



Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do Monitoramento, Desempenho e Estrutura de Propriedade

RESUMO

Objetivo: Este artigo investiga se as características do monitoramento, da estrutura de propriedade e do desempenho se associam às chances de solicitação de instalação do Conselho Fiscal (CF). A solicitação pode ser entendida como uma manifestação de ativismo, uma vez que sinaliza a disposição dos acionistas em aumentar a fiscalização sobre a gestão.

Método: Empresas que foram alvo de solicitação e empresas que não têm o CF instalado foram observadas entre 2010 e 2016. Os dois grupos foram comparados e modelos *logit* empregados para análise das variáveis relacionadas com as chances a favor do evento.

Originalidade/relevância: a pesquisa contribui para a ainda limitada literatura sobre ativismo no Brasil e investiga de forma pioneira um órgão de governança incomum no cenário internacional.

Resultados: O tamanho do conselho associa-se positivamente ao evento e a presença do comitê de auditoria negativamente. O desempenho tem relação negativa com as chances de solicitação, em linha com evidências na literatura. A probabilidade de solicitação é maior em empresas com acordos de acionistas, o que sugere o reconhecimento de forma negativa pelos acionistas dessa ferramenta de articulação do controle.

Contribuições Teóricas/metodológicas: Os resultados contribuem para os debates acadêmicos relativos aos efeitos de complementação versus substituição de diferentes mecanismos de governança e aos motivadores do ativismo dos acionistas.

Contribuições sociais/para a gestão: Os achados podem auxiliar as empresas a se anteciparem a esse tipo de demanda, facilitada após a implantação do voto a distância.

Palavras-chave: ativismo; conselho fiscal; comitê de auditoria; acordos de acionistas; acionistas minoritários.

Patricia Maria Bortolon

Universidade Federal do Espírito Santo (UFES),
Espírito Santo, Brasil
E-mail: patricia.bortolon@ufes.br

Layziane Souza Silva

Universidade Federal do Espírito Santo (UFES),
Espírito Santo, Brasil
E-mail: layzianesilva@gmail.com

Lucas Ayres Barreira de Campos
Barros

Universidade de São Paulo (USP), São Paulo,
Brasil
E-mail: lucasbarros@usp.br

Recebido: dezembro 03, 2018

Revisado: abril 21, 2019

Aceito: junho 01, 2019

Publicado: agosto 31, 2019



How to Cite (APA)

Bortolon, P. M., Silva, L. S., & Barros, L. A. B. de C. (2019). Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do Monitoramento, Desempenho e Estrutura de Propriedade. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 22 (2), 261-279. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2019v22n2a7

1 INTRODUÇÃO

O acionista ativista é reconhecido como aquele que, insatisfeito com algum aspecto da companhia, tenta induzir mudanças na mesma sem que seja necessário mudar o controle (Gillan & Starks, 2007). A insatisfação dos acionistas pode se manifestar de diversas formas, entre elas a voz (ativismo) e a saída (vender as ações) (Hirschman, 1970). Pesquisas apontam que antes de se manifestar em assembleias alguns acionistas buscam interações diretas com as empresas, sendo essas movimentações “por trás das cortinas” difíceis de identificar. Ou seja, o ativismo observado nas assembleias representa uma parte do que ocorre (Goranova & Ryan, 2013).

A decisão de se engajar em iniciativas ativistas é precedida por análises e monitoramento da empresa investida. O movimento de tentar interferir na gestão, torna-se portanto um mecanismo de governança corporativa na medida em que aponta falhas e responde a conflitos de agência existentes nas empresas (Gillan & Starks, 2007; Schaefer & Hertrich, 2011).

Segundo Karpoff (2001) o aumento da frequência nas iniciativas ativistas coincide com o aumento das participações de investidores institucionais no capital das empresas. A reprodução de um índice ou restrições regulatórias podem limitar a diversificação levando-os a atuarem junto às empresas na busca por melhor desempenho (Monks & Minow, 1992).

A literatura internacional sobre ativismo concentra-se em países anglo-saxões com controle e propriedade dispersos, onde o conflito de agência ocorre entre acionistas e gestores. Quando há concentração de controle há incentivos à participação na gestão. O resultado é o problema de agência característico de países em desenvolvimento, assim como na Europa continental, que é a potencial expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores (Aldrighi, 2014; La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999). Nesses contextos os desafios para que os minoritários se façam ouvir são relevantes.

Vargas, Bortolon, Barros e Leal (2018) mostram através de um índice que o ativismo é ainda incipiente no Brasil, embora tenha aumentado no período observado. Entre as evidências mapeadas está a solicitação de instalação do Conselho Fiscal (CF) e a eleição de membros para esse órgão. O CF é responsável pela fiscalização dos atos administrativos e emite opinião sobre os demonstrativos financeiros examinados pelo auditor. O art. 161 da Lei das Sociedades Anônimas diz que as companhias terão um CF e o estatuto determinará seu funcionamento, de modo permanente ou nos anos em que for solicitado pelos acionistas¹. A lei também determina que os minoritários têm direito a escolher um membro e seu respectivo suplente, tornando mais fácil a representação no CF do que no Conselho de Administração (CA).

No Brasil, os acionistas minoritários, ao solicitarem a instalação do CF, influenciam a estrutura de governança da firma e comunicam à empresa uma demanda por maior monitoramento. Esse movimento é, portanto, uma manifestação de ativismo. Esta pesquisa tem como objetivo investigar as características relacionadas à solicitação de instalação de conselhos fiscais. Como o CF tem função opinativa e não deliberativa, observando relatórios e fatos *ex-post*, especial atenção é dada a características que representem a função de monitoramento nas empresas, seja este interno ou externo. A literatura sugere que características tais como independência, tamanho e frequência de reuniões dos conselhos de administração têm relação com a tomada de decisões por esse órgão, o que pode influenciar a qualidade do monitoramento (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004; Hermalin & Weisbach, 2001; Vafeas, 1999). O monitoramento externo é observado através da qualidade da auditoria

independente e da cobertura por analistas de mercado (Adams & Neururer, 2019; DeFond, Raghunandan, & Subramanyam, 2002).

São investigadas também a estrutura de propriedade e o desempenho. A concentração de controle, característica do cenário brasileiro, representa um maior incentivo ao monitoramento pelos grandes acionistas, o que é positivo. Entretanto, pode desestimular iniciativas dos acionistas minoritários que veem poucas chances de suas propostas serem aceitas (Leal & Carvalhal da Silva, 2006; Shleifer & Vishny, 1986). Os acordos de acionistas são outra característica que merece investigação, uma vez que a articulação de controle que o mesmo proporciona, pode representar efeitos negativos sobre o ativismo (Carvalhal, 2012; Gelman, Castro e Seidler, 2015). Na literatura internacional os investidores institucionais são frequentemente reconhecidos como importantes monitores da gestão (Gillan & Starks, 2000; Guercio & Hawkins, 1999). No Brasil, Punsuvo, Kayo e Barros (2007) e Sonza e Granzotto (2018) encontram relação negativa entre a participação de fundos de pensão e, respectivamente, a qualidade da governança e o desempenho das empresas investidas.

O baixo desempenho é apontado na literatura internacional como motivador para o ativismo (Ertimur, Ferri e Muslu, 2011; Karpoff, Malatesta e Walking, 1996). No Brasil, Vargas (2013) encontrou relação negativa entre desempenho e um índice amplo de ativismo e Guimaraes, Leal, Wanke e Morey (2018) sugerem que ativistas tendem a escolher empresas de baixo desempenho.

