

## **Conselho Fiscal e Representação Minoritária: Evidências sobre a Existência de Uma Conduta Ativista**

**Rudolph Fabiano A. P. Teixeira**  
Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGCC\UFRJ)  
*E-mail:* [rudolphteixeira@gmail.com](mailto:rudolphteixeira@gmail.com)

**Ricardo Fraga Lima**  
Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGCC\UFRJ)  
*E-mail:* [ric.f.lima@hotmail.com](mailto:ric.f.lima@hotmail.com)

**Fernanda Filgueiras Sauerbronn**  
Universidade Federal do Rio de Janeiro (PPGCC\UFRJ)  
*E-mail:* [fernanda.saurbronn@gmail.com](mailto:fernanda.saurbronn@gmail.com)

### **Resumo**

O presente artigo teve como objetivo principal investigar se os conselheiros fiscais indicados pelos acionistas minoritários possuem uma postura ativista. Como objetivo secundário pretendeu-se avaliar se os conselheiros fiscais indicados pelos controladores compartilham de opiniões similares a de seus pares indicados pelos minoritários. Para tanto foi aplicado um questionário com questões discursivas a uma amostra de conselheiros fiscais que tiveram suas impressões e opiniões codificadas por meio da análise de conteúdo. Os resultados da pesquisa mostraram que as opiniões dos conselheiros indicados pelos minoritários e controladores são divergentes. Enquanto os conselheiros minoritários afirmaram encontrar dificuldades para exercer amplamente suas funções de fiscalização e acompanhamento do desempenho da companhia, os majoritários evidenciaram um forte alinhamento com as práticas dominantes, principalmente, no que se refere à subserviência a lei americana. No que tange as percepções dos minoritários quanto à importância de seu papel num contexto de ativismo, esses disseram que os representantes dos majoritários aceitam suas sugestões, mas sem abrir mão de aprovar em reunião uma pauta que atenda as demandas dos controladores. Também se constatou que os conselheiros representantes dos minoritários utilizam a tecnologia de comunicação para alinhar demandas. Por fim, os conselheiros representantes dos minoritários afirmaram que recorreriam a órgãos estatutários e reguladores/fiscalizadores diante de possíveis irregularidades. Como conclusão, pode-se inferir que os conselheiros minoritários efetivamente possuem uma atitude ativista na defesa de seus representados e no combate as estruturas dominantes.

**Palavras-chave:** Ativismo; Conselho Fiscal; Minoritários.

**Linha Temática:** Finanças e Mercado de Capitais

## Introdução

A qualidade dos números contábeis divulgados por uma companhia está intimamente relacionada ao desenvolvimento de uma boa governança corporativa (Sloan, 2001). Nesse sentido, a contabilidade atua fornecendo não somente informações de cunho econômico e financeiro, mas também outras, que capturam o desempenho dos executivos e são necessárias como insumos para que a governança corporativa possa operar com eficiência no combate ao conflito de agência (Bushman & Smith, 2001).

De acordo com Aldrighi e Mazzer Neto (2005), em países que possuem estrutura de controle acionário concentrado, como ocorre no Brasil, à natureza do conflito de agência se dá em grande medida entre acionistas majoritários (ou controladores) e minoritários, já que ambos podem ter interesses distintos quanto à direção dos negócios. Considerando este aspecto, um mecanismo interno muito utilizado para a redução do conflito de agência é o conselho fiscal (CF). Tal conselho é eleito pela assembleia de acionistas, sendo responsável pela fiscalização dos atos administrativos, tendo como uma de suas funções principais, emitir opinião sobre os demonstrativos financeiros examinados pela auditoria externa (Trapp, 2004). Além disso, o conselho fiscal também é responsável por monitorar as ações da diretoria executiva (DE) e para manter os acionistas informados sobre os atos administrativos e o cumprimento dos deveres legais e estatutários (Brugni, 2016).

Outro ponto importante é que quando o conselho fiscal está instalado, conforme o Art. 163 da Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas), os acionistas minoritários passam a ter representatividade para avaliar os números divulgados pela companhia, já que a Lei garante a estes pelo menos um representante entre os membros eleitos.

Em decorrência dos problemas de agência, o ativismo dos conselheiros indicados pelos acionistas minoritários vem sendo uma das formas adotadas para influenciar de alguma maneira a gestão das empresas. Esse ativismo, nada mais é do que um conjunto de alternativas possíveis para que acionistas minoritários insatisfeitos consigam monitorar de alguma forma, o reporte das entidades, reduzindo seu custo de agência (Schaefer & Hertrich, 2013).

