

Conselho fiscal e utilidade da informação contábil no mercado de capitais brasileiro

ISAC DE FREITAS BRANDÃO

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO CEARÁ (IFCE)

CONSELHO FISCAL E UTILIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

1 INTRODUÇÃO

A Contabilidade é vista como mecanismo de governança corporativa ao quebrar 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 pela relevância e informatividade dos lucros, medidas respectivamente pelo efeito do lucro contábil no preço e no retorno das ações (BARTH, BEAVER; LANDSMAN, 2001).

A eficácia da Contabilidade como redutora de assimetria informacional, entretanto, pode ser prejudicada pelos conflitos de agência, uma vez que o processo de reconhecimento, mensuração e evidenciação contábil é responsabilidade da própria empresa, estando sujeita 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, a qualidade dos mecanismos de governança pode reduzir o comportamento oportunista da gestão, melhorando assim a qualidade dos relatórios financeiros (BROWN; BEEKES; VERHOEVEN, 2011; SILVA; TAKAMATSU; AVELINO, 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. Por se tratar de um mercado caracterizado por empresas com acionistas controladores sobrepostos à gestão (BRANDÃO et al., 2019), o conselho fiscal é visto como um instrumento de exercício do direito de fiscalização da administração pelos acionistas minoritários (LAMB, 2014). Entre as funções do conselho fiscal está a de fiscalizar atos da administração e oferecer opinião quanto aos demonstrativos financeiros examinados por auditor externo (TINOCO; ESCUDER; YOSHITAKE, 2011). Diante destas funções, um conselho fiscal eficaz deve reduzir o comportamento oportunista de gestores e acionistas controladores, contribuindo para a melhoria 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 et al., 2018; TRAPP, 2009).

Visto que a legislação brasileira não obriga empresas a instalar o conselho fiscal em sua estrutura de governança e que as informações sobre a implantação, 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 a importância do conselho fiscal para a utilidade da informação contábil no processo de precificação das ações das empresas listadas brasileiras?* No intuito de responder a esta questão, investigou-se se as características do conselho fiscal estão relacionadas com a qualidade da informação contábil na percepção de investidores no mercado de capitais, por meio da análise do seu impacto marginal sobre a relevância e a informatividade do lucro contábil no processo de precificação das ações das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B³).

Os resultados indicam que a instalação do conselho fiscal por si só não afeta a relevância e a informatividade do lucro contábil, mesmo quando instalado permanentemente ou em conjunto com o comitê de auditoria. A instalação do conselho fiscal com cinco ou mais membros efetivos e com maioria dos membros não indicada pelos acionistas controladores são características do conselho fiscal relacionadas à maior relevância e informatividade do lucro contábil. A instalação temporária do órgão, por sua vez, afeta negativamente a informatividade do lucro contábil.

O trabalho apresenta contribuições teóricas e organizacionais. No campo teórico, discute-se a relação entre Governança Corporativa e Contabilidade, ao se analisar como um mecanismo de governança corporativa pode melhorar a qualidade da informação contábil divulgada, contribuindo com a função da Contabilidade como redutora de conflitos de agência e assimetria informacional. No campo organizacional, a pesquisa empírica sobre o conselho fiscal, órgão típico da estrutura societária brasileira, ainda é insipiente. Os resultados do trabalho podem ser úteis para que as empresas e os demais agentes do mercado de capitais brasileiro possam compreender a contribuição do conselho fiscal para a governança corporativa das empresas, e quais as características que podem tornar a instalação deste órgão mais eficaz.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E HIPÓTESES 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 (SLEIFER; 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; BEEKES; VERHOEVEN, 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 essencial 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). A qualidade da informação contábil para o mercado de capitais, neste sentido, pode ser mensurada pela sua relevância e informatividade na precificação das ações (BARTH, BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Empiricamente, desde de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), trabalhos vêm estudando a relação entre a precificação de ações e a informação contábil, em uma linha de pesquisa que é denominada de *Capital Market-Based Accounting Research* (HABIB; AZIM, 2008), baseados nas premissas da capacidade informacional da Contabilidade (*information approach*) e de que o mercado reage à informação disponível de maneira semiforte (HENDRIKSEN; BREDA, 1999; SARLO NETO; 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 NETO, 2014). O modelo desenvolvido por Ohlson (1995) e seus aprimoramentos é o mais utilizado para testar a relevância da informação contábil (BARTH, BEAVER; LANDSMAN, 2001). O modelo original 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, em um modelo de regressão em que a variável

dependente é o retorno anormal das ações e a variável independente é o lucro contábil (EASTON; HARRIS, 1991).

Para Kothari e Zimmerman (1995) os modelos de preço e retorno pressupõe que o preço é o valor presente 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 divulgada, 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 divulgada. 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; BEEKES; VERHOEVEN, 2011; HABIB; AZIM, 2008; NIU, 2006; SARLO NETO; LOPES; DALMÁCIO, 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 e aumentando a sua relevância e informatividade (ALMUJAMED; ALFRAIH, 2020; FIADOR, 2013; HABIB; AZIM, 2008; NIU, 2006; SARLO NETO; LOPES; DALMÁCIO, 2010;).

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [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, órgão 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 nos Estados Unidos e na Inglaterra, não há previsão legal para órgãos de fiscalização externos à administração e subordinados à assembleia geral, características do conselho fiscal (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 et al., 2019), tornando o principal conflito de agência para a relação entre acionistas controladores e minoritários (YOUNG et al., 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 NETO; LOPES; DALMÁCIO, 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; ESCUDER; YOSHITAKE, 2011).

O conselho fiscal tem constituição obrigatória para a sociedades anônimas brasileiras segundo a Lei 6.404. 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 e igual número de suplentes, com o 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.