O artigo contribui para a ainda escassa literatura sobre ativismo no Brasil. As solicitações de instalação de CF ganham maior relevância a partir da instituição do voto a distância pela Instrução CVM No. 561/2015 (CVM, 2015). Nos boletins de voto a distância a opção de solicitar a instalação do CF é obrigatória, facilitando a manifestação dos acionistas nesse sentido. Entender os fatores que levam a essa atitude dos acionistas pode sinalizar às empresas formas de se anteciparem a essa demanda, melhorando a comunicação e atendimento às expectativas dos acionistas.

2 REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES

Nas corporações a separação entre a propriedade e o controle estabelece que os acionistas podem escolher os membros dos CAs. Estes devem agir no melhor interesse dos acionistas. Falhas ao desempenhar esse papel motivam iniciativas ativistas (Gillan & Starks, 1998).

Segundo Gillan e Starks (2007) o ativismo é uma resposta aos conflitos de agência existentes nas empresas. Smith (1996) associa sua crescente importância a partir dos anos 90 nos EUA a redução da atividade no mercado de aquisições hostis e sua consequente menor importância como elemento disciplinador da gestão; e ao crescimento das participações acionárias dos investidores institucionais.

O ambiente legal é um fator relevante para o desenvolvimento das iniciativas ativistas. A regulação estabelece, por exemplo, a divisão do poder entre o CA e a assembleia de acionistas. Define também a obrigação da gestão tomar providências ou não. Nos EUA, por exemplo, resultados de votações sobre remuneração executiva passaram a ser vinculantes somente a partir de 2011 com a Lei Dodd-Frank após a crise financeira de 2008 (Thomas, Palmiter, & Cotter, 2011).

No Brasil Vargas *et al.* (2018) observam o nível de ativismo através de um índice amplo. Apesar de baixo, o índice apresentou crescimento nos anos de 2008, 2010 e 2012, sendo mais frequente em empresas maiores, com piores indicadores de governança, com muitos acionistas e controladas pelo governo. Os dados mostram um crescimento do número de propostas apresentadas pelos acionistas, um aumento no pedido de adoção do voto

múltiplo e aumento no número de notícias sobre ativismo no principal jornal de negócios do país.

A teoria da agência descreve entre os custos de agência os custos de monitoramento do agente pelo principal. O monitoramento diminui a assimetria informacional resultante da separação entre gestão e propriedade (Jensen & Meckling, 1976).

Os CAs, em teoria, ajudam a resolver problemas de agência (Hermalin & Weisbach, 2001). Ao monitorarem as informações contidas em relatórios divulgados ao mercado podem diminuir o gerenciamento de resultados realizado por gestores (Vafeas, 2000).

A literatura observa características dos CAs tais como tamanho, frequência de reuniões e número de independentes. Conselheiros independentes tendem a ser melhores monitores (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004). Com relação ao tamanho, conselhos pequenos ou muito grandes podem ter dificuldades em tomar as melhores decisões, mas as evidências na literatura não são unânimes (Hermalin & Weisbach, 2001; Silveira, Barros, & Famá, 2003). Vafeas (1999) mostrou que a frequência de reuniões está inversamente relacionada ao valor da empresa.

Uma boa governança pode diminuir a necessidade de iniciativas ativistas. Vargas *et al.* (2018) encontram menor ativismo em empresas com melhor governança. Espera-se, portanto, uma relação negativa entre a listagem no Novo Mercado (NM) ou Nível 2 (N2) e as chances de solicitação de instalação do CF.

O tamanho da empresa tem relação positiva com o monitoramento. Firms maiores são mais difíceis de monitorar e podem atrair a atenção de investidores institucionais interessados em construir uma imagem de defensores dos interesses de seus cotistas (Guercio & Hawkins, 1999; Jensen & Meckling, 1976).

O monitoramento também é exercido através de mecanismos externos de governança tais como auditorias independentes e analistas de mercado. As pesquisas relacionam a qualidade da firma de auditoria com a qualidade da informação contábil, os custos dos serviços de auditoria e a independência do auditor. Adams e Neururer (2019) encontram relação negativa entre a intensidade do ativismo futuro e a qualidade da auditoria, avaliada pelo tamanho da firma de auditoria e por valores anormais de contratação. Em muitos estudos a qualidade é associada ao grupo que se convencionou chamar de Big4, composto pelas grandes firmas de auditoria com atuação mundial (DeFond, Raghunandan, & Subramanyam, 2002).

A cobertura por analistas externos reduz a assimetria informacional provendo informações úteis ao monitoramento por investidores externos. Chang, Dasgupta e Hilary (2006) mostram que a menor cobertura por analistas reduz as chances de firmas emitirem ações. Yu (2008) mostra que firmas cobertas por mais analistas gerenciam menos os resultados. Irani e Oesch (2013) evidenciam a redução na qualidade dos relatórios financeiros após a redução da cobertura por analistas. Com efeitos mais pronunciados em empresas com pior proteção aos minoritários, os autores concluem que há um efeito substituição entre o monitoramento por analistas de mercado e outros mecanismos de governança.

O monitoramento também é exercido pelos detentores de dívida. O endividamento pode ter efeito substituto ao monitoramento uma vez que a redução do caixa disponível tem efeito disciplinador sobre a gestão (Jensen, 1986). Souha e Anis (2016) encontram relação negativa entre endividamento e ativismo.

A literatura revisada sugere a seguinte hipótese de pesquisa sobre as chances de ocorrer a solicitação de instalação do CF, com desdobramentos para o monitoramento interno e externo:

H₁: a frequência de pedidos de instalação do CF é menor em empresas com maior qualidade de monitoramento, externo ou interno;

H_{1a}: a frequência de pedidos de instalação do CF é menor em empresas com maior qualidade de monitoramento externo;

H_{1b}: a frequência de pedidos de instalação do CF é menor em empresas com maior qualidade de monitoramento interno.

O baixo desempenho poderia chamar a atenção de acionistas motivando-os a agir. As evidências empíricas nesse sentido são ambíguas, o que pode ser atribuído a diferentes métricas. Ertimur, Ferri e Muslu (2011) e Karpoff, Malatesta e Walkling (1996) encontram relação negativa entre ativismo e desempenho operacional, e Ertimur *et al.* (2011) quando observam desempenho de mercado. Cai e Walkling (2011) não encontram relação entre desempenho operacional e ativismo e Carleton, Nelson e Weisbach (1998) e Karpoff *et al.* (1996) entre desempenho de mercado e ativismo. No Brasil, Vargas (2013) encontrou relação negativa entre o retorno sobre patrimônio líquido e as chances da empresa ser alvo de ativismo. Guimarães *et al.* (2018) observam um *score* de desempenho resultante da aplicação de análise envoltória de dados e concluem que os acionistas ativistas têm como alvo empresas menos eficientes.