Assim, o objetivo principal do presente artigo é investigar se os conselheiros fiscais indicados pelos acionistas minoritários possuem uma postura ativista, por meio de ações coordenadas e socialmente construídas. Como objetivo secundário, pretende-se avaliar se os conselheiros fiscais indicados pelos controladores compartilham de opiniões similares a de seus pares indicados pelos minoritários, quanto à importância do papel que desempenham na fiscalização e controle dos atos da administração.

É importante enfatizar que esse trabalho adota uma abordagem com enfoque qualitativo, fazendo uso da metodologia da análise de conteúdo a um questionário com respostas discursivas, diferenciando-se de estudos como o de Tinoco, Escuder e Yoshitake (2011), que adotaram um questionário com questões objetivas. Nesse sentido, a proposição desse estudo justifica-se pela necessidade de suprir uma lacuna na literatura contábil brasileira, no que diz respeito à captura das opiniões e percepções dos conselheiros fiscais minoritários para uma possível prática de ativismo.

## 2. Fundamentação Teórica

A partir do momento que as empresas começam a se tornar muito grandes, é necessário que ocorra uma separação entre as atividades de controle e gestão. A primeira é exercida pelo dono

do negócio ou os acionistas e a segunda é executada por um administrador profissional ou a diretoria executiva.

Ocorre que em decorrência dessa segregação de atividades os acionistas necessitam monitorar as ações da diretoria executiva, pois os administradores podem estar realizando escolhas que sejam melhores segundo seus interesses, em detrimento da companhia (Jensen & Meckling, 1976).

Nesse sentido, Alves (2001) destaca que a governança corporativa tem a função de buscar o aperfeiçoamento da conduta das pessoas e das instituições, devendo inibir o comportamento oportunista da empresa e de seus administrados, pautando-se na defesa do interesse de seus sócios e da sociedade em geral, pelo cumprimento das normas e das leis.

## 2.1. Governança Corporativa

A partir da década de 1990 a governança corporativa passou a ser um tema bastante debatido nas economias mais desenvolvidas, tendo em vista seu papel como instrumento de indução da eficiência e eficácia na gestão das empresas (O'Sullivan, 2001). A esse respeito, Lorenzi (2011) detalha que a governança se preocupa com os aspectos da transparência, da ética e, com assuntos operacionais, como a composição do conselho de administração (CA) e o plano de remuneração dos executivos.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG) define a governança corporativa como um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, considerando o relacionamento entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. Em suma, os quatro princípios que norteiam a governança corporativa são assim definidos (IBCG, 2015, p.20-21):

- **Transparência:** consiste em disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis e regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização;
- **Equidade:** caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas;
- **Prestação de Contas (*Accountability*):** os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis;
- **Responsabilidade Corporativa:** os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.

Todavia, a implantação de uma boa governança corporativa em uma entidade carrega consigo os chamados custos de monitoramento. Alguns exemplos desses tipos de custos são os custos com a contratação de auditoria independente e a constituição e manutenção dos conselhos de administração e fiscal (Ledoux, Cormier & Houle, 2014).

Um mecanismo de governança corporativa ainda pouco estudado no mercado brasileiro, diz respeito ao ativismo desempenhado por grupos de acionistas que buscam monitorar as empresas segundo diferentes perspectivas, principalmente, os acionistas minoritários, que geralmente são alijados das decisões mais importantes das grandes corporações, em decorrência da concentração de poder dos majoritários, que se reflete na composição do conselho de administração.

Como forma de minimizar os efeitos da grande concentração de poder dos acionistas controladores, a legislação brasileira garantiu a participação dos acionistas minoritários no conselho fiscal, que é o órgão responsável por acompanhar a boa governança das companhias, proporcionando certa independência a esses conselheiros para que cumpram com seu papel de fiscalizar os negócios (Tinoco, Escuder & Yoshitake, 2011).

No conselho fiscal, os minoritários encontram uma forma de praticar o ativismo empresarial, por intermédio de sua independência técnica e econômica, da integração com demais os conselheiros, da possibilidade de se realizar consultas e solicitar relatórios a profissionais externos pagos pela empresa, pela liberdade em convidar funcionários da companhia para responder a seus questionamentos, etc.

Contudo, antes de se tratar do ativismo empresarial praticado pelos conselheiros fiscais, é necessário fazer uma breve síntese do conceito de ativismo em sua forma clássica, que teve sua origem nas reivindicações trazidas pelos movimentos sociais de ação coletiva, que compartilham identidades e solidariedades no combate às estruturas dominantes.

