

Essência da Atuação do Conselho Fiscal Sob a Perspectiva da Teoria dos Stakeholders

Essence of the Fiscal Council's Performance on the Stakeholders Theory Perspective

Artigo recebido: 28/12/2023 e aceito :03/10/2024

Ricardo Fraga Lima

CRC RJ-110646/O

Doutor em Ciências Contábeis pela UFRJ¹

ric.f.lima@hotmail.com

Meire Elen Oliveira

CRC RJ-117726/O-5

Mestra em Ciências Contábeis pela UFRJ¹

meire.eo01@gmail.com

Odilanei Moraes dos Santos

Doutor em Ciências Contábeis pela USP²

Professor Adjunto da UFRJ¹

profodilanei@gmail.com

Sandra Mara Schultz

Mestra em Ciências Contábeis pela UFRJ¹

sandra.schultz@ufrj.br

RESUMO

As medidas de governança corporativa são cada vez mais estudadas por diversas áreas, bem como a influência de tais iniciativas na alteração, ou não, do valor das empresas e o impacto sobre os seus *stakeholders* definidos como prioritários. Uma das iniciativas que têm chamado a atenção do mercado e de favoráveis à adoção de práticas de governança corporativa, principalmente após a implementação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), é a criação de um novo órgão de controle das atividades dos administradores: o conselho fiscal. Tal conselho teria como uma de suas principais funções adicionar mais um nível de revisão às demonstrações financeiras das empresas, além de ter o potencial de influenciar as decisões da alta administração por meio do acompanhamento das atividades financeiras e operacionais em reuniões tempestivas e do entendimento das transações mais relevantes dessas empresas. A motivação deste ensaio teórico baseia-se na necessidade de analisar as funções de alguns órgãos instituídos pela alta administração das

companhias, tais como o conselho fiscal, cujas principais funções seriam aumentar o nível de governança corporativa das entidades, por meio da análise das funções atualmente desempenhadas por ele e de sua eventual relevância para os acionistas e *stakeholders* da empresa. Nesse contexto, o presente artigo apresenta os principais pontos de vista das discussões acadêmicas sobre o tema e analisa se, de fato, tais iniciativas têm agregado valor às empresas que as adotam. O ensaio conclui que há lacunas nas funções dos conselheiros fiscais, principalmente no que tange ao gerenciamento de *stakeholders*, e sugere, para estudos futuros, a avaliação da adoção do conselho fiscal como obrigatório, face à sua relevância no contexto da governança corporativa e do gerenciamento de *stakeholders*, bem como o custo-benefício de sua implementação, além de verificar o nível de preparo dos conselheiros fiscais.

Palavras-chave: Conselho fiscal, governança corporativa, teoria dos *stakeholders*.

ABSTRACT

Research on corporate governance initiatives has increased in several areas, as the outcomes of such initiatives may change entities' value and affect their priority stakeholders, as determined by the administration itself. One initiative that has been drawing the market's attention, mainly after the implementation of the Sarbanes-Oxley (SOX) law and amid support for adopting corporate governance policies, is the establishment of an additional governance body called the Fiscal Council. This is meant to add one more step in the review of entities' financial statements and to influence senior management decisions by monitoring financial and operating activities through regular meetings and by understanding the nature of significant (non-routine) transactions. The motivation of this theoretical essay is based on the need for an analysis of the responsibilities of some governance bodies established by entities' senior management, such as the fiscal council, whose main duty is to increase the level of corporate governance in entities by analyzing the activities currently performed by them and their potential relevance to the company's shareholders and stakeholders. This article outlines the main points of view on academic discussions about corporate governance. It analyzes whether such initiatives have added value to companies that have adopted these practices, concluding that there are gaps in the duties of fiscal councils, particularly in managing stakeholders.

Keywords: Fiscal council, corporate governance, stakeholder theory.

1. INTRODUÇÃO

As demonstrações contábeis são alvo de análises constantes por seus usuários, e muitas empresas, na busca por aumentar seu nível de transparência, segurança e confiabilidade, adotam e intensificam práticas de governança corporativa. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2019), governança

1 UFRJ - Universidade Federal do Rio de Janeiro – Rio de Janeiro – RJ – CEP.22290-240.

2 USP - Universidade de São Paulo – São Paulo – SP – CEP 05508-220.

corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, e envolve os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

O IBGC (2019) menciona ainda que as boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, com o alinhamento de interesses e a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, o que facilita o acesso da organização a recursos e contribui para a qualidade da gestão da companhia, sua longevidade e o bem comum. Alinhada à geração de valor para as empresas, a teoria dos *stakeholders* apresenta o conceito de gerenciamento de *stakeholders* na tomada de decisões corporativas, de modo a gerar valor no relacionamento com os acionistas (Bazanini *et al.*, 2020).

A teoria dos *stakeholders* propõe a extensão da concepção de quais são as peças-chave de uma empresa. *Stakeholder*, em uma organização, é, por definição, qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou ser afetado pela realização dos objetivos da empresa (Freeman, 1984), diferentemente da visão anteriormente difundida no mercado de que os administradores das empresas deveriam tomar decisões apenas com base nos interesses de seus acionistas (*stockholders*). Essa nova visão apontou a necessidade de incluir todas as pessoas que interferem e são impactadas por uma empresa, inclusive as que não influenciam diretamente na tomada de decisões, com o entendimento de que este é um modo de gerenciamento de uma entidade que visa a um relacionamento de longo prazo com a sociedade e seus acionistas (Freeman, 1984).

Nesse sentido, como forma de elevar o nível de governança corporativa e com vistas a incluir mais um assegurado de qualidade nas decisões corporativas, algumas empresas têm implementado o conselho fiscal, órgão obrigatório em algumas, como nas companhias de capital aberto. A existência do conselho fiscal nas entidades pode conferir maior credibilidade às informações, pois é um órgão que se mantém independente em sua atuação nas empresas que o implantam (Furuta & Santos, 2010).

Pode-se considerar que tanto o conselho de administração quanto o comitê de auditoria e o conselho fiscal, como órgãos representantes da governança das empresas, possuem funções voltadas à redução da assimetria informacional, o que pode elevar a qualidade da informação divulgada ao mercado e propiciar um monitoramento mais eficiente dos executivos. Esses órgãos podem contribuir para reduzir os conflitos de agência, dado que a diferenciação das relações entre acionistas, conselheiros e executivos decorre do fato de que diferentes fatores culturais, políticos, jurídicos e institucionais, de maior amplitude, condicionam a adoção de práticas de governança nas empresas.