A literatura menciona diversas variáveis para medir desempenho, sendo as usuais as baseadas em valores contábeis ou de mercado. Os resultados não são unânimes ao relacionar desempenho e ativismo, entretanto, dada a atuação do CF ser focada em analisar e aprovar relatórios de auditores e demonstrações contábeis, é possível que métricas contábeis expliquem melhor a solicitação de instalação do órgão. Esta pesquisa observa métricas contábeis e de mercado e, portanto, analisará a seguinte hipótese sobre a relação entre desempenho e a solicitação de instalação do CF:

H₂: a frequência de pedidos de instalação do CF é maior em empresas com pior desempenho

Características da estrutura de propriedade definem os incentivos ao monitoramento pelos acionistas e os problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976). Grandes acionistas têm maiores incentivos ao monitoramento, o que reduziria a demanda pelo CF, entretanto, podem desestimular os minoritários a intervir (Leal & Carvalhal da Silva, 2006; Shleifer & Vishny, 1986). O efeito, portanto, da concentração de controle na solicitação de instalação do CF pode ser considerado ambíguo.

O controle pode ser exercido por um grupo através de um Acordo de Acionistas (AA). Gorga (2008) e Sternberg, Leal e Bortolon (2011) mostram que no Brasil esses acordos são mais frequentes no NM. Gelman, Castro e Seidler (2015) encontraram efeito negativo do acordo de acionistas sobre o valor da firma, especialmente na presença de cláusulas que vinculam o voto de conselheiros de administração ao acordo. Carvalhal (2012) analisa um índice com diversas características dos AAs e conclui que a relação é positiva com o valor da firma. Os trabalhos mencionados, portanto, não permitem estabelecer um sinal esperado claro para a relação entre a solicitação de instalação do CF e a presença de AAs.

Evidências empíricas mostram o papel dos investidores institucionais como monitores da gestão (Gillan & Starks, 2000; Guercio & Hawkins, 1999). O monitoramento desses investidores pode ter efeito substituto ao demandado pelos acionistas ao solicitar o CF. Smith (1996) encontram relação entre a presença de institucionais e iniciativas ativistas. No Brasil, Punsuvo, Kayo e Barros (2007) encontram relação negativa entre a participação de fundos de pensão e a qualidade da governança e Oliveira, Leal e Almeida (2012) não encontram relação

significativa. Os autores mencionam as elevadas participações e o possível alinhamento aos controladores como explicações. Sonza e Granzotto (2018) encontram relação negativa entre o tamanho da participação de fundos de pensão brasileiros e o desempenho, mostrando que os mesmos parecem não desempenhar bem o papel de monitores da gestão. Não é possível, portanto, prever um sinal para o efeito da participação de institucionais na solicitação de instalação do CF.

A literatura acima sugere uma relação entre estrutura de propriedade, monitoramento e conflitos de agência, entretanto, a ambiguidade das relações não permite estabelecer um sinal claro para o efeito sobre as chances de solicitação de instalação do CF. A hipótese, portanto, é formulada da seguinte forma:

H₃: a frequência de pedidos de instalação do CF tem relação com as características da estrutura de propriedade.

3 MÉTODO

A população deste estudo é definida pelas empresas de capital aberto listadas na B3. A amostra partiu da seleção feita por Vargas *et al.* (2018), que considerou as empresas ativas em 2008, 2010 e 2012 que atendessem a um mínimo de liquidezⁱⁱ de 0,001 em cada um dos anos. Essas empresas foram também observadas em 2014 e 2016. As informações sobre a solicitação de instalação de CF foram obtidas em atas das primeiras Assembleias Gerais Ordináriasⁱⁱⁱ das empresas em cada ano. Conselhos fiscais permanentes foram identificados nos Formulários de Referência e Estatutos das empresas disponíveis no site da CVM. Por fim, dados econômico-financeiros e características de governança foram obtidas na base de dados Comdinheiro.

Esta pesquisa analisa os dados de 2010, 2012, 2014 e 2016. A opção pelo período a partir de 2010 justifica-se pelo melhor nível de *disclosure* estabelecido pela CVM a partir das Instruções no. 480 e 481/2009 (CVM, 2009a, 2009b).

Algumas exclusões foram necessárias pelos seguintes motivos: empresas que fecharam capital ou faliram durante os anos de 2014 e 2016; dados incompletos sobre as variáveis pesquisadas; ou atas de assembleias sem informações sobre CF. Ressalte-se que todos os pedidos de instalação do CF foram aceitos em assembleia.

A amostra foi dividida em dois grupos: empresas que foram alvo de solicitação de instalação e empresas que não tinham CF instalado. As empresas que têm o órgão funcionando de forma permanente não foram objeto de análise. Essa estratégia ressalta as diferenças entre os grupos.

A partir dos dois conjuntos de empresas as análises quantitativas foram feitas utilizando-se estatística descritiva, análise de correlação, testes univariados (testes de diferença de médias e proporções) e modelos multivariados (*logit*).

O modelo básico de análise dos fatores que influenciam as chances de a empresa ser alvo de solicitação de instalação do CF é descrito a seguir. Seja p_{it} a probabilidade de que $CF_{it} = 1$:

$$\ln\left(\frac{p_{it}}{1-p_{it}}\right) = \alpha + \beta_1 \text{Monitoramento}_{it} + \beta_2 \text{Desempenho}_{it} + \beta_3 \text{Est. Propriedade}_{it} + \beta_4 \text{Controles}_{it} \quad (1)$$

$\text{Monitoramento}_{it}$, Desempenho_{it} , $\text{Est. Propriedade}_{it}$ e Controles_{it} são vetores representando construtos operacionalizados por meio de diferentes variáveis, apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1
Descrição das variáveis

Variável Dependente			
Variável	Descrição/Cálculo	Sinal esperado	Referências
CF	<i>Dummy</i> = 1 para empresa alvo de solicitação de instalação de CF e 0 se não houve solicitação e não há CF instalado.		
Monitoramento Interno			
TC_N	Quantidade de membros do CA	+	Hermalin & Weisbach (2001); Silveira <i>et al.</i> (2003)
CI_PERC	Percentual de independentes no CA	-	Anderson, Mansi e Reeb (2004)
NR_N	Quantidade de reuniões do CA no ano	+	Vafeas (1999)
AUD	<i>Dummy</i> = 1 se a empresa tem comitê de auditoria	-	Baioco & Almeida (2017)
GOV	<i>Dummy</i> = 1 se listada no N2 ou NM	-	Vargas <i>et al.</i> (2018)
TAM	Logaritmo natural do Ativo Total	+	Guercio & Hawkins (1999); Jensen & Meckling (1976)
Monitoramento Externo			
AN	<i>Dummy</i> = 1 se coberta por pelo menos 3 analistas.	-	Chang, Dasgupta, & Hilary (2006); Irani & Oesch (2013); Yu (2008)
BIGFOUR	<i>Dummy</i> = 1 se auditoria for uma Big Four	-	DeFond, Raghunandan, & Subramanyam (2002)
ENDIV	Financiamentos de Longo e Curto Prazo/ Ativo Total	-	Jensen (1986); Souha & Anis (2016)
Estrutura de Propriedade			
AA	<i>Dummy</i> = 1 se possui AA	+	Gelman, Castro, & Seidler (2015); Strickland, Wiles, & Zenner (1996)
II_PERC	% de ações totais de investidores institucionais entre os 5 maiores acionistas	+	Denis; Mcconnell, (2003); Tan; Keeper, (2008)
MAIOR_ON	% ações ON do maior acionista	-	La Porta <i>et al.</i> , (2000); Vargas (2013)
Desempenho			
ROE	Lucro Líquido/Patrimônio Líquido	-	Ertimur, Ferri, & Muslu (2011)
MTB	Market-Value/Patrimônio Líquido	-	Ertimur <i>et al.</i> (2011)
Variáveis de Controle			
SETOR	<i>Dummies</i> para os 9 setores econômicos da B3 representados na amostra (Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Financeiro e Outros, Materiais Básicos, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Saúde, Tecnologia da Informação, Utilidade Pública)		
ANO	<i>Dummies</i> para os anos de 2010, 2012, 2014 e 2016		