## 2.2. Ativismo Clássico

Segundo Abers e Von Bülow (2011) os movimentos sociais podem se caracterizar como uma forma de ação coletiva sustentada, a partir da qual atores que compartilham identidades ou solidariedades enfrentam estruturas sociais ou práticas culturais dominantes.

Machado (2007) considera que os movimentos sociais se referem a formas de organização e articulação baseadas em um conjunto de interesses e valores comuns com o intuito de definir e orientar as formas de atuação social. Essas formas de ação coletiva têm como objetivo, mudar a ordem social vigente, ou parte dela, e influenciar os resultados de processos sociais ou, em última instância, decisões de governos e organismos no que tange as políticas públicas.

Os movimentos sociais possuem uma relativa estabilidade temporal e no mundo contemporâneo tendem a se estruturar sob a forma de redes de militância, que operam com uma estratégia para a construção de significados políticos ou culturais em comum, buscando conquistar e mobilizar cidadãos e produzir transformações sociais (Scherer-Warren, 2014a).

De acordo com a mesma autora, os movimentos sociais são organizados com algum arranjo institucional que vise sua perenidade, tendo objetivos políticos definidos ou em construção pelos seus militantes e um projeto ou utopia de mudança social, política ou cultural. Fazem uso de manifestações públicas para reivindicações e protestos específicos de suas lutas de modo a obterem visibilidade política na esfera pública. Alguns exemplos são: Movimento Passe Livre, Movimento dos Trabalhadores sem Terra, Sem Teto e vários movimentos sociais feministas, etnorraciais, estudantis e/ou da juventude, urbanos, sindicais, ecológicos, etc.

Sendo assim, o movimento social organizado tende a possuir no mundo contemporâneo quatro elementos constitutivos relevantes para sua manutenção e continuidade sob uma ótica militante de ator político (Scherer-Warren, 2012; 2014b).



- A construção de um quadro ou engajamento organizacional, que inclui organizações de base, como grupos organizados, entidades civis, organizações não governamentais – ONGs, associações, entre outras; e entidades articuladoras e mediadoras, como redes articuladoras e fóruns, onde se realiza a construção de significados partilhados (Scherer-Warren, 2012).
- Os significados comuns são construídos através de articulações discursivas para a construção de demandas, ideários e projetos comuns que visem uma mudança social (Laclau, 2011; Mouffe, 2003).
- Demandas e ideários que serão transformados em ações que busquem direitos, que se convertam em políticas públicas ou mudanças sociais, políticas, culturais e/ou sistêmicas (Scherer-Warren, 2014a).
- Efetivamente, o movimento organizado procura na manifestação seu momento de protesto, reivindicação ou visibilidade, mas com uma característica de continuidade para além da mobilização pública (Scherer-Warren, 2014b).

Tradicionalmente os movimentos sociais têm sido compreendidos como uma forma de ação coletiva sustentada, a partir da qual atores que compartilham identidades e solidariedades enfrentam práticas culturais ou estruturas sociais dominantes (Melucci, 1989).

Contudo, a literatura recente destaca que o ativismo não deve ser delimitado a alguns tipos específicos de ação coletiva, tornando invisíveis formas importantes de organização ou ação social. Novos atores e tipos de relações devem ser incorporados ao ambiente social para que se possa compreender os diversos tipos de ações coletivas transformadoras (Abers & Von Bülow, 2011).

### 2.3. Ativismo nas Empresas

O ativismo é uma atividade que não se encontra presente somente no âmbito dos movimentos sociais, mas também, no ambiente empresarial. Seu objetivo é superar os problemas inerentes ao conflito de agência, apontando falhas, analisando as ineficiências da governança corporativa e identificando os custos de agência (Schaefer & Hertrich, 2013).

De acordo com Schaefer e Hertrich (2013) no contexto do ambiente empresarial, o ativismo pode ser dividido em formal e informal. O primeiro se dá através de esforços públicos, por meio de propostas apresentadas, por ações em assembleias gerais e por outras iniciativas que permitam um debate público. Já o segundo, acontece nos bastidores, não visíveis ao público, através de discussões entre acionistas e gestores; confecções de carta; realização de reuniões privadas com a alta gestão da empresa; etc.