A literatura empírica sobre a relação entre o conselho fiscal e a 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, por meio dos modelos de relevância e informatividade. Os autores encontraram evidência de 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 (BAIOCO; ALMEIDA, 2017).

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) encontrou evidências de que a presença do conselho fiscal e a maior qualificação de seus membros estão associadas a menores níveis de gerenciamento de resultados. Brugni (2016) não identificou relação de atributos da estrutura, perfil dos membros e remuneração do conselho fiscal com indicadores de persistência dos lucros, gerenciamento de resultados e reconhecimento oportuno de perdas. No trabalho de Baioco e Almeida (2017), por outro lado, os autores observaram que o conservadorismo condicional foi encontrado nas empresas com conselho fiscal permanente. O trabalho de Carvalho et al. (2018) evidenciou que o *income smoothing*, tipo de gerenciamento de resultados, está positivamente relacionado com a ausência de conselho fiscal, instalação do conselho fiscal em caráter temporário e número de membros do conselho fiscal. Borba et al. (2019) verificaram que a instalação do conselho fiscal diminui o atraso na entrega do relatório de auditoria independente, enquanto o número de membros do conselho fiscal tem relação positiva com este prazo.

Este trabalho analisa o efeito de características do conselho fiscal sobre a relevância e a informatividade do lucro contábil, *proxys* 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 seis características do conselho fiscal que podem afetar a qualidade da informação contábil: instalação, instalação temporária, instalação permanente, instalação concomitante com o comitê de auditoria, tamanho e percentual de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas (BAIOCO; ALMEIDA, 2017; BORBA et al., 2019; BRUGNI, 2016; CARVALHO et al., 2018; TRAPP, 2009). Para cada característica foi desenvolvida uma hipótese, conforme apresentado a seguir.

A instalação do conselho fiscal está relacionada à necessidade de maior monitoramento da administração (BORTOLON; SILVA; BARROS, 2019, 2017). 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). Espera-se, portanto, que a instalação do conselho fiscal seja vista por investidores no mercado de capitais como indicativo de maior qualidade dos demonstrativos financeiros da empresa, contribuindo para a maior relevância e informatividade do lucro contábil.

Hipótese 1: A instalação do conselho fiscal está positivamente associada com a utilidade da informação contábil para a precificação das ações

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 suas funções 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 de assimetria informacional. Neste contexto, hipotetiza-se a instalação temporária do conselho fiscal reduz a relevância e a informatividade do lucro contábil.

Hipótese 2: A instalação do conselho fiscal em caráter temporário está negativamente associada com a utilidade da informação contábil para a precificação das ações

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, 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. Deste modo, hipotetiza-se que o conselho fiscal permanente seja visto pelos investidores como um indicativo de menor assimetria informacional, o que levaria à maior relevância e informatividade do lucro contábil.

Hipótese 3: A instalação do conselho fiscal em caráter permanente está positivamente associada com a utilidade da informação contábil para a precificação das ações

Com a obrigatoriedade de as empresas brasileiras que negociam suas ações nas bolsas dos EUA instituírem o comitê de auditoria, surgiu a figura do conselho fiscal turbinado, como uma forma de reduzir os custos com a implantação de um comitê de auditoria por empresas que já dispõem de um conselho fiscal instalado permanentemente. Entretanto, conselho fiscal e comitê de auditoria possuem funções e posições hierárquicas diferentes dentro das sociedades anônimas, sendo o primeiro um órgão societário de fiscalização e o segundo um órgão de gestão (FURUTA; SANTOS, 2010). Cada órgão possui sua função na hipótese de melhoria da qualidade da informação: enquanto o conselho fiscal se reporta diretamente aos acionistas ao recomendar ou não a aprovação das demonstrações financeiras, o comitê de auditoria assessora o conselho de administração em questões mais específicas e focadas no processo contábil (BAIOCO; ALMEIDA, 2017). A coexistência dos dois órgãos na estrutura organizacional de uma empresa pode levar a uma maior transparência das ações dos gestores, contribuindo para melhoria de atributos da qualidade da informação contábil da empresa (BAIOCO; ALMEIDA, 2017), incluindo relevância e informatividade do lucro contábil.

Hipótese 4: A instalação concomitante do conselho fiscal e do comitê de auditoria está positivamente associada com a utilidade da informação contábil para a precificação das ações

O tamanho do conselho fiscal 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. O maior número de membros no conselho de administração pode aumentar o poder de fiscalização do órgão, contribuindo para a maior relevância e informatividade do lucro contábil.

Hipótese 5: O número de membros efetivos do conselho fiscal está positivamente associado com a utilidade da informação contábil para a precificação das ações

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 do conselho fiscal, o IBGC (2015) recomenda que os acionistas controladores abram mão da sua prerrogativa legal de eleger a maioria do conselho fiscal. A maior participação de membros do conselho fiscal indicados por preferencialistas e minoritários

indica maior independência do órgão em relação aos controladores. Hipotetiza-se, portanto, o percentual de membros do conselho fiscal indicados por minoritários e preferencialistas eleve a qualidade à informação contábil, conseqüentemente elevando a relevância e a informatividade do lucro contábil.

Hipótese 6: O percentual de membros do conselho fiscal indicados por preferencialistas e minoritários está associado com a utilidade da informação contábil para a precificação das ações

3 METODOLOGIA

3.1 População e amostra

A população estudada compreende as empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B³). A amostra é composta pelas empresas não financeiras cujas ações apresentaram liquidez mínima em bolsa, dada a necessidade de calcular o valor de mercado das ações. Bancos e seguradoras foram excluídos pela natureza distinta de seus ativos e passivos, que prejudicaria a análise do *enterprise value*, do tamanho e do endividamento. O período analisado foi de 2010 a 2017, 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 observações que não dispunham dados sobre o conselho fiscal, a amostra final foi composta por 1221 observações de 168 empresas.