A qualidade do monitoramento foi observada através de variáveis que o caracterizam em funções internas e externas à empresa. O CA é observado através do número de membros (TC_N), percentual de independentes (CI_PERC) e número de reuniões (NR_N). A literatura sobre os efeitos do tamanho do conselho não é unânime quanto ao sinal da relação com o monitoramento (Hermalin & Weisbach, 2001). Quanto ao percentual de independentes, espera-se relação negativa, dado o melhor monitoramento exercido por este tipo de conselheiro (Anderson, Mansi & Reeb, 2004). Como Vafeas (1999) encontra relação negativa entre o número de reuniões do CA e o valor da empresa, espera-se que o excesso de reuniões seja prejudicial à função de monitoramento, aumentando as chances de solicitação do CF.

Melhores práticas de governança, aqui representada pela listagem no NM ou N2 da B3 (GOV), podem diminuir a demanda pelo CF (Vargas *et al.*, 2018). Já empresas maiores

(TAM) demandam maior monitoramento, podendo influenciar positivamente a solicitação do CF.

O comitê de auditoria (AUD) pode representar monitoramento adicional com caráter de substituição ao CF. Baioco e Almeida (2017) encontram impactos diferentes do CF e comitê de auditoria ao relacioná-los à qualidade da informação contábil. O monitoramento externo é caracterizado pela cobertura de analistas (AN), a presença de auditoria BigFour (BIGFOUR) e o endividamento (END). Espera-se que essas características de monitoramento tenham relação negativa com as chances de haver solicitação de instalação do CF, ou seja, espera-se um efeito substituição entre o monitoramento representado por estas variáveis e o CF.

A estrutura de propriedade é caracterizada por variáveis que capturam os efeitos da concentração de controle, quais sejam, a participação do maior acionista em ações ON (MAIOR_ON) e a presença de um acordo de acionistas (AA). Quanto aos investidores institucionais, mensura-se o percentual de ações em posse de institucionais entre os 5 maiores acionistas (II_PERC).

A relação entre desempenho e ativismo depende das métricas de ativismo e desempenho observadas. Nesta pesquisa, medidas contábeis (ROE) e de mercado (MTB) são investigadas. Espera-se relação negativa com a solicitação de instalação do CF.

A Figura 1 a seguir apresenta o modelo analítico da pesquisa, com as hipóteses, variáveis e sinais esperados na investigação dos efeitos sobre a solicitação de instalação do CF.

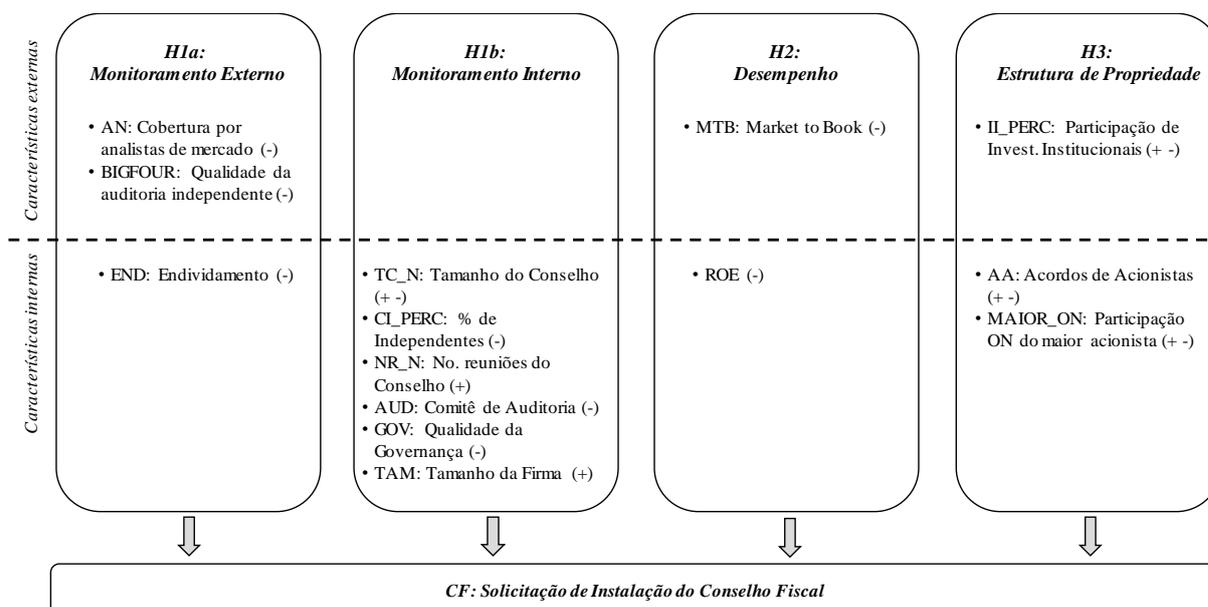


Figura 1: Modelo Analítico da Pesquisa

4 RESULTADOS

A amostra é composta por empresas que foram alvo de solicitação de instalação do CF e empresas que não têm o órgão instalado. Essa abordagem resultou em 88 empresas e 341 observações empresas-ano^{iv}.

A Tabela 2 mostra que mais da metade das empresas-ano foram alvo de solicitação de instalação do CF (54,8%). Com relação ao monitoramento interno, os conselhos têm em média cerca de 7 membros. O maior conselho é o da Electro Aço Altona em 2014 e o menor o

da Fertilizantes Heringer em 2010. O percentual de independentes médio é 27,5%, mas em 87 empresas-ano foi observado 0%. O número de reuniões médio é de 11 por ano, sendo o máximo observado na CCR no ano de 2016. Cerca de 33% das observações têm o comitê de auditoria.

Empresas de auditoria *BigFour* estão em quase 90% das empresas-ano. A cobertura por pelo menos 3 analistas de mercado é menos frequente, ocorrendo em 48,7% das observações.

A estrutura de propriedade apresenta a concentração de controle usual em estudos brasileiros. O maior acionista tem, em média, 53% das ações ON. Acordos de acionistas estão presentes em 10% das observações. Os investidores institucionais estão presentes em aproximadamente 55% das observações, e a participação média em toda a amostra é de 6,7%.

O desempenho, tanto pela métrica contábil (ROE) quanto a de mercado (MTB), apresentaram valores médios positivos. Os altos desvios padrão sugerem a necessidade de tratamento para observações extremas.

Aproximadamente 80% da amostra está listada nos segmentos NM ou N2 da B3. O endividamento total médio é de cerca de 30% do ativo total.