Todavia, independente do tipo de ativismo, as principais formas utilizadas pelos investidores para monitorar as empresas são: a) direito a voto em assembleia de acionistas; b) diálogo com a administração da empresa, por meio de reuniões ou cartas; c) comunicação de preocupações do investidor ao público, o que pode afetar a imagem da empresa; d) resoluções e assembleia geral de acionistas; e) comunicação dos acionistas aos órgãos reguladores/supervisores e; f) grupo de investidores que se unem para fazer o ativismo (Schaefer & Hertrich, 2013).

No que tange a estudos que trataram da temática ativista em um contexto empresarial, Smith (1996) examinou as características que levam as empresas a se tornarem alvo de ativismo e os efeitos que o ativismo provoca na estrutura de governança da firma. Para tanto, o autor examinou 51 fundos de pensão do estado da Califórnia, nos Estados Unidos da América (EUA), que gerenciam benefícios de pensão e saúde para mais de 1,6 milhão de funcionários públicos, seus aposentados e suas famílias. Foi encontrado que o tamanho do fundo de pensão, o nível de

participação institucional e o desempenho do preço das ações possuem uma relação positiva com a probabilidade de o fundo ser alvo de ativismo.

Strickland, Wiles e Zenner (1996) avaliaram o impacto do ativismo da *United Shareholders Association* (USA) no valor e na governança das empresas. Os autores encontraram evidências de que organizações que realizam acordos para a mudança de governança conseguiram gerar riquezas para o acionista.

Gillan e Starks (1997) analisaram o papel que os investidores institucionais possuem para o ativismo. Esses autores observaram que o ativismo institucional é uma função do desempenho das empresas, concluindo que as empresas de baixo desempenho tendem a ser alvo de ativismo a fim de melhorá-las. Resultado similar foi encontrado por Cziraki *et al.* (2010) nas empresas europeias. Onde se constatou que empresas que possuem baixa alavancagem e baixo desempenho são alvo de atividades de monitoramento por parte de seus patrocinadores.

Judge, Gaur e Mullerkahle (2010) verificaram o ativismo tanto na vertente financeira como na social em três países *common law* e três *civil law*, realizando análises de notícias de ativismo. Como resultado, foi encontrada uma relação positiva entre tamanho da empresa e ativismo e uma relação negativa entre lucratividade e concentração da propriedade.

No Brasil, Bernardes e Brandão (2005) pesquisaram os limites da influência dos acionistas minoritários sobre o sistema de decisões estratégicas de companhias com ações em bolsa de valores. Tais limites possuem o poder de reduzir ou ampliar a influência dos acionistas minoritários sobre as decisões das empresas. Dentre os resultados, verificou-se que a governança corporativa possui papel importante para a redução do conflito de agência.

Vargas (2013) investigou quais são as características e determinantes do ativismo de acionistas nas empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2010 e 2012. Para tanto, o autor elaborou um índice que busca evidenciar o ativismo dos acionistas. O índice é composto por observações realizadas nas atas de assembleias, notícias publicadas nos principais jornais de negócios no país e reclamações registradas junto a CVM. Foi encontrado que a chance de uma empresa ser alvo de ativismo é afetada negativamente pelo retorno sobre o patrimônio líquido e pela concentração da propriedade, ao passo que positivamente pelo tamanho da empresa e do conselho de administração.

Assim como ocorre no contexto social, onde existem grupos que são excluídos das decisões políticas e que constroem nos movimentos sociais uma forma de luta para garantir seus direitos, no mundo empresarial não é diferente, com os pequenos acionistas que geralmente são aliados das decisões mais importantes das grandes empresas, tendo que procurar instrumentos para poder protestar contra as estruturas dominantes.

Nesse cenário, o instrumento que tem sido mais utilizado pelos minoritários para a defesa dos seus interesses repousa no conselho fiscal, que é um órgão de representação garantido por Lei e que proporciona a esse tipo de investidor uma forma de monitorar as ações dos gestores quanto ao uso de seu capital.

## 2.4. O Conselho Fiscal

De acordo com o § 2º do artigo 161 da Lei 6.404/1976, o conselho fiscal de uma companhia será instalado pela assembleia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (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.

O artigo 163 da Lei 6.404/1976 em seus incisos de I a VIII estabelece as funções do CF, que podem ser assim resumidas: i) fiscalizar os atos da administração; ii) opinar sobre o relatório anual da administração; iii) opinar sobre as propostas dos órgãos da administração; iv) denunciar os erros, fraudes ou crimes que descobrirem; v) convocar assembleia geral ordinária e extraordinária; vi) analisar o balancete e demais demonstrações financeiras ao menos trimestralmente; vii) examinar as demonstrações financeiras do exercício social e opinar sobre elas e; viii) exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

Tal conselho será composto de no mínimo 3 (três) e no máximo 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembleia-geral, diplomadas em curso de nível universitário, ou que tenham exercido por prazo mínimo de 3 (três) anos, cargo de administrador de empresa ou de conselheiro fiscal.