Furuta e Santos (2010) mencionam que o congresso norte-americano, em resposta imediata à sequência dos escândalos da Enron, Xerox e da bolha da internet, aprovou, em julho de 2002, a Lei Sarbanes-Oxley, também conhecida como SOX, em que uma das imposições que afetou as empresas estrangeiras foi a exigência da implementação de comitê de auditoria. Muitos países incentivaram as empresas a constituírem esse órgão, com a premissa de que, por meio dele, seria possível melhorar alguns aspectos da governança corporativa. No caso brasileiro, dada a exclusividade da presença do conselho fiscal na legislação societária, a SEC, à época, deu às empresas a opção de formar um comitê de auditoria ou utilizar o conselho fiscal adaptado às funções de um comitê de auditoria.

Todas as iniciativas descritas acima visam à proteção do capital do acionista, principalmente o minoritário, dado que este não participa das decisões operacionais cotidianas das empresas e pode ver seus interesses suprimidos em prol do acionista controlador.

Como o conselho fiscal é um órgão representante das melhores práticas de governança corporativa, o objetivo desse ensaio é identificar a atuação do conselho fiscal nos estudos já publicados

que mencionam os efeitos significativos da presença desse órgão nas empresas, bem como os impactos desse órgão sobre os principais *stakeholders* em seus processos decisórios.

2. Revisão Bibliográfica

2.1 Teoria dos *Stakeholders*

Idealizada em 1963 pelo filósofo Robert Freeman, a Teoria dos *Stakeholders* rompe com noções clássicas da administração da época e traz ideias inovadoras que ainda hoje são aplicadas. A principal delas é a que propõe a extensão da concepção sobre quem são as peças-chave para uma empresa. Independentemente do mapeamento e da classificação dos *stakeholders* de cada empresa, todos os órgãos da alta administração, incluindo o conselho de administração, o comitê de auditoria e o conselho fiscal, devem estar atentos aos impactos das informações aprovadas e divulgadas, de acordo com as expectativas dos *stakeholders*.

Um dos principais objetivos da teoria dos *stakeholders* é permitir que os gestores compreendam e gerenciem, de forma estratégica, os *stakeholders* da empresa e seus impactos sobre diferentes resultados organizacionais. Existem argumentos de que empresas que gerenciam seus *stakeholders* apresentam melhor desempenho, uma vez que os *stakeholders* agirão conforme normas de reciprocidade (Bosse & Phillips, 2016), ou seja, à medida que a empresa atende às suas demandas, os *stakeholders* contribuem para o alcance dos objetivos organizacionais.

Segundo Mitchell *et al.* (1997), são os gerentes da empresa que determinam quais *stakeholders* são mais relevantes e, por isso, receberão atenção da administração. Este modelo de identificação da relevância dos *stakeholders* baseia-se na percepção dos gestores quanto à posse, por parte dos *stakeholders*, de três atributos: poder, legitimidade e urgência.

Existem estudos, como o de Sarturi *et al.* (2018), que analisaram os cinco *stakeholders* primários (acionistas, clientes, comunidade, fornecedores e funcionários) e a relação desses *stakeholders* com o desempenho financeiro da empresa. Os resultados indicam uma associação positiva entre alguns grupos de *stakeholders* e o desempenho financeiro de longo prazo, o que demonstra os efeitos positivos da gestão de *stakeholders* sobre os resultados das empresas de capital aberto no Brasil.

Estudos como os de Bird (2001) e White (2006, 2009) já demonstram a importância do envolvimento dos *stakeholders* na tomada de decisão das empresas. Segundo esses autores, apesar de não haver investigações empíricas sobre como quantificar os efeitos dos *inputs* dos *stakeholders*, de forma direta ou indireta, o que deve ser investigado é como os *stakeholders* podem e devem afetar as decisões, bem como o alinhamento das expectativas de quem não participa das decisões no que tange à elevação do nível de governança corporativa das empresas.

Assim, verifica-se que as decisões corporativas têm passado por um momento de transformação, no qual devem ser tomadas não apenas com vistas à alcançar a lucratividade e o interesse da empresa no curto prazo, mas sim de acordo com as melhores práticas de governança, de forma que atendam às expectativas da sociedade, representada pelas expectativas dos *stakeholders* mais afetados pelas atividades da empresa, e às relações com os *stakeholders* mais relevantes, de acordo com a priorização da própria administração.

2.2 Órgãos Representativos de Governança Corporativa nas Empresas

As relações contratuais entre o principal e o agente nas empresas são o centro da análise da teoria de agência, conforme destacado por Jensen e Meckling (1976). Denomina-se principal a pessoa que emprega outra, denominada agente, para executar,

em seu nome, um serviço que implique a delegação de um poder de decisão ao agente. Dentre outras hipóteses, ela descreve os comportamentos quando os executivos tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza dos acionistas (Silveira, 2002; Villalonga & Amit, 2006).

A contabilidade fornece informações, entre outras, sobre o desempenho das empresas e dos executivos, necessárias para que a maioria dos mecanismos de governança corporativa opere com eficiência no combate aos problemas de agência. Cadbury (2000) define governança corporativa como um conjunto de mecanismos e sistemas pelos quais as empresas são direcionadas e controladas. O objetivo da governança corporativa foi tradicionalmente concebido pelas teorias da agência e da maximização dos lucros dos acionistas.

Jones e Goldberg (1982) ressaltam que há a expectativa de que as corporações atuem de maneira socialmente responsável ou tida como legítima. Assim, uma visão estritamente econômica acerca das práticas de governança tende a ser questionável, mesmo que boa parte do discurso sobre governança corporativa se confunda com o de monetização das atividades das organizações, em que prevalece a lógica instrumental financeira sobre as demais (Grün, 2003).

Como responsável pela tomada de decisões estratégicas das empresas, a alta administração deve estar alinhada aos princípios de governança corporativa, com o entendimento de que esse seria o caminho para a valorização da empresa perante os acionistas. O conceito de alta administração de uma empresa é definido pela Lei 6.404/76 e suas posteriores alterações, que dispõe sobre as características das sociedades por ações. De acordo com a legislação em vigor, uma sociedade por ações deve possuir ao menos três órgãos: social, deliberativo e executivo.