3.2 Modelos empíricos

Foram utilizados os modelos de relevância e informatividade para testar a utilidade da informação contábil no mercado de capitais. Inicialmente foram estimados os modelos comparando o efeito de lucro por ação sobre o preço (equação 1) e o retorno anormal (equação 2) das ações de empresas sem as características do conselho fiscal (CF=0) e de empresas com as características do conselho fiscal (CF=1). Para o teste das hipóteses foram estimados os modelos de relevância (equação 3) e informatividade (equação 4) com a inclusão de variáveis de interação das características do conselho fiscal com o lucro por ação. As características do conselho fiscal foram consideradas relevantes se os coeficientes das variáveis interativas forem estatisticamente diferentes de zero (HOLTZ; SARLO NETO, 2014).

$$P_{i,t} = \beta_1 LPA(CF = 0)_{i,t} + \beta_2 LPA(CF = 1)_{i,t} + \beta_3 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$RA_{i,t} = \beta_1 LPA(CF = 0)_{i,t} + \beta_2 LPA(CF = 1)_{i,t} + \beta_3 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$P_{i,t} = \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} LPA_{i,t} + \beta_3 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

$$RA_{i,t} = \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} LPA_{i,t} + \beta_3 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

Nas equações (1, 2, 3 e 4): $P_{i,t}$ 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 ; $CF_{i,t}$ 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 ; e ε é o termo de erro.

Testes F, de Breusch and Pagan Lagrange e Hausman indicaram que a modelagem *pooled* é mais adequada do que as modelagens de efeitos fixos e de aleatórios. Entretanto, quando comparados os coeficientes das variáveis de interesses nas três modelagens não se observou diferenças significativas de valor e significância estatística. As estimações apresentadas no trabalho foram processadas com modelagem *feasible generalized least squares*, que mantém o valor dos coeficientes da modelagem OLS e mitiga problemas de heterocedasticidade e autocorrelação de resíduos (WOOLDRIDGE, 2002). 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 1% e 99%.

3.3 Definição das variáveis de estudo

As variáveis dependentes nos modelos de relevância e informatividade correspondem ao preço (P) e ao retorno anormal (RA) das ações no final do período t deflacionados pelo preço da ação no final do período $t-1$, extraídos do banco de dados Economática®. Para cada empresa foi considerado o preço da ação (P) com maior volume de negociação no período da pesquisa. O retorno anormal corresponde à diferença entre o retorno da ação $[(P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}]$ e o retorno do IBOVESPA. O lucro por ação (LPA), principal variável independente, corresponde ao lucro líquido da empresa i no período t dividido pelo número de ações da empresa i no período t , e também foi deflacionado pelo preço da ação no final do período $t-1$, extraídos do banco de dados Economática®.

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. Para cada hipótese foi criada uma variável binária referente a uma característica do conselho fiscal: conselho fiscal instalado (CFI), se o conselho fiscal foi instalado no período t ; conselho fiscal temporário (CFT), se no período t o conselho fiscal é instalado em caráter não permanente; conselho fiscal permanente (CFP), se no período t o conselho fiscal é instalado em caráter permanente; conselho fiscal e comitê de auditoria instalados (CFCA), se estes dois órgãos foram instalados concomitantemente no período t ; tamanho do conselho fiscal (CFTAM), se o conselho fiscal tem cinco ou mais membros efetivos no período t ; e participação de acionistas minoritários e preferencialistas no conselho fiscal (CFMIN), se o acionista majoritário não indicou a maioria dos membros efetivos do conselho fiscal 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 NETO, 2014): tamanho da empresa (TAM), medida pelo logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t ; oportunidade de crescimento (OC), aproximado pela razão entre o *enterprise value* e o ativo total da empresa i no período t ; endividamento (ENDIV), mensurado pela razão entre a dívida onerosa e o ativo total da empresa i no período t ; prejuízo (PREJ), variável binária que apresenta valor 1 no período em que a empresa i teve prejuízo contábil; variáveis binárias indicativas do ano da observação (ANO).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estatística descritiva

Na Tabela 1 é apresentada a descrição das características do conselho fiscal. O conselho fiscal está instalado em 64% das empresas. Em 27% das empresas o conselho fiscal permanente, o que representa 42% das empresas que tiveram o conselho fiscal instalado no período. Em 37% das empresas o conselho fiscal não é permanente e foi instalado a pedido dos acionistas. Em apenas 19% das empresas observou-se a instalação conjunta do conselho fiscal com o comitê de auditoria.

Tabela 1 – Conselho fiscal nas empresas listadas na B3

Características do conselho fiscal	N	%
Conselho fiscal instalado	786	64,37%
Conselho fiscal não permanente instalado temporariamente	457	37,42%
Conselho fiscal permanente	329	26,95%
Conselho fiscal e comitê de auditoria instalados simultaneamente	238	19,49%
Conselho fiscal com cinco ou mais membros efetivos	267	21,87%
Conselho fiscal com maioria dos membros não indicada pelo acionista controlador	155	12,69%

Quanto à composição, os conselhos fiscais têm cinco ou mais membros efetivos em 22% das empresas, tendo sido observadas empresas que informaram que o seu conselho fiscal tem até 7 membros efetivos, embora a legislação indique que o número máximo de membros efetivos deve ser cinco. Na média, o conselho fiscal das empresas tem 3,6 membros efetivos. Pouco menos de 13% das empresas tem conselhos fiscais cuja maior parte de seus membros efetivos é indicada por acionistas controladores, o que representa 19,7% dos conselhos fiscais da amostra. Na média, 39% dos membros

efetivos são indicados por acionistas preferencialistas e minoritários. O percentual de membros efetivos indicados por acionistas controladores na amostra varia de 0% a 100%.