Na constituição do CF os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto.

A divisão entre os majoritários e minoritários no CF segue uma determinada lógica, pois o grupo dos majoritários ou controladores ocupam os postos de administração dos negócios (conselho de administração e diretoria executiva), ao passo que a fiscalização deve ser dos acionistas minoritários ou não controladores (Silva, 2000).

De acordo com Gorga (2007), a fiscalização pelos minoritários contribui para uma gestão mais eficiente da empresa, já que o majoritário procura evitar “custos” com uma investigação pelo CF, o que incentiva o controlador a ter um comportamento mais colaborativo. Além disso, como os minoritários possuem o direito ao chamado lucro residual da companhia, eles possuem o interesse em monitorar o comportamento do majoritário, de forma a ampliar o retorno de seu investimento, o que depende da maximização do lucro da empresa como um todo (Alchian & Demsetz, 1972).

Com relação aos estudos sobre conselho fiscal e algum tipo de ativismo, mesmo que implícito, pode-se citar o trabalho de Trapp (2004), que analisa o relacionamento do conselho fiscal com demais instrumentos de governança corporativa. Os resultados encontrados sugerem que menores níveis de gerenciamento de resultados estão associados à criação do conselho fiscal.

Já Escuder (2006) investigou a percepção dos conselheiros fiscais em empresas brasileiras classificadas no nível 1 e 2 de governança corporativa. A conclusão do trabalho foi que as empresas buscam se adequar as práticas recomendadas pelos conselheiros, todavia, não em todas as recomendações.

Brugni (2016) procurou entender o ambiente em que se encontra o conselho de administração e o conselho fiscal, conforme 35 características estruturais de remuneração e composição desses órgãos. Como resultado não foi encontrada relação entre o CF e o monitoramento da qualidade dos lucros reportados ao mercado.

Por fim, Silva (2017) buscou verificar quais são os determinantes para a instalação do CF sob a ótica do ativismo. A autora concluiu que de forma geral a adoção do CF, seja na forma permanente ou temporária, relaciona-se com a necessidade dos acionistas de efetuar um maior monitoramento na entidade.

Assim, tendo em vista que os acionistas minoritários têm no CF uma estrutura mínima que garante o monitoramento das ações desenvolvidas pela DE e o CA, existe a necessidade de avaliar se os representantes desse grupo de acionistas efetivamente praticam o ativismo por meio de ações

coordenadas e socialmente construídas, o que é uma característica desse tipo de movimento. Mas para que isso possa ser feito, é preciso que seja adotada uma abordagem qualitativa, que capte a percepção dos conselheiros indicados quanto à importância de seu papel no contexto empresarial.

### 3. Metodologia

Para a realização do estudo foi elaborado um questionário contendo um total de 14 (quatorze) questões discursivas (Apêndice 1), com o intuito de capturar as percepções de conselheiros fiscais indicados pelos minoritários que atuam\atuaram em empresas abertas, fechadas e em fundos de pensão, no que diz respeito a prática do ativismo. Além disso, o mesmo questionário também foi respondido pelos conselheiros fiscais representantes dos majoritários, com o objetivo de investigar se esses compartilham de opiniões similares a dos minoritários.

Tendo em vista a dificuldade em conseguir um grande número de respondentes ao questionário, já que os conselheiros muitas vezes atuam em mais de uma entidade, além de exercerem outras atividades profissionais, optou-se por uma amostragem não probabilística, com o questionário tendo sido enviado e respondido por um total de 10 (dez) conselheiros, sendo 5 (cinco) representantes de acionistas controladores e 5 (cinco) representantes de acionistas minoritários. O questionário foi aplicado durante o período de 10 de janeiro a 3 de fevereiro de 2020, com as perguntas tendo sido divididas em 3 (três) blocos, de acordo com a Tabela 1, a seguir:

Tabela 1. Temas abordados na Pesquisa

Bloco	Tema abordado	Perguntas
Bloco 1	Experiência Profissional	1 e 2
Bloco 2	Funções do Conselho Fiscal	3 a 8
Bloco 3	Ativismo dos Minoritários	9 a 14

Fonte: Elaboração própria.