Tabela 2

Estatística Descritiva

	#Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
CF	341	0.548		0	1
Monitoramento Interno					
TC_N	341	7.278	2.395	1	20
CI_PERC	341	0.275	0.222	0	1
NR_N	341	11.123	6.879	1	51
AUD	341	0.328		0	1
Monitoramento Externo					
AN	341	0.487		0	1
BIGFOUR	341	0.886		0	1
Estrutura de Propriedade					
AA	341	0.100		0	1
II_PERC	341	6.755	10.819	0	75.25
MAIOR_ON	341	52.973	20.412	0	100
Desempenho					
ROE	341	9.690	47.381	-332.2	577.005
MTB	341	1.739	3.129	-25.444	19.594
Variáveis de Controle					
TAM	341	1.370	1.588	-3.293	7.210
ENDIV	341	0.310	0.184	0	0.892
GOV	341	0.792		0	1

As correlações observadas entre as variáveis métricas não são elevadas. A maior ocorre entre o tamanho da empresa (TAM) e o tamanho do conselho (TC_N). As correlações são também positivas e estatisticamente significativas do tamanho com o número de reuniões do conselho, a participação de institucionais e a concentração de controle.

As medidas de desempenho da pesquisa apresentaram correlação negativa. A participação em ações ON do maior acionista tem relação negativa com a participação de investidores institucionais.

A amostra sugere que conselhos maiores e com maior proporção de independentes têm correlação positiva com o número de reuniões anuais. A participação de institucionais também se correlaciona positivamente com o número de reuniões.

Tabela 3
Correlações

	TC_N	CI_PERC	NR_N	II_PERC	MAIOR_ON	ROE	MTB	TAM	ENDIV
TC_N	1								
CI_PERC	0.007	1							
NR_N	0.154*	0.123*	1						
II_PERC	0.093	0.080	0.166*	1					
MAIOR_ON	0.109*	0.031	0.173*	-0.118*	1				
ROE	-0.017	-0.129*	-0.058	-0.025	-0.004	1			
MTB	0.116*	0.013	0.106	-0.022	-0.053	-0.311*	1		
TAM	0.456*	0.067	0.251*	0.107*	0.128*	-0.063	0.068	1	
ENDIV	0.019	0.021	0.139*	0.104	-0.151*	-0.064	0.158*	-0.065	1

Nota: * indicam significância estatística a 5%

A Tabela 4 apresenta os resultados dos testes univariados comparando as empresas que foram alvo de solicitação de instalação do CF (CF=1) e as que não têm o órgão instalado (CF=0).

Entre as características do monitoramento interno mapeadas na pesquisa, duas apresentaram diferenças estatisticamente significativas. O percentual de conselheiros independentes (CI_PERC) é menor nas empresas alvo da solicitação. A diferença é ainda mais relevante quando observada a presença de comitês de auditoria (AUD). Cerca de 24% das empresas alvo têm esse tipo de comitê, enquanto para as demais esse percentual atinge quase 44%.

Com relação ao monitoramento externo, é possível que a elevada presença de empresas de auditoria *BigFour* nos dois grupos não permita diferenciá-los. Entretanto, a cobertura por pelo menos 3 analistas de mercado é menos frequente entre as alvo de solicitação (43%) do que nas que não foram objeto dessa iniciativa (55%).

Nenhuma das características de estrutura de propriedade apresentou diferenças estatisticamente significativas. Os dois grupos apresentam elevadas participações do maior acionista em ações ON (MAIOR_ON), participações semelhantes de investidores institucionais (II_PERC) e uma baixa incidência de acordos de acionistas (AA).

As duas variáveis de desempenho (ROE e MTB) apresentaram diferenças significativas, com médias menores no grupo alvo de solicitação de instalação do CF.

Não foram observadas diferenças nas variáveis tamanho (TAM), endividamento (ENDIV) ou listagem em segmentos diferenciados de governança (GOV).

As análises univariadas sugerem que características do monitoramento interno (percentual de independentes e comitê de auditoria), do monitoramento externo (cobertura por analistas) e desempenho (ROE e MTB) podem discriminar os dois grupos de empresas. As características de estrutura de propriedade observadas, entretanto, não parecem diferenciar os dois grupos.

Em seguida, foram estimados modelos *logit*. As baixas correlações apresentadas anteriormente não sugerem problemas de multicolinearidade. Como confirmação, análises do Fator de Inflação da Variância foram feitas para cada modelo, estimando-o como modelo de probabilidade linear, sem que se observasse valores superiores a 2.5. A possível presença de autocorrelação dos erros foi tratada através da utilização de erros agrupados (*clustered*) por empresa em todos os modelos. Problemas de endogeneidade decorrentes de variáveis omitidas foram endereçados com a utilização das variáveis de controle especificadas.

Tabela 4
Testes de Diferenças de Médias e Proporções

<i>Variáveis Quantitativas</i>						
	CF=0		CF=1		Diferença (0-1)	Estat. t
	#	Média	#	Média		
CI_PERC	147	0.307	182	0.253	0.053	2.179**
TC_N	147	7	182	7.5	-0.500	-1.897
NR_N	147	10.844	182	11.390	-0.547	-0.708
II_PERC	147	6.371	182	7.262	-0.892	-0.741
MAIOR_ON	147	54.256	182	51.877	2.379	1.054
ROE	147	10.106	182	2.260	4.846	2.162**
MTB	147	1.785	182	1.391	0.394	2.103**
TAM	147	1.370	182	1.366	0.004	0.020
ENDIV	147	0.282	182	0.323	-0.040	-2.012
<i>Variáveis Qualitativas</i>						
	CF=0		CF=1		Diferença	Estat. z
	#	%	#	%		
AUD	147	0.435	182	0.242	0.194	3.718***
AN	147	0.551	182	0.434	0.117	2.110**
BIGFOUR	147	0.871	182	0.896	-0.025	-0.701
AA	147	0.048	182	0.137	-0.090	-2.731
GOV	147	0.803	182	0.791	0.012	0.258

Nota: (i) a amostra foi tratada para a presença de outliers nas variáveis ROE e MTB, o que resultou na exclusão de 12 observações; (ii) os asteriscos indicam significância estatística a (*)10%, (**)5% e (***)1%.

Cabe mencionar que a estimação de modelos de efeitos fixos para dados em painel não se mostrou viável, dada a quantidade de empresas na amostra em que a variável dependente (CF) não variava nos anos observados.

Os resultados são apresentados na Tabela 5. As *proxies* de cada construto foram analisadas em grupo e os resultados apresentados nos modelos de 1 a 4, e finalmente o modelo completo com todas as variáveis no modelo 6.

Diferentemente do sugerido na análise univariada, não há associação estatisticamente significativa entre as *proxies* para monitoramento externo e a probabilidade de solicitação de instalação do CF. Com relação ao monitoramento interno, o comitê de auditoria apresenta influência negativa nas chances de solicitação, confirmando os resultados dos testes de diferença de proporções. O percentual de independentes no conselho, apesar do sinal negativo, não foi estatisticamente significativo. Já o tamanho do conselho, que não havia apresentado diferenças nos testes univariados, associa-se positivamente às chances de ocorrer a solicitação, sugerindo que conselhos grandes podem exercer monitoramento menos eficiente.

Os coeficientes das *proxies* de monitoramento interno são compatíveis com a H_{1b} , que estabelece que quanto maior a qualidade do monitoramento interno menores as chances de ativismo. Todavia, os coeficientes estimados para as *proxies* de monitoramento externo não são significantes nos níveis convencionais, e portanto, a H_{1a} não pôde ser confirmada.

Quanto maior o desempenho menor a chance de haver a solicitação. Esse efeito, entretanto, só é observado na variável ROE. A variável *Market-to-Book* não apresentou efeito estatisticamente significativo, apesar do sinal negativo. Há, portanto, evidências parciais favoráveis a H_2 .