Na tabela 2 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\$ 33,85, com retorno anormal médio de 6,39% e lucro por ação de R\$ 0,43. Observou-se em 214 observações resultado contábil negativo (prejuízo), o que corresponde a 17,53% da amostra.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis métricas

Variável	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão	Coefficiente de variação
P	0,192	2,835	1,088	0,482	0,443
RA	-0,232	0,437	0,014	0,083	5,939
LPA	-2,905	0,990	0,007	0,425	58,399
TAM	11,424	19,557	15,419	1,533	0,099
OC	0,075	4,845	1,062	0,884	0,832
ENDIV	0,000	0,843	0,308	0,183	0,595

Variáveis: preço da ação (P), lucro por ação (LPA), retorno anormal (RA), tamanho (TAM), oportunidade de crescimento (OC) e endividamento (ENDIV).

Na Tabela 3 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 o lucro por ação. A baixa correlação entre as variáveis independentes nos modelos indica ausência de colinearidade.

Tabela 3 - Correlação entre as variáveis métricas

	P	RA	LPA	TAM	OC
RA	0,72 ***				
LPA	0,10 ***	0,17 ***			
TAM	0,05 *	0,03	0,11 ***		
OC	0,25 ***	0,12 ***	0,09 ***	-0,11 ***	
ENDIV	-0,09 ***	-0,06 **	-0,25 ***	0,15 ***	-0,11 ***

Coefficiente de correlação de *Pearson* entre as variáveis métricas do estudo.

Variáveis: preço da ação (P), lucro por ação (LPA), retorno anormal (RA), tamanho (TAM), oportunidade de crescimento (OC) e endividamento (ENDIV).

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

4.2 Conselho fiscal e relevância do lucro contábil

Na Tabela 4 são apresentados os resultados das estimações em que avaliou a relevância do lucro contábil. Quando analisadas todas as empresas da amostra (estimação 1), o lucro contábil está relacionado positivamente com o preço da ação, indicando que apresenta relevância. Empresas com conselho fiscal instalado (estimação 2) e instalado temporariamente (estimação 3) não têm lucro contábil relevante. Entretanto, em empresas com conselho fiscal instalado em caráter permanente (estimação 4), concomitantemente com o comitê de auditoria (estimação 5), com cinco ou mais membros efetivos (estimação 6) e com maior parte destes membros não indicada pelo acionista controlador (estimação 7) o lucro contábil é correlacionado positivamente com o preço da ação, indicando que o lucro contábil é relevante para a precificação das ações. Na ausência de conselhos fiscais com estas características, não há relação significativa entre o lucro contábil e o preço da ação, à exceção de empresas sem o conselho fiscal instalado temporariamente.

Nas estimações reportadas na Tabela 5 foi analisado o efeito moderador das características do conselho fiscal sobre a relação entre lucro contábil e preço da ação. A instalação do conselho fiscal (estimação 1), seja temporariamente (estimação 2), em caráter permanente (estimação 3), ou concomitantemente com o comitê de auditoria (estimação 4) não alteram de forma estatisticamente significativa a relação entre lucro contábil e preço da ação. O número de membros efetivos (estimação 5) e o percentual destes membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas (estimação 6), por sua vez, são características do conselho fiscal que elevam de forma estatisticamente significativa a relação entre lucro contábil e preço da ação.

Tabela 4 – Relevância do lucro contábil

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		CF = CFI	CF = CFT	CF = CFP	CF = CFCA	CF = CFTAM	CF = CFMIN
LPA	0,053* (0,032)						
LPA (CF=0)		0,053 (0,053)	0,082** (0,038)	0,027 (0,037)	0,036 (0,040)	0,032 (0,034)	0,025 (0,035)
LPA (CF=1)		0,052 (0,036)	0,007 (0,046)	0,106** (0,050)	0,073* (0,044)	0,156** (0,067)	0,151** (0,060)
TAM	0,015* (0,008)	0,015* (0,008)	0,015* (0,008)	0,015** (0,008)	0,015** (0,008)	0,016** (0,008)	0,015* (0,008)
OC	0,100*** (0,014)	0,100*** (0,014)	0,101*** (0,014)	0,099*** (0,014)	0,099*** (0,014)	0,101*** (0,014)	0,099*** (0,014)
ENDIV	-0,074 (0,066)	-0,074 (0,066)	-0,072 (0,066)	-0,070 (0,066)	-0,073 (0,066)	-0,081 (0,066)	-0,069 (0,066)
PREJ	-0,173*** (0,031)	-0,173*** (0,031)	-0,172*** (0,031)	-0,174*** (0,031)	-0,176*** (0,032)	-0,169*** (0,031)	-0,177*** (0,031)
ANO	Sim						
X ²	584,730***	584,730***	587,440***	587,540***	585,370***	589,320***	590,130***

Método de estimação: feasible generalized least squares.

Amostras: painel desbalanceado de 168 empresas e 1221 observações, no período de 2010 a 2017.

Variável dependente: preço da ação (P).

Variáveis independentes: lucro por ação (LPA), lucro por ação sem a presença da característica do conselho fiscal [LPA (CF=0)], lucro por ação com a presença da característica do conselho fiscal [LPA (CF=1)], tamanho (TAM), oportunidade de crescimento (OC), endividamento (ENDIV), prejuízo (PREJ) e ano da observação (ANO).

Características do conselho fiscal: conselho fiscal instalado (CFI), conselho fiscal temporário instalado (CFT), conselho fiscal permanente (CFP), conselho fiscal e comitê de auditoria instalados (CFCA), conselho fiscal com 5 ou mais membros efetivos (CFTAM) e conselho fiscal sem a maioria dos membros indicada pelo acionista controlador (CFMIN).