Enquanto o bloco 1 aborda duas questões que tratam da experiência atual e passada dos respondentes em conselhos fiscais. O bloco 2 avalia as percepções dos conselheiros fiscais minoritários e majoritários, quanto as suas atuações e as funções do conselho, com a intenção de identificar similaridades e diferenças entre esses dois grupos. Por fim, o bloco 3 foi utilizado para avaliar somente os conselheiros indicados pelos minoritários, quanto a prática do ativismo.

Buscando preservar o anonimato dos respondentes, os conselheiros representantes dos acionistas minoritários foram identificados pelas letras A, B, C, D e E, ao passo que os conselheiros representantes dos majoritários foram identificados pelas letras F, G, H, I e J.

Como o estudo proposto precisou categorizar as respostas, optou-se pelo uso da análise de conteúdo. Segundo Krippendorff (2012) a metodologia da análise de conteúdo é ideal para dividir os grupos em subcategorias, com essas sendo definidas caso a caso conforme a especificidade da pesquisa. As subcategorias são parte fundamental da análise, visto que o volume de repetições irá determinar a alocação dos dados nas respectivas subcategorias (Campbell, 2017). Existem duas abordagens clássicas para a codificação ou subcategorização:

- Gerar as categorias e depois alocar os textos dentro de cada uma delas e;
- Utilizar uma matriz de dados a fim de verificar a similaridade dos textos e depois agrupá-los de acordo com as categorias que surgirem.



No presente estudo os textos foram categorizados segundo o critério semântico, isto é, agruparam-se os trechos que possuíam os mesmos sentidos temáticos (Bardin, 2011). Desse modo, as categorias foram geradas para depois se proceder com a identificação dos trechos com discursos similares e efetuar os agrupamentos.

Para a operacionalização das codificações da análise de conteúdo, foi utilizado o *software* MAXQDA Analytics Pro 2020, que é voltado para estudos de cunho qualitativo, facilitando as associações entre as percepções dos conselheiros fiscais e as categorias de códigos que foram criadas.

#### 4. Resultados

Primeiramente foram analisadas as questões 1 e 2 do primeiro bloco, que captam a experiência profissional dos indivíduos em sua atuação como conselheiro fiscal. Enquanto a questão 1 trata da experiência atual, a questão 2 trata da experiência passada. A Tabela 2, a seguir, mostra a experiência total (experiência atual mais a experiência passada), indicando o número de vezes que um indivíduo já atuou/atua como conselheiro fiscal.

Tabela 2. Experiência dos Profissionais em Conselhos Fiscais

Minoritário	Nº de vezes	Majoritário	Nº de vezes
A	4	F	4
B	1	G	7
C	4	H	2
D	9	I	3
E	5	J	12
Total	23		28
Média	4,6		5,6
Desvio Padrão	2,9		4,0

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 2 fornece as estatísticas descritivas quanto à experiência dos conselheiros. Enquanto existe uma pessoa que está atuando como conselheiro fiscal, indicada pelos minoritários pela primeira vez, observa-se que existe um conselheiro fiscal indicado pelos majoritários que já participou de doze conselhos de empresas diferentes. Além disso, verifica-se que os conselheiros indicados pelos minoritários já participaram em média de quase cinco conselhos cada, ao passo que esse número se aproxima dos seis conselhos para os representantes dos controladores. Todavia, o desvio-padrão desses últimos é superior ao dos primeiros, o que caracteriza maior variabilidade em termos de experiência para os conselheiros indicados pelos majoritários.

No que tange as questões do bloco 2, que se referem as funções do conselho fiscal e dos conselheiros, foram construídas três categorias denominadas de: i) Importância do Conselho Fiscal; ii) Influência do Conselheiro e; iii) Funções dos Conselheiros. As respostas dos conselheiros minoritários e dos conselheiros representantes dos controladores foram separadas, de modo que fosse possível realizar uma comparação entre as opiniões desses dois grupos de atores para cada uma das categorias.

### (i) Importância do Conselho Fiscal

Na visão dos conselheiros fiscais indicados pelos minoritários o conselho fiscal é importante por ser um órgão fiscalizador independente da diretoria e do conselho de administração, que busca por meio dos princípios da transparência, equidade e prestação de contas contribuir com o desenvolvimento da companhia. Esses conselheiros entendem que o CF é a última linha de defesa dos acionistas contra as estruturas sociais ou práticas culturais dominantes, pois supervisiona o trabalho realizado pelos executivos. Por sua vez, o discurso dos conselheiros indicados pelos majoritários possui elementos típicos daqueles que seguem as práticas sociais dominantes, no sentido de enfatizar que o CF se limita a prover segurança e transparência ao investidor para sua tomada de decisão econômica. Tais constatações podem ser resumidas pelas repostas dadas pelos conselheiros E (minoritário) e G (majoritário), respectivamente.