O primeiro órgão citado, que pode ser considerado o mais importante, é a assembleia geral, que tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da empresa e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e ao seu desenvolvimento. Ela possui caráter deliberativo e deve contar com a participação de todos os acionistas. O segundo órgão é o conselho de administração. As atribuições do conselho de administração não podem ser outorgadas, e suas decisões são colegiadas e têm caráter deliberativo. O terceiro órgão é a diretoria, também obrigatória, que executa as deliberações da assembleia geral e do conselho de administração, por meio da representação da empresa, e pratica os atos necessários ao seu regular funcionamento.

Há ainda o conselho fiscal, um órgão adicional, facultativo de funcionamento, exceto para algumas empresas, como as sociedades de capital aberto e as empresas estatais. Ele é instalado pela assembleia geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, um décimo das ações com direito a voto, ou cinco por cento das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia geral ordinária após a sua instalação (Peleias *et al.*, 2009).

Deve ser composto de, no mínimo, três e, no máximo, cinco membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembleia geral, diplomados em curso de nível universitário, ou que tenham exercido, por prazo mínimo de três anos, cargo de administrador de empresa ou de conselheiro fiscal (Baioco & Almeida, 2017).

A implementação do conselho fiscal gera valor agregado para a empresa e, assim, seu funcionamento costuma ser permanente nas empresas que optam por ativá-lo. Seu valor se evidencia pela integridade na seleção dos eleitos, bem como pela fiscalização imparcial dos dados da empresa, o que, na visão dos investidores, aumenta seu nível de governança corporativa e, consequentemente, a confiabilidade das informações, visto que seus representantes devem observar os mesmos deveres legais impostos aos administradores (Tinoco, Escuder & Yoshitake, 2011).

Com vistas a atingir o objetivo desse ensaio, faz-se necessário

definir as funções de cada um desses órgãos, a fim de identificar seus objetivos principais e esclarecer a contribuição de cada um para os *stakeholders* da empresa, bem como definir o campo de atuação no que tange ao gerenciamento de *stakeholders* voltado à valorização da empresa.

2.2.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração (CA) exerce um papel fundamental nas empresas e visa atuar em prol de seus interesses e dos seus *stakeholders*, com foco na manutenção das atividades da companhia e, de forma estratégica, na tomada de decisões.

A boa governança corporativa deve estimular adequadamente o conselho de administração e a diretoria a perseguir objetivos que sejam do interesse da companhia e de seus acionistas, com o propósito de otimizar seus retornos sobre os investimentos, bem como a preocupação da capacidade das empresas em sustentar o crescimento a longo prazo (Ramos & Martinez, 2006).

De acordo com Freitas Neto e Mol (2017), dois modelos de atuação podem ser elencados quanto às funções do conselho de administração das empresas: gerenciamento e supervisão. A abordagem do gerenciamento pressupõe que o conselho de administração toma decisões que interferem diretamente na gestão da empresa. Esse modelo trata o conselho como um membro do sistema decisório da empresa, que atua na tomada de decisão sobre a estratégia e o curso de ação da firma (Linck, Netter & Yang, 2008).

Por outro lado, a abordagem de supervisão sugere que o principal papel do conselho de administração é monitorar e aconselhar a diretoria (Schwartz-Ziv & Weisbach, 2013), e que uma de suas funções mais relevantes é o acompanhamento dos relatórios financeiros (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004).

Adams e Ferreira (2007) e Linck, Netter e Yang (2008) lidaram com a dualidade das funções do conselho de direcionar e monitorar, e consideraram as possibilidades de atuação como complementares. Os autores entendem que as diretorias que repassam mais informações aos conselhos de administração têm direcionamentos melhores e mais assertivos, mas, ao mesmo tempo, são monitoradas com mais intensidade e proximidade, o que leva os diretores a relutarem em fornecer informações mais detalhadas.

No Brasil, a legislação impõe apenas o limite mínimo de três conselheiros para a formação do CA, conforme a Lei 6.404/76, no entanto, há regra específica para o Novo Mercado, que amplia esse número para cinco. Não há órgãos que regulem ou supervisionem essas regras em sociedades de capital fechado, mas para as sociedades com capital negociado na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), a maioria das normas emana da própria B3, por meio dos regulamentos de listagem dos segmentos de governança corporativa diferenciados. Silveira, Barros e Famá (2003) enfatizam que a maior participação de membros independentes, bem como a qualificação e o número adequado de conselheiros, são as melhores práticas para atingir níveis adequados de governança corporativa.

Sobre a capacidade de atuação do conselho, Almazan e Suarez (2003) afirmam que a visão mais utilizada até então, segundo a qual os acionistas devem ter controle total sobre os conselheiros e diretores, deveria ser desafiada. Os autores concluíram que, quando os conselhos são independentes de fato e têm liberdade para agir, as decisões são tomadas com ações moderadas e com mais informações e revisões independentes.

Beasley (1996) relata que a incidência de fraude nos relatórios financeiros é menor nas empresas com proporção relativamente elevada de conselheiros externos. Andrade *et al.* (2009) pesquisaram a relação entre a composição do conselho de administração, o valor de mercado e o desempenho das empresas de capital aberto no período de 2004 a 2006 e constataram que a composição do conselho tem exercido maior influência sobre o valor de mercado das companhias do que sobre o desempenho.

Existem ainda discussões sobre o “CEO *duality*”: segundo Krause, Semadeni e Canella Junior (2014), trata-se do caso em que o presidente da empresa também é o presidente do conselho de administração. Baliga e Moyer (1996) relatam que o tema tornou-se relevante para os estudos acadêmicos devido à sua implicação na performance operacional e na governança corporativa. Os mesmos autores ainda entendem que, se o presidente do conselho de administração e o presidente da empresa forem a mesma pessoa, isso traria resultados superiores, por haver maior clareza na formulação e na implementação da estratégia corporativa. Em contrapartida a esta argumentação, Fama e Jensen (1983) já sugeriam que a dualidade do CEO aumenta o custo de agência e afeta negativamente o desempenho corporativo.

No caso do mercado acionário brasileiro, devido a características específicas decorrentes da concentração de poder, as assembleias são, em muitos casos, meramente formais, nas quais o controlador acaba por fazer valer seus interesses, o que é mais difícil quando o controle é pulverizado.

Conforme descrito, há diversos estudos que analisam a atuação do conselho de administração e seu impacto na governança corporativa das empresas, porém, em poucos casos, suas funções são discutidas em relação aos interesses dos *stakeholders*, e não aos dos acionistas minoritários. Este ensaio destaca a lacuna nas funções dos órgãos de governança das empresas, como o conselho de administração, e entende que, dentre essas funções, deveria estar a supervisão da gestão dos demais *stakeholders*.