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

Tabela 5 – Efeito moderador do conselho fiscal sobre a relevância do lucro contábil

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CF = CFI	CF = CFT	CF = CFP	CF = CFCA	CF = CFTAM	CF = CFMIN
LPA	0,053 (0,053)	0,082** (0,038)	0,027 (0,037)	0,036 (0,040)	0,032 (0,034)	0,025 (0,035)
CF*LPA	-0,001 (0,059)	-0,075 (0,055)	0,079 (0,057)	0,036 (0,055)	0,125* (0,071)	0,126* (0,066)
TAM	0,015* (0,008)	0,015* (0,008)	0,015** (0,008)	0,015** (0,008)	0,016** (0,008)	0,015* (0,008)
OC	0,100*** (0,014)	0,101*** (0,014)	0,099*** (0,014)	0,099*** (0,014)	0,101*** (0,014)	0,099*** (0,014)
ENDIV	-0,074 (0,066)	-0,072 (0,066)	-0,070 (0,066)	-0,073 (0,066)	-0,081 (0,066)	-0,069 (0,066)
PREJ	-0,173*** (0,031)	-0,172*** (0,031)	-0,174*** (0,031)	-0,176*** (0,032)	-0,169*** (0,031)	-0,177*** (0,031)
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	584,730***	587,440***	587,540***	585,370***	589,320***	590,130***

Método de estimação: feasible generalized least squares.

Amostras: painel desbalanceado de 168 empresas e 1221 observações, no período de 2010 a 2017.

Variável dependente: preço da ação (P).

Variáveis independentes: lucro por ação (LPA), interação do lucro por ação com características do conselho fiscal (CF*LPA), tamanho (TAM), oportunidade de crescimento (OC), endividamento (ENDIV), prejuízo (PREJ) e ano da observação (ANO).

Características do conselho fiscal: conselho fiscal instalado (CFI), conselho fiscal temporário instalado (CFT), conselho fiscal permanente (CFP), conselho fiscal e comitê de auditoria instalados (CFCA), conselho fiscal com 5 ou mais membros efetivos (CFTAM) e conselho fiscal sem a maioria dos membros indicada pelo acionista controlador (CFMIN).

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

A análise conjunta das Tabelas 4 e 5 indica que empresas cujos conselhos fiscais têm cinco ou mais membros e têm a maior parte de seus membros não indicado pelo acionista controlador

apresentam lucro contábil relevante para a precificação das ações no mercado de capitais brasileiro, corroborando as hipóteses 5 e 6 da pesquisa. As hipóteses 1, 2, 3 e 4, por outro lado, não encontram respaldo nas estimações: empresas com conselho fiscal instalado ou com o conselho fiscal instalado temporariamente não apresentaram lucro contábil relevante e não afetam a relação do lucro contábil com o preço da ação; a instalação do conselho fiscal em caráter permanente e concomitante com o comitê de auditoria, embora esteja associado a empresas com lucro contábil relevante, não apresentou efeito moderador sobre a relação entre lucro contábil e preço da ação.

4.3 Conselho fiscal e informatividade do lucro contábil

Na Tabela 6 é mostrada a relação entre lucro contábil e retorno anormal da ação. A análise de todas as empresas (estimação 1) indica que o lucro contábil tem conteúdo informativo, apresentando relação positiva e estatisticamente significativa com o retorno anormal da ação. O lucro contábil de empresas com conselho fiscal instalado temporariamente não apresentou relação estatisticamente significativa com o retorno da ação (estimação 3). Nas empresas com demais características do conselho fiscal, o lucro contábil apresentou significância estatística, mas com alterações no valor e no nível de significância estatística dos coeficientes. Empresas com conselho permanente (estimação 4), instalado concomitante com o comitê de auditoria (estimação 5), com cinco ou mais membros efetivos (estimação 6) e com a maior parte de seus membros não indicado pelo acionista controlador (estimação 7) apresentam efeito do lucro contábil sobre o retorno anormal da ação maior do que empresas que não têm estas características. O coeficiente referente ao grupo de empresas com conselho fiscal instalado, embora apresente significância estatística, é inferior ao coeficiente referente ao lucro contábil de empresas sem conselho fiscal instalado (estimação 2).

Tabela 6 – Informatividade do lucro contábil

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
		CF = CFI	CF = CFT	CF = CFP	CF = CFCA	CF = CFTAM	CF = CFMIN
LPA	0,024*** (0,006)						
LPA (CF=0)		0,031*** (0,011)	0,034*** (0,008)	0,018** (0,007)	0,017** (0,008)	0,020*** (0,007)	0,011 (0,007)
LPA (CF=1)		0,022*** (0,007)	0,009 (0,009)	0,037*** (0,010)	0,033*** (0,009)	0,046*** (0,013)	0,070*** (0,012)
TAM	0,001 (0,002)						
OC	0,007** (0,003)	0,007** (0,003)	0,007** (0,003)	0,007** (0,003)	0,006** (0,003)	0,007** (0,003)	0,006** (0,003)
ENDIV	0,000 (0,013)	0,000 (0,013)	0,001 (0,013)	0,001 (0,013)	0,001 (0,013)	-0,001 (0,013)	0,002 (0,013)
PREJ	-0,013** (0,006)	-0,013** (0,006)	-0,012** (0,006)	-0,013** (0,006)	-0,014** (0,006)	-0,012* (0,006)	-0,015** (0,006)
ANO	Sim						
X ²	88,330***	88,930***	94,000***	91,230***	90,340***	91,860***	109,520***

Método de estimação: feasible generalized least squares.

Amostras: painel desbalanceado de 168 empresas e 1221 observações, no período de 2010 a 2017.

Variável dependente: retorno anormal da ação (RA).

Variáveis independentes: lucro por ação (LPA), lucro por ação sem a presença da característica do conselho fiscal [LPA (CF=0)], lucro por ação com a presença da característica do conselho fiscal [LPA (CF=1)], tamanho (TAM), oportunidade de crescimento (OC), endividamento (ENDIV), prejuízo (PREJ) e ano da observação (ANO).