*“Além de checar as contas das demonstrações financeiras, o conselheiro fiscal, preparado para tal, propicia melhorias na gestão da empresa, no sentido de que trabalha para melhoria (i) dos controles internos; (ii) da aderência à normatização vigente; (iii) da transparência em relação aos atos e fatos contábeis; (iv) dos processos internos; e, principalmente, (v) da responsabilidade dos administradores (conselho de administração e diretoria executiva), assessores e chefes de departamentos” (Conselheiro E).*

*“Um conselho fiscal atuante dá segurança e transparência aos stakeholders de que os atos de gestão estão de acordo com as decisões da Assembleia de Acionistas. Ajuda o investidor na tomada de decisão econômica” (Conselheiro G).*

### (ii) Influência do Conselheiro

Avalia se as empresas buscam se adequar as práticas recomendadas pelos conselheiros fiscais. Os representantes dos minoritários relataram que existe resistência da diretoria executiva em implantar muitas ações propostas. Por sua vez, os indicados pelos controladores informaram que as empresas de forma geral buscam se adequar as recomendações realizadas. Tais divergências reforçam a necessidade dos minoritários manterem um arranjo institucional que busque transformar o ambiente social, político ou cultural do CF, por meio da mobilização de seus membros. O contraste entre os dois discursos pode ser exemplificado pelas palavras dos conselheiros D (minoritário) e J (majoritário):

*“Trata-se de um processo, às vezes demorado, que normalmente requer adaptações, não somente por parte da alta administração e do posicionamento pessoal dos interlocutores com o Conselho Fiscal, mas também dos mecanismos internos de acesso e compartilhamento de informações, e proporciona, inicialmente, sensação de insegurança na convivência com o órgão” (Conselheiro D).*

*“Sim. Em regra geral, as recomendações feitas pelo conselho fiscal, para melhores práticas, são apresentadas com a fundamentação legal e/ou técnica aplicável que justifica a adequação ao procedimento sugerido...” (Conselheiro J).*

### (iii) Funções dos Conselheiros

Retratam as funções atribuídas aos conselheiros que podem melhorar as práticas de governança corporativa nas empresas. Enquanto os conselheiros indicados pelos minoritários procuram executar funções que extrapolam a análise dos demonstrativos financeiros, quanto a sua regularidade e conformidade, os indicados pelos controladores enfatizam que uma função importante dos conselheiros é seguir os preceitos da Lei norte-americana Sarbanes-Oxley, o que mostra que esses atuam como representantes das estruturas sociais dominantes. Os conselheiros A (minoritário) e G (majoritário) expõe suas visões:

*“Embora a diretoria das empresas normalmente procurem limitar a ação do CF aos demonstrativos financeiros e outros documentos como relatório anual, formulário de referencia, o conselho fiscal deve monitorar também a performance da empresa, o cumprimento dos acordos de acionistas, as regras estabelecidas no estatuto social, o planejamento estratégico, a comparação entre o orçamento e o realizado no período, entre outros assuntos que podem impactar a performance da empresa”* (Conselheiro A).

*“Seguir os preceitos da lei norte-americana Sarbanes-Oxley, a qual busca aumentar a transparência e o comprometimento dos administradores em relação aos controles internos e às informações divulgadas e que deve ser seguida por companhias estrangeiras listadas nos Estados Unidos”* (Conselheiro G).

As questões do bloco 3 procuram captar as práticas de ativismo dos acionistas minoritários. Desse modo, foram construídas 6 (seis) categorias ou codificações, elencadas a seguir: (iv) Defesa do Minoritário; (v) Uso da Tecnologia para o Ativismo; (vi) Reporte aos Minoritários; (vii) Comportamento Diante de Irregularidades; (viii) Resistência do Majoritário e; (ix) Minoritários x Majoritários.

#### (iv) Defesa do Minoritário

Essa categoria diz respeito à percepção dos conselheiros indicados pelos minoritários quanto às possibilidades de diálogo com a alta administração da empresa em que atuam. De forma geral, todos os conselheiros disseram que conseguem dialogar com a alta administração. No entanto, observa-se que a defesa dos interesses dos minoritários para que seja produtiva, necessita de grande habilidade do conselheiro em sensibilizar a alta administração, no que diz respeito ao atendimento de demandas, ideários e proposições que visem uma mudança qualitativa no rumo da companhia. As opiniões de dois representantes dos minoritários são expressas a seguir:

*“Em geral sim. Mas há um caso entre essas 3 empresas onde o conflito entre o acionista majoritário e os minoritários está ficando muito acirrado e alguns diretores dificultam a liberação de informações importantes (não públicas). Essa empresa é ainda de capital fechado”* (Conselheiro A).

