, tamanho e composição). Neste sentido, pesquisas futuras podem analisar um grupo maior de empresas e se outras características do conselho fiscal afetam a utilidade da informação contábil no mercado de capitais brasileiro, como a remuneração, a agenda de trabalho e o perfil dos membros. Ademais, sugere-se que seja analisado o efeito de características de outros mecanismos de governança corporativa sobre a relevância e a informatividade da informação con-

tábil, sobretudo dos órgãos de fiscalização e controle (comitê de auditoria, auditoria independente e auditoria interna).

REFERÊNCIAS

- Almujamed, H. I., & Alfraih, M. M. (2020), "Corporate governance and value relevance of accounting information: Evidence from Kuwait", *International Journal of Ethics and Systems*, 36(2), 249-262. <https://doi.org/10.1108/IJOES-08-2019-0140>
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 179-234. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.001>
- Baioco, V. G., & Almeida, J. E. F. (2017). Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 229-248. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703250>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 6(2) 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Barros, L. A., Bergmann, D. R., Castro, F. H., & Silveira, A. D. M. D. (2020). Endogeneidade em regressões com dados em painel: Um guia metodológico para pesquisa em finanças corporativas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(especial), 437-461. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4059>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 77-104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- Bortolon, P. M., Silva, L. S., & Barros, L. A. B. C. (2019). Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do Monitoramento, Desempenho e Estrutura de Propriedade. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 22(2), 261-279. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2019v22n2a7
- Brandão, I. F., Vasconcelos, A. C., Luca, M. M. M., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do Conselho de Administração e Sensibilidade da Remuneração Executiva ao Desempenho de Mercado. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 30(79), 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>
- Brandão, I. F., & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(3), 438-438.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm em: 29 dez. 2019.
- Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting & finance*, 51(1), 96-172. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00385.x>
- Brugni, T. V. (2016). *Governança corporativa, conselhos de administração e fiscal e propriedade dos números contábeis no Brasil*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. <https://doi.org/10.11606/T.12.2016>

- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Carvalho, B. P., Luca, M. M. M., Cardoso, V. I. C., & Vasconcelos, A. C. (2018, novembro). O conselho fiscal e a suavização de resultados contábeis nas maiores empresas listadas na B3. *Anais do Congresso Virtual de Administração*, São Paulo, SP, Brasil, 15.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Easton, P. D., & Harris, T. S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19-36. <https://doi.org/10.2307/2491026>
- Fiador, V. O. (2013). Corporate governance and value relevance of financial information: evidence from the Ghana Stock Exchange. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13(2), 208-217. <https://doi.org/10.1108/14720701311316689>
- Furuta, F., & Santos, A. D. (2010). Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 21(53), 1-23. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000200005>.
- Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2). <https://doi.org/10.1108/10309610810905944>
- Habib, A., & Jiang, H. (2015). Corporate governance and financial reporting quality in China: A survey of recent evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, 29-45. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2014.12.002>
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The Economic Journal*, 105(430), 678-689. <https://doi.org/10.2307/2235027>
- Hendriksen, E. S., & Breda, M. F. (1999). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Holtz, L., & Sarlo Neto, A. (2014). Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 25(66), 255-266. <https://doi.org/10.1016/10.1590/1808-057x20141201>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (5a ed.). São Paulo: IBGC.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 155-192. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00399-4](https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00399-4)
- Lamb, R. (2014). O conselho fiscal agrega valor para o acionista? In Fontes Filho, J. R., & Leal, R. P. C. *Governança corporativa e criação de valor*. São Paulo: Saint Paul.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.

- Niu, F. F. (2006). Corporate governance and the quality of accounting earnings: a Canadian perspective. *International Journal of Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/17439130610705508>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Pontes, E. F. (2009). *O conselho fiscal nas companhias abertas brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. <https://doi.org/10.11606/D.2.2009.tde-18112011-163617>
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Pronunciamento conceitual básico CPC 00 (R2), de 1º de novembro de 2019. Recuperado de [http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/573_CPC00\(R2\).pdf](http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/573_CPC00(R2).pdf)
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1): 86-136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Sarlo Neto, A., Lopes, A. B., & Dalmácio, F. Z. (2010). A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 7(4), 301-314. <https://doi.org/10.4013/base.2010.74.04>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, A. Brighenti, J., & Klann, R. C. (2018). Efeitos da Convergência às normas Contábeis Internacionais na Relevância da Informação Contábil de Empresas Brasileiras. *Revista Ambiente Contábil* 10(1), 121-138. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2018v10n1ID1101>
- Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Silva, G. C., Takamatsu, R. T., & Avelino, B. C. (2017). Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Qualidade das Informações Contábeis. *Contexto - Revista do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS*, 17(35), 89-104.
- Silva, J. A. (2000). *Conselho fiscal nas sociedades anônimas brasileiras: o conselho fiscal à luz da Lei de Sociedades Anônimas em vigor*. Belo Horizonte: Del Rey.
- Sloan, R. G. (2001). Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 335-347. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)000398](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)000398)
- Souza, A. N. M., Soares, J. M. M. V., Tavares, A. de L., Mol, A. L. R., & Oliveira, A. F. de. (2020). Value Relevance do Cash Flow Return on Investment no Mercado Acionário Brasileiro. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 8(3), 91-105. <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2020v8n3.50594>
- Sunder, S. (2014). *Teoria da contabilidade e do controle*. São Paulo: Atlas.
- Tinoco, J. E. P., Escuder, S. A. L., & Yoshitake, M. (2011). O conselho fiscal e a governança corporativa: transparência e gestão de conflitos. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 175-202. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2011v8n16p175>
- Trapp, A. C. G. (2009). *A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

de, Universidade de São Paulo, São Paulo. <https://doi.org/10.11606/T.12.2009.tde-08072009-160920>

Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752>.