Características do conselho fiscal: conselho fiscal instalado (CFI), conselho fiscal temporário instalado (CFT), conselho fiscal permanente (CFP), conselho fiscal e comitê de auditoria instalados (CFCA), conselho fiscal com 5 ou mais membros efetivos (CFTAM) e conselho fiscal sem a maioria dos membros indicada pelo acionista controlador (CFMIN).

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

Na Tabela 7 são mostradas as estimações em que se analisou o efeito moderador das características do conselho fiscal sobre a relação entre lucro contábil e retorno anormal da ação. Os resultados indicam que o número de membros efetivos (estimação 5) e o percentual destes membros

não indicados pelos acionistas controladores (estimação 6) aumentam a informatividade do lucro contábil. Por outro lado, a instalação do conselho fiscal temporariamente está relacionada à menor informatividade do lucro contábil (estimação 2). A instalação do conselho fiscal (estimação 1), sua instalação em caráter permanente (estimação 3) e concomitantemente com o comitê de auditoria (estimação 4) não afetam a informatividade do lucro contábil.

Tabela 7 – Efeito moderador do conselho fiscal sobre a informatividade do lucro contábil

	(1) CF = CFI	(2) CF = CFT	(3) CF = CFP	(4) CF = CFCA	(5) CF = CFTAM	(6) CF = CFMIN
LPA	0,031*** (0,011)	0,034*** (0,008)	0,018** (0,007)	0,017** (0,008)	0,020*** (0,007)	0,011 (0,007)
CF*LPA	-0,009 (0,012)	-0,026** (0,011)	0,019 (0,011)	0,015 (0,011)	0,026* (0,014)	0,059*** (0,013)
TAM	0,001 (0,002)	0,001 (0,002)	0,001 (0,002)	0,001 (0,002)	0,001 (0,002)	0,001 (0,002)
OC	0,007** (0,003)	0,007** (0,003)	0,007** (0,003)	0,006** (0,003)	0,007** (0,003)	0,006** (0,003)
ENDIV	0,000 (0,013)	0,001 (0,013)	0,001 (0,013)	0,001 (0,013)	-0,001 (0,013)	0,002 (0,013)
PREJ	-0,013** (0,006)	-0,012** (0,006)	-0,013** (0,006)	-0,014** (0,006)	-0,012* (0,006)	-0,015** (0,006)
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	88,930***	94,000***	91,230***	90,340***	91,860***	109,520***

Método de estimação: feasible generalized least squares.

Amostras: painel desbalanceado de 168 empresas e 1221 observações, no período de 2010 a 2017.

Variável dependente: retorno anormal da ação (RA).

Variáveis independentes: lucro por ação (LPA), interação do lucro por ação com características do conselho fiscal (CF*LPA), tamanho (TAM), oportunidade de crescimento (OC), endividamento (ENDIV), prejuízo (PREJ) e ano da observação (ANO).

Características do conselho fiscal: conselho fiscal instalado (CFI), conselho fiscal e comitê de auditoria instalados (CFCA), conselho fiscal permanente (CFP), conselho fiscal temporário (CFT), conselho fiscal com 5 ou mais membros efetivos (CFTAM) e conselho fiscal sem a maioria dos membros indicada pelo acionista controlador (CFMIN).

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

A análise conjunta das Tabelas 6 e 7 indicam que o lucro contábil tem conteúdo informativo. A instalação do conselho fiscal temporariamente reduz a informatividade do lucro contábil, tornando-o sem conteúdo informativo, resultado condizente com a hipótese 2 da pesquisa. Já conselhos fiscais com cinco ou mais membros efetivos e com a não indicação da maior parte destes membros pelo acionista controlador tornam o lucro mais informativo, corroborando as hipóteses 5 e 6. Não foram encontradas evidências de que a instalação do conselho fiscal, sua instalação em conjunto com o comitê de auditoria e em caráter permanente elevem a informatividade do lucro contábil, conforme previam as hipóteses 1, 3 e 4 da pesquisa, respectivamente.

4.4 Discussão dos resultados

O trabalho analisou a importância do conselho fiscal para a utilidade da informação contábil no processo de precificação de ações no mercado de capitais brasileiro, investigando se características do conselho fiscal tornam o lucro contábil das empresas listadas na B³ mais relevante e informativo. Sem considerar as características do conselho fiscal, os resultados indicaram que o lucro contábil apresenta relevância e informatividade, corroborando estudos recentes (BATISTA; OLIVEIRA; MACEDO, 2017; FERREIRA; LEMES; FORTI, 2015). Estatisticamente verificou-se que a relação do lucro contábil com o retorno anormal é mais forte do que com o preço, sugerindo que o lucro contábil apresenta maior conteúdo informativo do que relevância.

Diante dos conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários predominarem 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, esperava-se que a instalação do conselho fiscal influenciasse positivamente relevância e a informatividade do lucro contábil. Os resultados indicam, entretanto, que a instalação do conselho fiscal não afeta estes atributos da qualidade da informação contábil. Quando analisadas

apenas empresas com conselho fiscal instalado, observou-se que o lucro contábil está positivamente relacionado com o retorno anormal das ações, mas não tem relação com o preço das ações. A literatura empírica anterior aponta que a instalação do conselho fiscal está relacionada à melhoria de outros atributos da qualidade da informação contábil (BORBA et al., 2019; CARVALHO et al., 2018; TRAPP, 2009), mas não a relevância e a informatividade do lucro contábil (BAIOCO; ALMEIDA, 2017). Deste modo, não há evidências de que a instalação do conselho fiscal afete a utilidade da informação contábil no processo de precificação das ações no mercado de capitais brasileiro.