2.2.2 Comitê de Auditoria

No Brasil, o comitê de auditoria é uma figura recente no mundo corporativo, e sua discussão ganhou força desde a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), com o objetivo de identificar, combater e prevenir fraudes que impactam o desempenho financeiro das organizações, o que garante o *compliance* (Beuren *et al.*, 2013).

Existem discussões sobre a efetividade, ou não, da presença desse comitê e sobre a sua relevância na visão do mercado. Anderson, Mansi e Reeb (2004) identificaram uma relação inversamente proporcional entre o tamanho dos conselhos de administração e dos comitês de auditoria e o custo do capital de terceiros, o que sugere que, quanto maiores forem essas estruturas, menores serão os custos da dívida e que os agentes do mercado as têm percebido como úteis ao processo de monitoramento. Já Adams e Ferreira (2007) sugerem que o comitê de auditoria pode constituir uma variante da atividade supervisória do conselho de administração.

O comitê de auditoria é um órgão de controle, considerado um pilar essencial para supervisionar em nome do conselho de administração. Assim, ao contrário do conselho fiscal, o comitê de auditoria é subordinado ao conselho de administração, e cabe a ele atuar como órgão de supervisão da gestão e dos processos internos. Assim, o comitê de auditoria mostra-se como um órgão responsável por assegurar o equilíbrio, a integridade e a transparência das informações financeiras publicadas aos investidores.

O comitê de auditoria possui uma das mais importantes funções dentro do controle das organizações e da atual estrutura de governança corporativa, e é responsável por detectar e prevenir as organizações dos riscos aos quais ela está sujeita e de fornecer melhor qualidade aos aspectos financeiros (Weiss, Souza & Araújo, 2019), e a sua presença minimiza a possibilidade de gerenciamento de resultados, o que aumenta a confiabilidade e o valor de mercado das empresas (Xie, Davidson & Dadalt, 2003).

2.2.3 Conselho Fiscal

Segundo o artigo 163 da Lei 6.404/76, compete ao conselho fiscal fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumpri-

mento de seus deveres legais e estatutários. Em outras palavras, sua fiscalização visa à proteção da empresa e de seus acionistas. No desempenho de suas funções, o conselho requisita informações, examina documentos e opina sobre a legalidade contábil dos atos da administração e tem ao seu alcance todos os meios indispensáveis ao exercício de sua competência. No que se refere aos demais órgãos da sociedade, os membros do conselho fiscal assumem as mesmas obrigações que os administradores.

A Lei 6.404/76, ainda no artigo 163, inciso IV, estabelece que é função do conselho fiscal “denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da empresa, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à empresa”. Percebe-se que, de modo geral, a função descrita é a de proteger os interesses da empresa. Tal proteção deve ocorrer por meio da investigação de erros ou fraudes nas contas da empresa, bem como do compartilhamento das responsabilidades na tomada de decisão, atuando como um órgão adicional para verificar os interesses de longo prazo da empresa.

Peleias, Segreti e Costa (2009) afirmam que o conselho fiscal, enquanto órgão técnico e consultivo, detém atribuições e competências mais amplas do que as do Comitê de Auditoria. É fundamental ressaltar que, em nenhuma circunstância, ele está autorizado a intervir nos negócios da empresa ou na definição de suas estratégias, e não possui autoridade para eleger auditores nem para resolver disputas entre os auditores e a administração. No entanto, sua função inclui a capacidade e a responsabilidade de oferecer recomendações para aprimorar a gestão e a governança, caso a situação assim o exija.

É mais comum, embora não seja uma regra, verificar a existência de conselhos fiscais em sociedades por ações de grande porte, ainda que fechadas. Contudo, isso não significa que uma empresa de menor porte não possa ou deva tê-lo, conforme entenderem seus acionistas.

Gorga (2007) salienta que a redação original da Lei das S/A, com referência ao conselho fiscal como órgão colegiado, pressupunha a sua atuação a partir da deliberação tomada pela maioria dos votos de seus membros. Devido ao fato de a composição atual dos conselhos fiscais ser majoritariamente indicada pelo acionista controlador, não se pode deixar de observar que essa competência colegial do conselho fiscal acaba por enfraquecer a efetividade do papel fiscalizador desempenhado pelo órgão, pois é difícil acreditar que o conselho fiscal seja suficientemente independente para fiscalizar, com isenção, a gestão da empresa.

Estudos como o de Costa, Sampaio e Flores (2019) já demonstraram que o papel dos conselhos fiscais e de administração é mais efetivamente desempenhado quando há um número maior de membros independentes. Estes membros têm papel relevante na resolução de conflitos e afetam a qualidade das decisões dos conselhos, bem como o alinhamento de interesses, os quais são potencializados por uma composição heterogênea dos conselhos de administração e fiscal.

Toigo, Hein e Kroenke (2018) verificaram que os integrantes do conselho fiscal têm mantido maior longevidade em seus cargos. Essa tendência sinaliza de forma positiva para o aprimoramento da governança corporativa, já que, ao acumularem mais tempo em seus mandatos, adquirem um conhecimento mais profundo das operações comerciais da empresa, o que, assim, beneficia seu desempenho.

O conselho fiscal ainda funciona como ferramenta de um movimento ativista por parte dos acionistas minoritários que solicitam sua instauração. Segundo Gillan e Starks (2007), o ativismo é uma resposta aos conflitos de agência existentes nas empresas. Bortolon *et al.* (2019) evidenciam que, em empresas brasileiras listadas na bolsa de valores nacional, pedidos de instalação do conselho fiscal são mais frequentes naquelas que apresentam pior desempenho, o que demonstra, portanto, a insatisfação da gestão por parte do acionista minoritário.

Em função da deliberalidade da Lei Sarbanes-Oxley de “turbinar” o conselho fiscal para atuar também como comitê de auditoria, há discussões sobre se o conselho fiscal e o comitê de auditoria não possuem a mesma função e se realmente seria necessária a constituição do comitê de auditoria no Brasil, dada a eventual duplicidade de funções (Baioço & Almeida, 2017).

Ainda nesse sentido, Baioço e Almeida (2017) concluíram que diferentes arranjos do conselho fiscal e a existência do comitê de

auditoria impactam, de forma distinta, as informações contábeis. A presença do conselho fiscal aumentou a relevância do patrimônio líquido, enquanto o comitê de auditoria aumentou a relevância do lucro. A presença de ambos beneficiou o mercado, embora com efeitos não imediatos.