As variáveis de estrutura de propriedade, que nos testes univariados não diferenciaram os grupos, aqui apresentam relação positiva e estatisticamente significativa para a presença de acordos de acionistas (AA), sendo evidência favorável a H_3 .

Tabela 5
Modelos Logit

VARIÁVEIS	Monit. Ext. (1)	Monit. Int. (2)	Est. Prop. (3)	Desemp. (4)	Completo (6)
AN	-0.696 (0.423)				-0.562 (0.479)
BIGFOUR	0.669 (0.585)				0.892 (0.565)
ENDIV	1.386 (1.039)				1.049 (1.055)
TC_N		0.130 (0.083)			0.175* (0.091)
CI_PERC		-1.430 (0.919)			-1.444 (0.918)
NR_N		0.004 (0.024)			0.012 (0.028)
AUD		-0.935** (0.466)			-0.906* (0.465)
GOV		-0.049 (0.575)			-0.143 (0.609)
TAM		0.234 (0.172)			0.195 (0.164)
AA			1.124** (0.466)		1.037** (0.463)
II_PERC			-0.003 (0.019)		-0.007 (0.020)
MAIOR_ON			-0.006 (0.009)		-0.008 (0.009)
ROE				-0.012 (0.009)	-0.014* (0.008)
MTB				-0.104 (0.114)	-0.160 (0.109)
Constante	-0.046 (0.725)	0.310 (0.864)	0.948 (0.741)	1.152** (0.566)	-0.007 (1.125)
Dummy Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
#Obs.	317	317	317	317	317
LR Chi2	15.27	22.29	18.70	16.19	40.00
Prob>Chi2	0.227	0.100	0.096	0.134	0.015
Pseudo R2	0.050	0.086	0.047	0.041	0.141

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

5 DISCUSSÃO

Com relação à H_{1b}, a pesquisa encontrou evidências favoráveis à influência do Comitê de Auditoria e do tamanho do conselho, ambas *proxies* para monitoramento interno. As variáveis características do monitoramento externo pesquisadas não parecem influenciar a solicitação de instalação do CF.

Baioco e Almeida (2017) discutem as diferenças entre o CF e o comitê de auditoria e encontram diferentes efeitos sobre a qualidade da informação contábil. Carcello, Hermanson, Neal e Riley (2002) destacam a importância do comitê de auditoria na blindagem da auditoria

independente às pressões de gestores. O sinal negativo encontrado nesta pesquisa para o comitê de auditoria é coerente com o efeito substituição entre os dois órgãos.

Entre as características do CA analisadas, apenas o percentual de independentes é diferente entre os grupos. Nos modelos *logit*, entretanto, apenas o tamanho do CA apresentou significância estatística. CAs maiores favorecem o pedido de instalação do CF. Esta evidência é coerente com a literatura que sugere que conselhos muito pequenos ou grandes podem ter dificuldade na tomada de decisões (Hermalin & Weisbach, 2001; Silveira *et al.*, 2003).

A listagem nos dois principais segmentos diferenciados da B3 e o tamanho da empresa não têm relação com a solicitação de instalação do CF. Os dois grupos de empresas são homogêneos nessas características, conforme observado nos testes de diferença de médias e proporções, o que pode ter prejudicado a análise nos modelos *logit*.

A especialização e reputação da firma de auditoria tem seu preço. Lin e Liu (2009) relacionam a escolha de uma grande firma de auditoria com o *trade-off* entre manter privilégios de controle e melhorar a transparência com conseqüente redução do custo de capital. A contratação de uma Big4 poderia sinalizar aos minoritários uma melhor qualidade no monitoramento reduzindo a necessidade da instalação do CF. Os resultados, entretanto, não confirmaram a expectativa. A presença de Big4 em quase 90% da amostra pode ter prejudicado a análise.

Analistas de mercado são intermediadores de informações. A cobertura por analistas pode reduzir o gerenciamento de resultados e facilitar o acesso a capital (Chang *et al.*, 2006; Yu, 2008). No Brasil, Almeida e Rodrigues (2016) encontram associação positiva entre a cobertura por analistas e o *disclosure* voluntário durante a adoção das IFRS. A expectativa da relação negativa entre essa métrica e a solicitação de instalação do CF, entretanto, não se confirmou, apesar da proporção de empresas cobertas por pelo menos três analistas ser diferente entre os dois grupos de empresas observados (43% nas empresas alvo e 55% nas demais).

Souha e Anis (2016) encontram relação negativa entre endividamento e ativismo. Os resultados da pesquisa, entretanto, não permitem observar o efeito substituição sugerido na literatura.

A concentração de controle e a participação de investidores institucionais não diferencia os grupos. A presença de acordos de acionistas, entretanto, é maior nas empresas alvo de solicitação (14%) do que nas demais (5%). Essa variável se associa positivamente a solicitação de instalação do CF. No Brasil, estes acordos permitem, por exemplo, a vinculação de votos de conselheiros. Gelman *et al.* (2015) encontram efeito negativo desse tipo de cláusula no valor da firma, o que sugere um “efeito entrincheiramento” dos acionistas. Carvalho (2012) analisa um conjunto mais amplo de cláusulas e encontra relação positiva com o valor e o grau de proteção aos investidores.

O baixo desempenho é apontado na literatura como motivador do ativismo. As duas variáveis observadas, uma baseada em métricas contábeis e outra em valor de mercado, apresentam valores médios menores no grupo de empresas alvo de solicitação de instalação do CF. Na análise multivariada, entretanto, apenas o ROE apresentou o sinal negativo esperado. Apesar das funções do CF estarem mais ligadas à fiscalização da gestão do que a atividades da função “administração”, o pedido de instalação pode sinalizar a insatisfação quanto aos resultados. A solicitação de instalação do CF é uma das vias abertas aos minoritários via legislação, sendo também um órgão em que eles obrigatoriamente têm assegurada uma cadeira.

Cabe ressaltar que os critérios adotados para a seleção da amostra, que viabilizam maior obtenção de informações por empresa, podem ter prejudicado a diversidade da mesma. No restrito mercado brasileiro esse é um *trade-off* usual. A forte presença de empresas do NM

e N2 nos dois grupos (cerca de 80%) pode ter tornado mais homogêneas as características do CA.

6 CONCLUSÃO

O presente artigo analisou o pedido de instalação do Conselho Fiscal (CF)^v como uma manifestação ativista. A literatura sustenta que o ativismo é uma resposta dos acionistas aos conflitos de agência (Gillan & Starks, 2007). Os conflitos surgem, em mercados com concentração de capital como o brasileiro, principalmente entre controladores e minoritários. Entre os custos de agência enumerados na Teoria da Agência estão os custos de monitoramento do agente pelo principal (Jensen & Meckling, 1976).

O CF, por determinação legal, fiscaliza os atos dos administradores. A qualidade do monitoramento exercido pelas estruturas existentes na empresa e fora dela, e os incentivos ao monitoramento determinados pela estrutura de propriedade podem levar os minoritários a não demandar a instalação do órgão. Esta pesquisa analisa, portanto, a possível relação de substituição entre o monitoramento e a estrutura de propriedade e o pedido de instalação do CF. O desempenho é agregado às variáveis de interesse como um motivador da iniciativa ativista dos acionistas, que tentam sinalizar sua insatisfação.