A ausência de relação do conselho fiscal com a relevância e a informatividade do lucro contábil pode ser explicada pelo tipo de instalação deste órgão. Quando o conselho fiscal é instalado permanentemente, o lucro contábil apresenta relevância e informatividade. Entretanto, nas empresas com conselho fiscal instalado temporariamente o lucro contábil não apresentou relação significativa com o preço e o retorno anormal das ações. Autores argumentam que a instalação do conselho fiscal permanentemente é mais eficaz em monitorar a administração da empresa (BAIOCO; ALMEIDA, 2017; CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; PONTES, 2009). Empiricamente a literatura também aponta que o conselho fiscal permanente está relacionado com o aumento da relevância da informação contábil (BAIOCO; ALMEIDA, 2017).

Quando o conselho fiscal não é permanente, sua instalação apresentou efeito negativo sobre a informatividade dos lucros, indicando que o conteúdo informativo do lucro contábil de empresas com conselho fiscal instalado temporariamente é menor do que em empresas sem conselho fiscal instalado ou instalado permanentemente. Neste sentido, 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. Carvalho et al. (2018), por exemplo, encontraram evidências de que o conselho de administração instalado temporariamente eleva o gerenciamento de resultados.

Outro órgão de fiscalização e controle do sistema de governança corporativa é o comitê de auditoria, instalado normalmente no âmbito do conselho de administração (FURUTA; SANTOS, 2010). Baioco e Almeida (2017) argumentam que, por ter funções diferentes e complementares, a instalação conjunta do conselho fiscal e do comitê de auditoria pode contribuir para a qualidade da informação contábil. Os resultados desta pesquisa indicam que, de fato, empresas que instalam concomitantemente estes dois órgãos apresentam lucros relevantes e informativos. Entretanto, não foi encontrada evidência de que esta característica esteja afetando o nível de relevância e informatividade do lucro contábil. Este achado sugere que investidores não veem necessidade de haver conselho fiscal e comitê de auditoria para melhorar a qualidade e a utilidade da informação contábil divulgada pela empresa, o que não exclui o papel destes órgãos no monitoramento da gestão e em outros atributos da qualidade da informação contábil.

O número de membros e a indicação de membros por acionistas minoritários e preferencialistas do conselho fiscal foram as características do conselho fiscal que, de fato, revelaram-se importantes para a utilidade da informação contábil no processo de precificação das ações. Conselhos fiscais maiores e com maior percentual de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas afetam positivamente a relevância e a informatividade do lucro contábil. A literatura empírica havia indicado que a indicação de membros por acionistas minoritários e preferencialistas contribui para a melhoria dos atributos de qualidade da informação contábil (BAIOCO; ALMEIDA, 2017), mas a evidência empírica anterior indicava que conselhos fiscais maiores eram prejudiciais à qualidade da informação contábil (BORBA et al., 2019; CARVALHO et al., 2018). A independência legal de cada conselheiro explica por que conselhos fiscais maiores são mais importantes para a relevância e a informatividade do lucro contábil (LAMB, 2014). 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). Por este motivo é recomendado que acionistas controladores não indiquem a maioria dos membros do conselho fiscal (IBGC, 2015), o que pode explicar a maior relevância e informatividade do lucro nas empresas que seguem esta recomendação.

5 CONCLUSÃO

Os resultados do trabalho permitem concluir que o lucro contábil tem relevância e conteúdo informativo, e que há características do conselho fiscal que afetam estes indicadores de utilidade da informação contábil no processo de precificação das ações no mercado de capitais brasileiro. A instalação temporária do conselho fiscal reduz a relevância do lucro contábil, enquanto que número de membros efetivos e o percentual de membros efetivos não indicados pelo acionista controlador contribuem positivamente para relevância e a informatividade do lucro contábil. Outras características do conselho fiscal analisadas – instalação, instalação conjunta com o comitê de auditoria e instalação permanente – não afetam a relevância e a informatividade do lucro contábil.

Esta pesquisa agrega à literatura em 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 a relevância e a informatividade do lucro contábil, atributos da qualidade da informação contábil divulgada pela empresa. Embora a Contabilidade seja vista por si só como um mecanismo de governança corporativa, o processo contábil é conduzido pela gestão da empresa, e a falta de mecanismos de monitoramento sobre a gestão podem facilitar o comportamento oportunista desta, gerando informações contábeis menos relevantes e informativas. O trabalho indica que o conselho fiscal pode melhorar a qualidade da informação contábil e sua utilidade no mercado de capitais, desde que seja dada maior participação aos acionistas minoritários na indicação de seus membros.

Dois resultados específicos do trabalho devem ser ressaltados e objetos de maior investigação empírica e reflexão pelos agentes do mercado. Em primeiro lugar, o efeito negativo da instalação temporária do conselho fiscal sobre a informatividade do lucro contábil sugere que esta prática, no que se refere à Contabilidade, não é benéfica para a reputação da empresa no mercado de capitais. O estudo das motivações dos acionistas que requerem esta instalação pode revelar por que investidores tendem a dar menos atenção à informação contábil de empresas que instalam o conselho fiscal temporariamente do que de empresas que não tem conselho fiscal instalado.

Em segundo lugar, o fato de as únicas características que afetam positivamente a relevância e a informatividade do lucro contábil serem relacionadas à sua composição – número de membros efetivos igual ou maior a cinco e não indicação da maioria destes membros pelo acionista controlador – indica que não basta ter o conselho fiscal instalado, mesmo que permanentemente ou em conjunto com o comitê de auditoria. Em um mercado caracterizado pelo conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários é necessário prezar pela independência dos órgãos e agentes que compõe o sistema interno de governança das empresas, garantindo maior participação aos acionistas minoritários nos órgãos da administração e de fiscalização e controle.