O Quadro 1, elaborado por Ramos e Martinez (2006), elenca algumas diferenças entre o conselho fiscal e o comitê de auditoria.

Quadro 1 - Comparativo de funções do Conselho Fiscal e do Comitê de Auditoria

Conselho Fiscal	Comitê de Auditoria
Tem representantes de acionistas minoritários	Indicados pelo conselho de administração
Não há subordinação ao conselho de administração	É subordinado ao conselho de administração
Opina sobre as demonstrações financeiras	Supervisiona a auditoria e tem competência de determinar eventuais ajustes
Fiscaliza, examina, analisa, opina e denuncia o não cumprimento dos deveres legais e estatutários dos administradores e tudo que possa vir a prejudicar a sociedade	É um órgão de gestão

Fonte: Ramos e Martinez (2006).

Chaves (2005) afirma que não há risco de sobreposição de funções entre os dois órgãos. No limite extremo, cabe ao conselho fiscal denunciar erros, fraudes ou crimes praticados pela administração à assembleia de acionistas, ação impensável para os membros do comitê de auditoria, seja por conta de sua composição (um extrato do conselho de administração) ou da ausência de prerrogativas legais abrangentes como as dos conselhos fiscais.

Embora o comitê de auditoria e o conselho fiscal tenham focos distintos, é importante ressaltar que ambos estão envolvidos na supervisão das atividades financeiras e contábeis da empresa. Eles trabalham em conjunto para promover a transparência, a integridade e a conformidade com as normas e os regulamentos. A colaboração entre esses órgãos pode ser benéfica para fortalecer os controles internos, aprimorar a governança corporativa e reduzir os riscos associados às operações contábeis e financeiras.

O entendimento de Xie, Davidson e Dadalt (2003) é corroborado e complementado por Félix e Bezerra (2022), que constataram que quando se estabelecem comitês de auditoria e conselho fiscal, observa-se uma redução tanto nos gerenciamentos de resultados por *accruals* quanto nos gerenciamentos de resultados por atividades reais.

Nota-se também que a revisão bibliográfica apresentada nesse ensaio não apresenta estudos que demonstrem as funções do conselho fiscal como órgão que deva tomar suas decisões com vistas a contemplar também os *stakeholders* secundários da empresa, ou seja, aqueles que não são minoritários. Esse ensaio visa discutir as atribuições do conselho fiscal como órgão de governança corporativa e adicionar às suas funções a preocupação com os *stakeholders* secundários das empresas, e entende que, conforme descrição da teoria dos *stakeholders*, essa é fundamental para os seus relacionamentos de longo prazo e, por conseguinte, da longevidade e melhora da performance operacional da entidade.

3. ATUAÇÃO DO CONSELHO FISCAL como órgão de governança corporativa E OS STAKEHOLDERS

A adoção de práticas de governança corporativa tem sido apontada como uma condição essencial para o desenvolvi-

to do mercado de capitais. Por meio dos princípios que regem a governança corporativa, dentre os quais destacam-se: (i) a transparência (*disclosure*), (ii) a equidade (*equity*), (iii) a responsabilidade da prestação de contas (*accountability*), e (iv) a obediência às leis (*compliance*), busca-se uma melhor estruturação e solução dos conflitos sociais, seja entre acionistas majoritários e minoritários, diretores e membros do conselho de administração (Ramos & Martinez, 2006).

Estudos como o de Peixe (2003) demonstraram a vantagem para as empresas que participam do Novo Mercado, nível mais alto de governança instituído pela B3, que alcançaram melhores precificações de suas ações e, com isso, menores custos de captação. Isso se baseia na expectativa de que os investidores se dispõem a pagar um prêmio às empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e apresentam maior grau de transparência (Marchiori *et al.*, 2016).

Matragrano, Bernardes e Gonçalves (2015) demonstraram a presença de diferenças estatisticamente significativas entre os atributos determinantes da estrutura de capital das empresas, o que evidencia a influência positiva das empresas que adotam boas práticas de governança corporativa, como a implementação do conselho fiscal.

Shleifer e Vishny (1997) verificaram que países com uma cultura forte de governança corporativa e efetiva proteção legal, como os Estados Unidos, Alemanha, Reino Unido e Japão, têm problemas de agência minimizados. Já Claessens e Yurtoglu (2013) mencionam que, em países em desenvolvimento, como o Brasil, mudanças no sistema de governança corporativa são de extrema importância, dada a instabilidade política, o ambiente legal e a grande concentração de renda (e de ativos) sob controle de poucas pessoas, que estariam dispostas a promover apenas seus interesses.

Na mesma linha, La Porta *et al.* (2000) reforçam que o desenvolvimento do sistema de governança também promove o desenvolvimento financeiro e que este pode acelerar o crescimento econômico e a alocação dos recursos econômicos de cada país. Nota-se, então, que a governança corporativa possui caráter benéfico no âmbito macroeconômico e beneficia não apenas as empresas em si, mas também todo o sistema financeiro.

Como apontado, há evidências de que as práticas de governança corporativa trazem benefícios às empresas que as adotam. A governança corporativa, enquanto prática social, envolve um conjunto de instituições. Por instituições da governança corporativa, entende-se uma espécie de sistema de disposições financeiras

sobre as corporações, de amplitude global, cujos dispositivos ou funções intrínsecas se combinam para orientar os executivos e as organizações sobre como gerar valor para os acionistas (Davis, 2005), conforme apresentado no Quadro 2.