A amostra de estudo compreendeu 88 empresas observadas nos anos de 2010, 2012, 2014 e 2016. A amostra é composta por empresas que foram alvo de solicitação de instalação do CF e empresas que não tem o CF instalado.

A comparação entre os dois grupos de empresas mostrou que as que são alvo de solicitação têm menor proporção de conselheiros independentes e pior desempenho. Neste grupo são também menores a proporção de empresas com comitê de auditoria e a proporção de empresas cobertas por pelo menos 3 analistas de mercado. As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade não apresentaram diferenças estatisticamente significativa entre os grupos.

As variáveis que influenciam as chances a favor do pedido de instalação foram analisadas através de modelos *logit*. Os resultados referentes às variáveis relacionadas à qualidade do monitoramento interno são compatíveis com a H1, mas o mesmo não ocorre com as variáveis relacionadas ao monitoramento externo. A presença do comitê de auditoria tem relação negativa com as chances a favor do evento e o tamanho do conselho relação positiva.

A relação negativa entre o ROE e a solicitação de instalação do CF é compatível com a H2. Com relação a H3 e a relação entre estrutura de propriedade e ativismo, somente a presença do acordo de acionistas sugere relação positiva com as chances do pedido de instalação. A presença de institucionais e a concentração de controle não apresentaram relação com o evento.

Os resultados sugerem que o conselho fiscal pode substituir parcialmente outros mecanismos de governança, a exemplo do comitê de auditoria. Neste sentido, a pesquisa contribui para o debate sobre a interação entre diferentes mecanismos de governança, em particular no que tange a possíveis efeitos de substituíbilidade ou complementariedade. Adicionalmente, a evidência de que pedidos de instalação do conselho fiscal são mais frequentes em empresas com pior desempenho alinha-se com a literatura empírica revisada e contribui para o debate sobre o que motiva os acionistas a serem mais ou menos passivos, sugerindo que o desempenho financeiro passado pode ser elemento chave para entender este fenômeno, mesmo em ambientes com controle concentrado (Leal & Carvalhal da Silva, 2006; Shleifer & Vishny, 1986).

Como contribuição gerencial, a pesquisa permite entender um fenômeno no mercado brasileiro que se tornou especialmente relevante após as alterações introduzidas pela Inst. CVM 561/2015 e o voto a distância (CVM, 2015). Os boletins submetidos aos acionistas para votação trazem obrigatoriamente a opção de solicitação de instalação do CF, o que facilita a manifestação e consecução do objetivo. Em 2018, quando todas as empresas foram obrigadas a adotar o voto a distância, algumas empresas foram tomadas de surpresa com o resultado da votação e a eleição dos membros do CF acabou sendo feita somente pelos acionistas presentes à assembleia sem a participação dos que votaram a distância. Ou seja, o processo facilita a obtenção dos votos necessários à instalação do CF, mas o boletim não permite a sugestão de nomes para composição do órgão (Gutierrez, 2018; Selmi, 2018). Assim, o entendimento dos fatores que podem ter relação com o pedido de instalação pode fazer com que as empresas se antecipem ao evento.

O novo cenário também oportuniza novas investigações, a partir da observação dos boletins de voto a distância, o que pode ter alterado a frequência de pedidos e a relação com os construtos investigados nesta pesquisa.

Referências

- Adams, T., & Neururer, T. (2019). *Do Shareholder Activists Care about Accounting and Audit Quality?* (SSRN Scholarly Paper N° ID 3361802). Recuperado de Social Science Research Network website: <https://papers.ssrn.com/abstract=3361802>
- Aldrighi, D. M. (2014). Concentração da Propriedade do Capital e Controle das Empresas no Brasil. In *XIV Encontro Brasileiro de Finanças*. Recife, PE. Recuperado de <http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4663.pdf>
- Almeida, J. E. F. de, & Rodrigues, H. S. (2016). Effects of IFRS, Analysts, and ADR on Voluntary Disclosure of Brazilian Public Companies. *Journal of International Accounting Research*, 16(1), 21–35. <https://doi.org/10.2308/jiar-51649>
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- Baioco, V. G., & Almeida, J. E. F. de. (2017). Effects of the audit committee and the fiscal council on earnings quality in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 229–248. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703250>
- Cai, J., & Walkling, R. A. (2011). Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(02), 299–339. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000803>
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., Neal, T. L., & Riley, R. A. (2002). Board Characteristics and Audit Fees*. *Contemporary Accounting Research*, 19(3), 365–384. <https://doi.org/10.1506/CHWK-GMQ0-MLKE-K03V>
- Carleton, W. T., Nelson, J. M., & Weisbach, M. S. (1998). The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *The Journal of Finance*, 53(4), 1335–1362. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00055>
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919–933. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.003>
- Chang, X., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2006). Analyst Coverage and Financing Decisions. *The Journal of Finance*, 61(6), 3009–3048. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01010.x>

- Craswell, A. T., Francis, J. R., & Taylor, S. L. (1995). Auditor brand name reputations and industry specializations. *Journal of Accounting and Economics*, 20(3), 297–322. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00403-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00403-3)
- CVM. *Instrução CVM 480/2009*. , Pub. L. No. Inst. 480/09 (2009).
- CVM. *Instrução CVM 481/2009*. , Pub. L. No. Inst. 481/09 (2009).
- CVM. *Instrução CVM 561/2015*. , Pub. L. No. Inst. 561/2015 (2015).
- DeFond, M. L., Raghunandan, K., & Subramanyam, K. r. (2002). Do Non–Audit Service Fees Impair Auditor Independence? Evidence from Going Concern Audit Opinions. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1247–1274. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00088>
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Muslu, V. (2011). Shareholder Activism and CEO Pay. *Review of Financial Studies*, 24(2), 535–592. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq113>
- Gelman, M., Castro, L. R. K. D., & Seidler, V. (2015). EFEITOS DA VINCULAÇÃO DE CONSELHEIROS AO ACORDO DE ACIONISTAS NO VALOR DA FIRMA. *Revista de Administração de Empresas*, 55(3), 345–358. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020150309>
- Gillan, S., & Starks, L. T. (1998). *A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence* (SSRN Scholarly Paper No. ID 663523). Rochester, NY: Social Science Research Network. Recuperado de <https://papers.ssrn.com/abstract=663523>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275–305. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00058-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00058-1)
- Gillan, S., & Starks, L. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55–73. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2007.00125.x>
- Goranova, M., & Ryan, L. V. (2013). Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review. *Journal of Management*. <https://doi.org/10.1177/0149206313515519>
- Gorga, E. (2008). *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries* (SSRN Scholarly Paper No. ID 1121037). Rochester, NY: Social Science Research Network. Recuperado de <http://papers.ssrn.com/abstract=1121037>
- Guercio, D. D., & Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, 52(3), 293–340. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00011-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00011-2)
- Guimaraes, P., Leal, R. P. C., Wanke, P., & Morey, M. (2018). Shareholder activism impact on efficiency in Brazil. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 19(1), 141–157. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0010>
- Gutierrez, M. (2018, junho 26). Voto a distância é usado por acionista de 64% das empresas. Recuperado 21 de setembro de 2018, de <https://www.valor.com.br/financas/5618711/voto-distancia-e-usado-por-acionista-de-64-das-empresas>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). *Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature* (Working Paper No. 8161). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w8161>
- Hirschman, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Irani, R. M., & Oesch, D. (2013). Monitoring and corporate disclosure: Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 398–418. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.021>

- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/10.2307/1818789>
- 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)
- Karpoff, J. M. (2001). *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings* (SSRN Scholarly Paper No. ID 885365). Rochester, NY: Social Science Research Network. Recuperado de <http://papers.ssrn.com/abstract=885365>
- Karpoff, J. M., Malatesta, P. H., & Walkling, R. A. (1996). Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 42(3), 365–395. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)00883-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)00883-5)
- La 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>
- Leal, R., & Carvalho da Silva. (2006). Controlling shareholder and corporate valuation in Brazil. *Corporate Ownership & Control*, 3(2), 137–141.
- Lin, Z. J., & Liu, M. (2009). The impact of corporate governance on auditor choice: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 18(1), 44–59. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2008.12.005>
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (1992). *Power and Accountability*. Dunmore, PA: HarperCollins.
- Oliveira, R. M. de, Leal, R. P. C., & Almeida, V. de S. e. (2012). Large Pension Funds and The Corporate Governance Practices of Brazilian Companies. *Corporate Ownership & Control*, 9(2), 76–84.
- Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. de C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63–72. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>
- Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2011). The role of shareholder proposals in corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 167–188. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.10.002>
- Schaefer, H., & Hertrich, C. (2011). *Shareholder Activism in Germany: Theoretical Considerations and Empirical Evidence* (SSRN Scholarly Paper No. ID 1875661). Rochester, NY: Social Science Research Network. Recuperado de <http://papers.ssrn.com/abstract=1875661>
- Selmi, P. (2018, abril 2). Voto a distância precisará de ajustes. Recuperado 21 de setembro de 2018, de <https://www.valor.com.br/empresas/5421717/voto-distancia-precisara-de-ajustes>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488.
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50–64. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>
- Smith, M. P. (1996). Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), 227–252. <https://doi.org/10.2307/2329308>
- Sonza, I. B., & Granzotto, A. (2018). Are pension funds good monitors? *RAUSP Management Journal*, 53(2), 190–201. <https://doi.org/10.1016/j.rauspm.2017.06.003>
- Souha, S. B., & Anis, J. (2016). Corporate governance and firm characteristics as explanatory factors of shareholder activism: Validation through the French context. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), 1150407. <https://doi.org/10.1080/23322039.2016.1150407>

- Sternberg, L., Leal, R. P. C., & Bortolon, P. M. (2011). Affinities and agreements among major Brazilian shareholders. *International Journal of Disclosure and Governance*, 8(3), 213–228. <https://doi.org/10.1057/jdg.2011.6>
- Strickland, D., Wiles, K. W., & Zenner, M. (1996). A requiem for the USA Is small shareholder monitoring effective? *Journal of Financial Economics*, 40(2), 319–338.
- Thomas, R. S., Palmiter, A. R., & Cotter, J. F. (2011). *Dodd-Frank's Say on Pay: Will it Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?* (SSRN Scholarly Paper No. ID 1975866). Rochester, NY: Social Science Research Network. Recuperado de <http://papers.ssrn.com/abstract=1975866>
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00018-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5)
- Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139–160. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00006-5](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00006-5)
- Vargas, Luiz Henrique F., Bortolon, P. M., Barros, L. A. B. C., & Leal, R. P. C. (2018). Recent activism initiatives in Brazil. *International Journal of Disclosure and Governance*. <https://doi.org/10.1057/s41310-018-0035-1>
- Vargas, Luiz Henrique Fernandes. (2013). *Ativismo de Acionistas no Mercado Acionário Brasileiro: Evidências e Determinantes em Empresas Listadas na BM&FBovespa*. UFES, Vitória. Recuperado de http://portais4.ufes.br/posgrad/teses/tese_6527_Disserta%E7%E3o%20PDF%20-%20Luiz%20Henrique%20Fernandes%20Vargas.pdf
- Yu, F. (Frank). (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 245–271. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.008>

ⁱ A Lei No. 6.404 de 15/12/1976 (Lei das S.A.), no Art.161 §2º estabelece que a solicitação pode ser feita por acionistas que representem, no mínimo, 10% das ações com direito a voto ou 5% das sem direito a voto.

ⁱⁱ $Liquidez = 100 \frac{p}{P} \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{v}{V}}$, onde P= número de dias com negociação na bolsa e p= número de dias em que a ação foi negociada; N= número de negócios na bolsa no período e n= número de negócios com a ação; e V= montante negociado na bolsa no período observado e v= montante negociado com a ação.

ⁱⁱⁱ A Lei das S.A. estabelece no Art. 132 que uma assembleia geral deverá ocorrer nos 4 primeiros meses seguintes ao término do exercício social. Entre as deliberações está a eleição de membros do CF, quando for o caso.

^{iv} O total de empresas-ano é inferior a 352 (88 x 4) devido a casos em que o CF foi permanente: (i) banco Panamericano e Marfrig, nos 3 anos posteriores a solicitação de instalação do CF, (ii) Comgás e Itaú Unibanco Holding em dois anos e (iii) Bradesco em um.

^v As atas das assembleias, em sua maioria, não identificam os acionistas que realizaram a solicitação de instalação do CF. Portanto, as solicitações não necessariamente partem de acionistas minoritários. A observação das atas de 2016, entretanto, mostra que nas atas onde é possível identificar a origem da solicitação, mais de 2/3 dos casos tem origem em minoritários.

Activism and the Request for Establishment of the Fiscal Council: influence of Monitoring, Performance, and Ownership Structure

ABSTRACT

Objective: This paper investigates if indicators of monitoring, ownership structure, and performance are related to the likelihood of a Brazilian firm to receive formal requests to establish a Fiscal Council (FC). Such a request may be understood as a manifestation of activism since it indicates the shareholders' willingness to increase oversight over the management.

Method: Firms that received formal requests to establish Fiscal Councils and firms without FCs were observed between 2010 and 2016. The two groups were compared, and logit models were employed to analyze the variables related to the odds in favor of the event.

Originality/relevance: The research contributes to the emerging literature on activism in Brazil and it is a pioneer in the investigation of a governance body, unusual in the global scenario.

Results: The likelihood of the event is positively related to board size and negatively related to the presence of an audit committee. The association between performance and the likelihood of receiving a request is negative, in line with evidence from the literature. The request to establish a FC is more likely to occur in firms with shareholders' agreements, which suggests a negative reaction to this mechanism by the shareholders concerning the articulation of control.

Theoretical/methodological contributions: The results contribute to the academic debate about how different corporate governance mechanisms complement or substitute each other and the drivers of shareholders' activism.

Social and managerial contributions: The findings may help firms to anticipate this type of demand, which is facilitated after the implementation of the distance voting.

Keywords: activism; fiscal council; audit committee; shareholders' agreement; minority shareholders.

Patricia Maria Bortolon 

Universidade Federal do Espírito Santo (UFES),
Espírito Santo, Brasil
E-mail: patricia.bortolon@ufes.br

Layziane Souza Silva 

Universidade Federal do Espírito Santo (UFES),
Espírito Santo, Brasil
E-mail: layzianesilva@gmail.com

Lucas Ayres Barreira de Campos
Barros 

Universidade de São Paulo (USP), São Paulo,
Brasil
E-mail: lucasbarros@usp.br

Received: December 03, 2018

Revised: April 21, 2019

Accepted: June 01, 2019

Published: August 31, 2019