Como limitações da pesquisa, pode-se apontar a possível endogeneidade dos regressores, comum nas pesquisas em Finanças. Pela dificuldade de se encontrar instrumentos adequados e pelo fato de as características do conselho fiscal analisadas apresentarem pouca variação temporal, a adoção de modelagens com variáveis instrumentais de métodos generalizados de momentos poderiam enviesar os resultados. A triangulação com pesquisas futuras que analisam outras amostras e que utilizam outros métodos de análise pode validar os resultados desta pesquisa. Outra limitação diz respeito às características do conselho fiscal analisadas, restritas à instalação e composição deste órgão. Pesquisas futuras podem analisar 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 contábil, sobretudo dos órgãos de fiscalização e controle (comitê de auditoria, auditoria independente e auditoria interna).

REFERÊNCIAS

ALMUJAMED, H. I.; ALFRAIH, M. M. Corporate governance and value relevance of accounting information. **International Journal of Ethics and Systems**, 2020.

ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2, p. 179-234, 2010.

BAIOCO, V. G.; ALMEIDA, J. E. F. Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 229-248, 2017.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, p. 159-178, 1968.

BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1, p. 77-104, 2001.

BATISTA, T. C.; OLIVEIRA, J. F.; MACEDO, M. A. S. Relevância da informação contábil para o mercado brasileiro de capitais: uma análise comparativa entre lucro líquido, lucro abrangente e fluxo de caixa operacional. **Race: revista de administração, contabilidade e economia**, v. 16, n. 1, p. 381-408, 2017.

BEAVER, W. H. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, p. 67-92, 1968.

BORTOLON, P. M.; SILVA, L. S.; BARROS, L. A. B. C. Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do Monitoramento, Desempenho e Estrutura de propriedade. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 22, n. 2, p. 261-279, 2019.

BRANDÃO, I. F. et al. Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 79, p. 28-41, 18, 2019.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-438, 2015.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 29 dez. 2019.

BROWN, P.; BEEKES, W.; VERHOEVEN, P. Corporate governance, accounting and finance: A review. **Accounting and Finance**, v. 51, n. 1, p. 96-172, 2011.

BRUGNI, T. V. **Governança corporativa, conselhos de administração e fiscal e propriedade dos números contábeis no Brasil**. 2016. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 237-333, 2001.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

- CARVALHO, B. P. et al. O conselho fiscal e a suavização de resultados contábeis nas maiores empresas listadas na B3. CONGRESSO VIRTUAL DE ADMINISTRAÇÃO, XV. In: **Anais...** São Paulo, 27 de novembro a 01 de dezembro de 2018.
- CLAESSENS, S; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, v. 15, n. 3, p 1-33, 2013.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento conceitual básico (R2):** Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Brasília: CPC, 2019.
- EASTON, P. D.; HARRIS, T. S. Earnings as an explanatory variable for returns. **Journal of Accounting Research**, p. 19-36, 1991.
- FERREIRA, L. V.; LEMES, S.; FORTI, C. A. B. Qualidade informativa do lucro líquido e do lucro abrangente. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 34, n. 3, p. 1-20, 2015.
- FIADOR, V. O. Corporate governance and value relevance of financial information: evidence from the Ghana Stock Exchange. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 13, n. 2, p. 208-217, 2013.
- FURUTA, F.; SANTOS, A. Comitê de auditoria versus conselho fiscal adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 53, p. 1-23, mai./ago. 2010.
- HABIB, A.; AZIM, I. Corporate governance and the value-relevance of accounting information: evidence from Australia. **Accounting Research Journal**, v. 21, n. 2, p. 167-194, 2008.
- HABIB, A.; JIANG, H. Corporate governance and financial reporting quality in China: A survey of recent evidence. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 24, p. 29-45, 2015.
- HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105, n. 430, p. 678-89, 1995.
- HENDRIKSEN, E. S.; BREDAS, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.
- HOLTZ, L.; SARLO NETO, A. Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 66, p. 255-266, 2014.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.
- JENSEN, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **The Journal of Finance**, 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- JENSEN, M. C., MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KOTHARI, S. P.; ZIMMERMAN, J. L. Price and return models. **Journal of Accounting and Economics**, v. 20, n. 2, p. 155-192, 1995.

- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LAMB, R. 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, 2014.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.
- NIU, F. F. Corporate governance and the quality of accounting earnings: a Canadian perspective. **International Journal of Managerial Finance**, v. 2, n. 4, p. 302-327, 2006.
- OHLSON, J. A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.
- PONTES, E. F. **O conselho fiscal nas companhias abertas brasileiras**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- SARLO NETO, A.; LOPES, A. B.; DALMÁCIO, F. Z. 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**, v. 7, n. 4, art. 3, p. 301-314, 2010.
- SILVA, J. A. **Conselho fiscal nas sociedades anônimas brasileiras: o conselho fiscal à luz da Lei de Sociedades Anônimas em vigor**. Belo Horizonte: Del Rey, 2000.
- SILVA, G. C.; TAKAMATSU, R. T.; AVELINO, B. C. Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Qualidade das Informações Contábeis. **ConTexto**, v. 17, n. 35, 2017.
- SLEIFER, A; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SLOAN, R. G. Financial accounting and corporate governance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 335-347, 2001.
- SUNDER, S. **Teoria da contabilidade e do controle**. São Paulo: Atlas, 2014.
- TINOCO, J. E. P.; ESCUDER, S. A. L.; YOSHITAKE, M. O conselho fiscal e a governança corporativa: transparência e gestão de conflitos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, p. 175-202, 2011.
- TRAPP, A. C. G. **A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis**. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Massachusetts - EUA: MIT Press, 2002.
- YOUNG, M. N *et al.* Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. **Journal of Management Studies**, 45, n. 1, p. 196–220, 2008.