Quadro 2 - Instituições de governança corporativa

Instituição	Funções intrínsecas
Mercados	Segundo Roe (2005), o mercado é a instituição mais importante da governança corporativa. Sob uma lógica institucional, ele pode ser entendido como um campo organizacional, pois é a esfera reconhecida pelas organizações como referência de ação.
Conselho de Administração	Em sistemas verticais de governança corporativa (com acionistas pulverizados), o conselho de administração é fundamental, pois é ele que defende o interesse dos acionistas (principal) na organização e cobra dos executivos (agente) que eles atuem de acordo com os interesses dos <i>shareholders</i> .
Gate keepers	Acionistas, assim como o mercado, precisam de informações confiáveis sobre a organização para precificar os papéis da empresa. Tal instituição está relacionada principalmente com os mecanismos formais de prestação de contas das organizações, entre eles as normas contábeis, nas quais existe a expectativa de que essas informações sejam confiáveis, e que sejam divulgadas de forma que elas não privilegiem nenhum membro da organização. Tais informações apresentam alguns <i>gatekeepers</i> (guardiões da norma), membros externos às organizações, responsáveis pela fidedignidade das informações, tais como advogados, contadores e analistas de risco.
Coalizão de acionistas	Uma forma de coalisão ocorre por meio de investidores institucionais. Esses investidores possuem grande influência no mercado por reunirem grandes somas de capital de terceiros, por meio da aquisição do direito de representá-los perante os conselhos das organizações nas quais investem. A busca de um lugar no conselho das empresas também é uma estratégia utilizada por investidores individuais, por meio do <i>blockholding</i> (aquisição de uma grande parcela de ações que garante o direito a assento no conselho). <i>Blockholders</i> e investidores institucionais podem efetivamente fazer com que os executivos atuem de acordo com seus interesses.
Remuneração de executivos	O funcionamento de mecanismos de remuneração é simples: como boa parte da remuneração dos executivos é feita por meio de opções de ações da organização em que trabalham, se essas opções se valorizam, os executivos ganham mais dinheiro. Tal mecanismo de incentivo é simples, pois considera como interesse do acionista a valorização da empresa e das ações. Mesmo com fortes indícios de que tais incentivos apresentam limitações (Roe, 2005), há fortes indícios de que executivos que aumentam o valor da empresa são mais bem remunerados do que os de empresas com fraca valorização.
Normas de conduta	Os executivos, além de dinheiro, buscam reconhecimento pelo trabalho, necessitam de aprovação social e condicionam, em larga escala, as práticas organizacionais.
Estrutura de capital	A estrutura de capital refere-se à relação entre a quantidade de obrigações da empresa (empréstimos, debêntures, entre outros) e as ações. De acordo com Roe (2005), as práticas e estratégias de financiamento das organizações estão diretamente relacionadas às atitudes dos executivos e ao nível de pressão exercida sobre eles.

Fonte: elaboração própria.

Algumas dessas instituições de governança corporativa são controláveis pelas empresas, tais como a existência ou não do conselho de administração, o investimento no enraizamento da cultura organizacional, a escolha pela modelagem da remuneração dos executivos e a existência ou não de *gatekeepers*. Para as demais variáveis, cabe às empresas se prepararem da melhor forma para suprir as necessidades do mercado, bem como as dos investidores minoritários e potenciais.

A existência do conselho fiscal, que funciona como mais um *gatekeeper* e busca alinhar os interesses da empresa com todas as instituições de governança corporativa apresentadas, tende a fazer com que as entidades que o implementam apresentem um diferencial a ser reconhecido pelos *stakeholders* de forma geral (o que inclui os *shareholders*), principalmente do ponto de vista dos mercados, o que demonstra a intenção da empresa de manter níveis de transparência acima da praticada pelos demais concorrentes de mercado.

A sumarização dos conceitos e achados relacionados neste estudo demonstra que as práticas de governança corporativa, de forma geral e, em especial, as que incluem práticas não obrigatórias, como a instauração do conselho fiscal, constituem um avanço na gestão de qualquer empresa, do ponto de vista da transparência na tomada de decisão dos controladores e da verificabilidade para os não controladores. Há ainda a vantagem competitiva de quem as pratica, o que pode clarificar interesses e atrair mais consumidores e investidores alinhados à transparência na tomada de decisões.

Para tal análise, deve ser considerado o custo *versus* o benefício da implantação de práticas de governança de forma geral, mas, visto o exposto nesse estudo, a adoção de tais práticas se demonstra benéfica, seja em empresas de capital aberto ou fechado, com controle familiar, estatal ou diluído, e colaboram no sentido de buscar gerenciar seus *stakeholders* na contribuição dos objetivos da entidade, em linha com a Teoria dos *Stakeholders*.

Martins e Paulo (2014) mencionam que os mercados, enquanto audiência das organizações, generalizam o comportamento das

empresas que pertencem a determinada categoria (por exemplo, organizações com boas práticas de governança) em relação às demais (por exemplo, organizações que não aderem a práticas de governança), e não consideram as empresas isoladamente, mas sim a categoria à qual pertencem. Isso demonstra que a precificação de mercado já contempla os grupos de forma diferenciada e que não deve haver práticas abaixo dos níveis de transparência e governança nas empresas do mesmo grupo.

Não há, em nenhum dos elementos levantados nesse ensaio, pontos nos quais a transparência na tomada de decisões afete negativamente os negócios das empresas. Assim, coloca-se a questão do porquê de haver níveis diferenciados de governança corporativa em empresas que buscam investidores semelhantes, como as listadas na bolsa de valores.

Martins e Paulo (2014) mencionam as dificuldades da institucionalização de tais práticas e analisam a tentativa de implantação em diversos países, bem como as barreiras encontradas. Os mesmos autores destacam que, no cenário brasileiro, em que as empresas abertas são substancialmente controladas por poucos grupos familiares, a institucionalização das melhores práticas de governança deveria ocorrer de forma abrangente, o que contribui para a disseminação da transparência e facilita o investimento dos não controladores.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse ensaio buscou identificar, por meio de estudos anteriores, e discutir as iniciativas de governança corporativa nas empresas brasileiras e seus impactos para os acionistas e para os *stakeholders* secundários, principalmente no que tange à implementação do conselho fiscal, órgão não obrigatório desde que não seja solicitado pelos acionistas minoritários, com suporte da teoria dos *stakeholders*, que corrobora a sua importância e relevância no sentido de inclusão de todos os *stakeholders* nas avaliações decisórias das companhias.

O mercado de capitais pode ser fator-chave para o desenvolvimento econômico na medida em que interliga motivações diferenciadas dos agentes econômicos, e opera na intermediação financeira entre poupadores e empreendedores, de modo a direcionar a aplicação da poupança popular para satisfazer as necessidades de recursos para a produção. Isso faz com que o mercado de capitais possibilite a participação ativa do poupador nos riscos e nos resultados da atividade produtiva, com a democratização da participação nos lucros gerados pelo crescimento e fortalecimento das empresas (Gorga, 2007).

Para proteger o capital dos poupadores, que não necessariamente são entendedores do mercado de capitais e não atuam como tomadores de decisão financeira das empresas, é necessário um aparato regulatório que assegure os direitos dos acionistas

minoritários, como já salientado pela literatura empírica sobre o assunto.

Nesse sentido, as principais funções do conselho fiscal são denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da empresa, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à empresa. Não obstante essa função, expõe-se a necessidade de incluir, ainda que de forma não explícita, o gerenciamento dos *stakeholders* pelo conselho fiscal, dada a importância destacada por Freeman (1984).

Assim, como mais um órgão de governança corporativa das empresas, o conselho fiscal tem a função de proteger o capital do acionista, bem como compreender as necessidades do negócio como um todo. Tal proteção deve ocorrer por meio da investigação de erros ou fraudes nas contas da empresa e do compartilhamento das responsabilidades na tomada de decisão, mas também pode ser feita de forma a alinhar os interesses da empresa ao gerenciamento de *stakeholders* secundários, com vistas ao relacionamento de longo prazo com eles, o que pode gerar valor para a empresa, bem como beneficiar sua imagem.

Este ensaio elencou informações para sustentar o incremento da funcionalidade do conselho fiscal para assegurar as escolhas das melhores práticas de governança corporativa a fim de garantir a corretividade material das demonstrações financeiras e, além disso, as melhores práticas de gerenciamento de *stakeholders*, dado que, em tempos atuais, o risco de erro de gerenciamento de *stakeholders* relevantes para a empresa, de acordo com a própria identificação dos mesmos por parte da administração, pode acarretar em risco de descontinuidade da entidade.

Em futuros estudos, sugere-se avaliar a implementação de tais práticas de governança corporativa como obrigatória, como um caminho para negócios mais transparentes e éticos para a sociedade como um todo, com vistas a eliminar o diferencial entre empresas que as possuem (ou divulgam que as possuem).

Pesquisas futuras também podem avaliar o custo de implementação das práticas mais avançadas de governança corporativa, bem como verificar se os benefícios dessas implementações superam esses custos, além de identificar os gaps existentes entre os níveis de governança definidos pela B3, a fim de avaliar a barreira à implementação da institucionalização dessas normas, dada a fase em que cada empresa se encontra.

Pode ser realizada, ainda, uma avaliação do nível de preparo dos conselheiros fiscais, assim como dos demais órgãos de governança corporativa das empresas, para atuarem como *gatekeepers* de práticas não condizentes com as políticas de governança de cada empresa, de modo que estejam aptos a identificar e reportar qualquer prática em não conformidade, visto que hoje há poucos pré-requisitos para assegurar essa capacitação.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R., FERREIRA, D. A theory of friendly boards. **The Journal of Finance**, 62(1), p. 217-250, 2007. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- ALDERSON, K. **Understanding the family business**. San Diego: Business Expert Press. San Diego, 2010.
- ALDRIGHI, D. M., POSTALI, F. A. S. Propriedade piramidal das empresas no Brasil. **Revista Economia**, 12(1), p. 27-48, 2011. Disponível em: http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n1p27_48.pdf. Acesso em: 25 ago. 2021.
- ALMAZAN, A., SUAREZ, J. Entrenchment and severance pay in optimal governance structures. **The Journal of Finance**, 58(2), p. 519-547, 2003. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00536>. Acesso em: 25 Ago. 2021.
- ANDERSON, R., MANSI, S., REEB, D. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of Accounting and Economics**, 37(3), p. 315-342, 2004. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- ANDRADE, L. P. et al. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração como valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 4, 2009.
- BAIOCO, V.G., ALMEIDA, J. E. Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**. Mar 27; 28:229-48. 2017.

- BALIGA, B., MOYER, R., RAO, R. CEO duality and firm performance: What's the fuss? **Strategic Management Journal**, v. 17, p. 41-53, 1996.
- BAZANINI, R., ADRA, R. D., RUBEO, R. E., LANIX, T. F. C.; BARBOSA, C. P. A teoria dos stakeholders nas diferentes perspectivas: controvérsias, conveniências e críticas. **Pensamento & Realidade**, 35(2), 43-58, 2020.
- BEASLEY, M. S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. **The Accounting Review**, vol 71, n.4, p. 443-465, 2005. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/248566>. Acesso em: 25 Ago. 2021.
- BENNEDSEN, M., NIELSEN, K., PEREZ-GONZALEZ, F., WOLFENZON, D. Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. **Quarterly Journal of Economics**, 122(2), p. 647-697, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1162/qjec.122.2.647>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- BEUREN, I.M., NASS, S., THEISS, V., CUNHA, P.R. Caracterização proposta para o comitê de auditoria no código de governança corporativa do Brasil e de outros países. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, 7(4), 2013.
- BIRD, F. Good governance: a philosophical discussion of the responsibilities and practices of organizational governance, **Canadian Journal of Administrative Science**, Vol. 18 No. 4, p. 298-312, 2001.
- 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.
- BOSSE, D. A., PHILLIPS, R. A. Agency theory and bounded self-interest. **Academy of Management Review**, 41(2), 276-297, 2016.
- CADBURY COMMITTEE. The financial aspects of corporate governance. 1992. Disponível em <https://ecgi.global/code/cadbury-report-financial-aspects-corporate-governance>. Acesso em: 29 ago. 2021
- CASCINO, S., PUGLIESE, A., MUSSOLINO, D., SANSONE, C. The influence of family ownership on the quality of accounting information. **Family Business Review**, 23(3), p. 246-265, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0894486510374302>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- CORREIA, L. F., AMARAL, H. F., E LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, 22(55), p. 45-63, 2011.
- CHAVES, R. S. P. Não existe riscos de sobreposição entre as funções do conselho fiscal e do comitê de auditoria. **Revista Capital Aberto**, n. 17, p. 42-43, 2005.
- CLAESSENS, S., YUTORGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, n. 15, p. 1-33, 2013.
- COSTA, Y. C. L., MARTINS, O. S. CEO duality and corporate performance: evidence in the Brazilian capital market. **Revista de Administração da UFSM**, v. 12, n. 3, p. 403-417, 2019.
- COSTA, L., SAMPAIO, J. E., FLORES, E. S. Diversidade de gênero nos conselhos desempenho e risco financeiro nas empresas familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, 23(6), p. 721-738, 2019. Disponível em: <http://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019180327>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- DAVIS, G. F. New directions in corporate governance. **Annual Review of Sociology**, 31, p. 143-162, 2005.
- FAMA, E., JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FREEMAN, R.E. Strategic management: a stakeholder approach. Boston: Pitman, 1984.
- 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, 2010.
- FREITAS NETO, R., MOL, A. Determinantes dos papéis dos conselhos de administração de empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, p.63-83, 2017.
- GARCIA, R., TAVARES, C. Empresa familiar e a governança corporativa: breves apontamentos sobre as estruturas de gestão das empresas familiares. **Revista de Estudos e Pesquisas Avançadas do Terceiro Setor**, v. 4, n. 1, p. 481-516, 2017.
- GILLAN, S., STARKS, L. The evolution of shareholder activism in the United States. **Journal of Applied Corporate Finance**, 19(1), p. 55-73, 2007.
- GOMEZ-MEJÍA, L., KINTANA, M.L., MAKRI, M. Diversification decisions in family-controlled firms. **Journal of Management Studies**, 47(2), p. 223-252, 2010.
- GOMEZ-MEJÍA, L., CRUZ, C., IMPERATORE, C. Financial reporting and the protection of socioemotional wealth in family-controlled firms. **European Accounting Review**, 23(3), 387-402, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/09638180.2014.944420>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- GORGA, E. Análise da eficiência de normas societárias: emissão de preferenciais, tag along e composição do conselho fiscal. **UC Berkeley: Berkeley Program in Law and Economics**, 2007. Disponível em: <https://escholarship.org/uc/item/6xd441jc>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- GRÜN, R. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, 18(52), p. 139-161, 2003.
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2019. Disponível em <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- JENSEN, M. C., MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), p. 305-360, 1976.
- JONES, T. M., GOLDBERG, L. D. Governing the large corporation: more arguments for public directors. **Academy of Management Review**, 7(4), p. 603-611, 1982.

- KRAUSE, R.; SEMADENI, M.; CANELLA JUNIOR, A. A. CEO duality: A review and research agenda. **Journal of Management**, v. 40, n. 1, p. 256-286, 2014.
- KREUZBERG, D., SEIBERT, R.M., SILVA, R.C.F. GOVERNANÇA CORPORATIVA: Um estudo em uma empresa familiar do ramo de máquinas e implementos agrícolas. **Desenvolvimento em Questão**, 20(58), pp.e11969-e11969, 2022.
- LA PORTA, R., SHLEIFER, A., LOPEZ-DE-SILANES, F., VISHNY, R. Investor protection, and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, n. 58, p. 3-27, 2000.
- LEAL, R. P. C., CARVALHAL-DA-SILVA, A. Corporate governance and value in Brazil, and in Chile. In CHONG, A. e LOPEZ-DE-SILANES F., Eds., Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America. Palo Alto: **Stanford University Press**, p. 213-287, 2007.
- LINCK, J., NETTER, J., YANG, T. The determinants of board structure. **Journal of Financial Economics**, 87(2), p. 308-328, 2008. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- MATRAGRANO, D. D., BERNARDES, P., GONÇALVES, C. A. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital em empresas brasileiras. **Revista Economia e Gestão**, 15(41), p. 286-310, 2015.
- MARCHIORI, F.W., GRANDO, T., MARTINS, V. Q., BRUNOZI JR, A.C. Os efeitos dos níveis diferenciados de governança corporativa na criação de valor e no desempenho operacional das empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão e Engenharia**, pp. 67-93, 2016.
- MARTINS, O. S., PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, 25 (64), p. 0-45, 2014.
- MAZZIONI, S., PINHEIRO, H.N., MOURA, G.D., KRUGER, S.D. Mecanismos de governança corporativa em Empresas familiares. **Revista Linceu On-Line**, 6(2), pp.6-29, 2016.
- MITCHELL, R. K., AGLE, B. R., WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. **Academy of Management Review**, 22(4), p. 853-886, 1997. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/259247?seq=1#metadata_info_tab_contents. Acesso em: 25 ago. 2021.
- MOLLY, V., UHLANER, L. M., DE MASSIS, A., LAVEREN, E. Family-centered goals, family board representation, and debt financing. **Small Business Economics**, 53(1), p. 269-286, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0058-9>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- PEIXE, F. C. D. Novo mercado: Obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1de governança corporativa. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, p. 89, 2003.
- PELEIAS, I. R., SEGRETI, J. B., COSTA, C. A. Comitê de auditoria ou órgãos equivalentes no contexto da Lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emitentes de American Depositary Receipts-ADRs. **Contabilidade Vista & Revista**, 20(1), pp.41-65, 2009.
- RAMOS G. M., MARTINEZ A. L. Governança corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, 3(6), p. 143-164, 2006.
- ROE, M. J. The institutions of corporate governance. In C. MÉNARD e M. M. Shirley, Eds.), **Handbook of new institutional economics**, p. 371-399, 2005.
- ROTH, L., TISSOT, M., GONÇALVES, R. Family-owned business succession and governance: A multiple case study in Brazil. **Revista de Ciências da Administração**, v. 19, n. 48, p. 96-107, 2017.
- SARTURI, G., MASCENA, K. M. C., Boaventura, J. M. G., Pilli, L. E. Relação entre saliência de stakeholders e desempenho financeiro. **Revista Gestão e Governança**, 21(2), p. 214-230, 2018.
- SCHWARTZ-ZIV, M., WEISBACH, M. What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. **Journal of Financial Economics**, 108(2), p. 349-366, 2013. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.011>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p.737-783, 1997.
- SILVEIRA, A. D. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Administração, **Universidade de São Paulo**, São Paulo, SP, 2002.
- SILVEIRA, A. D. M., BARROS, L. A. B. C., FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **RAE**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.
- TROCCOLI, I. R., LISBOA, F. Governança corporativa na empresa familiar: uma conciliação possível? **Revista Vianna Sapiens**, v. 9, n. 1, p. 32, 2018. Disponível em: <https://www.viannasapiens.com.br/revista/article/view/291>. Acesso em: 25 ago. 2021.
- 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**, 8(16), pp.175-202, 2011.
- TOIGO, L.A., HEIN, N., KROENKE, A. Características predominantes dos mecanismos de governança corporativa e desempenho pós-fusões e aquisições no Brasil. **Enfoque: Reflexão Contábil**, 37, pp.85-104, 2018.
- VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control, and management affect firm value. **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 1, p. 385-417, 2006.
- XIE, B., DAVIDSON, W. N., DADALT, P. J. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. **Journal of Corporate Finance**, v. 9, n. 3, p. 295-316, 2003.
- WEISS, L. A. S., SOUZA, R. F., ARAUJO, M. P. Influência dos mecanismos de governança corporativa no valor de mercado das organizações: uma análise com dados em painel. **Revista Capital Científico**, v. 17, n. 1, p. 76-92, 2019.
- WHITE, A.L. The stakeholder fiduciary: CSR governance and the future of boards, **Business for Social Responsibility**, San Francisco, CA, 2006.
- WHITE, A.L. Democratizing the corporation, humanism in business, **Cambridge University Press**, Cambridge, p. 229-47, 2009.