*“Sim, o dialogo existe mais por educação e politica, mas pouco efetivo. Difícil implementar e conscientizar das ações que devem ser tomadas até que o mercado exija”* (Conselheiro B).

#### (v) Uso da Tecnologia para o Ativismo

A presente categoria busca verificar se os conselheiros representantes dos minoritários fazem uso da tecnologia de comunicação (e-mail, whatsapp, telefone, etc.) para alinhar demandas com seus pares. Os resultados evidenciam que os representantes dos minoritários se utilizam da tecnologia buscando a construção de uma rede de militância para a prática do ativismo. As respostas dos conselheiros D e E reforçam essas conclusões:

*“Sim, continuamente, não somente para “alinhar demandas importantes para os minoritários”, mas sobre o que seja relacionado à companhia em geral e seus públicos estratégicos”* (Conselheiro D).

*“Sim! isso é muito importante, até mesmo para que os argumentos dos conselheiros tenham ressonância durante a reunião, onde realmente se tomam decisões”* (Conselheiro E).

#### (vi) Reporte aos Minoritários

Avalia se os conselheiros representantes dos minoritários transmitem suas inquietudes quanto a temas sensíveis discutidos no CF aos seus representados. Todos os conselheiros minoritários afirmaram que reportam suas preocupações, utilizando como estratégias reuniões informais, trocas de e-mails, conversa telefônica e o registro em ata durante as reuniões do CF. As respostas dos conselheiros minoritários C e E fornecem uma ideia dos instrumentos empregados por esses para manter os acionistas minoritários informados sobre as decisões que são tomadas no âmbito do CF.

*“Sim e principalmente em uma reunião informal”* (Conselheiro C).

*“Sim! O acionista minoritário ou um conjunto deles precisa ser informado, minimamente por trimestre, ou a cada fato ou ato contábil ou decisão da alta administração que possa comprometer que a empresa siga seu caminho alinhado ao que foi planejado”* (Conselheiro E).

#### (vii) Comportamento Diante de Irregularidades

Investiga se os conselheiros indicados pelos minoritários comunicariam eventuais irregularidades aos órgãos reguladores/fiscalizadores, sendo esse um relevante instrumento para a prática do ativismo empresarial, segundo Schaefer e Hertrich (2013). Todos os conselheiros minoritários responderam afirmativamente a questão, com somente um tendo expressado dúvidas. A maior parte dos conselheiros afirmou que buscaria primeiro seguir o rito da Art. 163 da Lei 6.404/1976, com a denúncia sendo efetuada primeiramente aos órgãos da administração da empresa, seguida das convocações à assembleia geral ordinária e extraordinária, respectivamente. Posteriormente, caso a denúncia permanecesse sem a devida apuração, a comunicação aos órgãos reguladores/fiscalizadores seria efetuada. As opiniões dos conselheiros B e E são apresentadas a seguir:

*“Inicialmente deixaria registrado em atas as irregularidades encontradas (...). Caso não houvesse qualquer ação da empresa e o risco fosse eminente, colocando vidas em risco, sim eu comunicaria a órgãos reguladores”* (Conselheiro B).



*“Sim! Isso é um dever do conselheiro fiscal, seguindo, obviamente todos os passos até que se confirme as irregularidades. Hoje a legislação prevê até penalidades ao conselheiro que não cumprir essas obrigações. Cabe lembrar que o cpf do conselheiro fiscal está em jogo, podendo ter seus bens e recursos, inclusive, bloqueados por órgãos de fiscalização e/ou controle, quando da apuração de eventual irregularidade” (Conselheiro E).*

#### (viii) Resistência do Majoritário

Essa categoria é importante, pois verifica na percepção dos conselheiros indicados pelos minoritários se os indicados pelos controladores aceitam suas opiniões. Essa codificação funciona como um termômetro capaz de medir a resistência dos majoritários a uma mudança de cultura, que promova a equidade entre os sócios. Resumidamente, os conselheiros minoritários disseram que os conselheiros majoritários aceitam suas opiniões. Contudo, quando esses últimos já possuem uma opinião formada sobre determinado tema, dificilmente a modificam. As impressões dos conselheiros minoritários A e D são reproduzidas:

*“Em geral sim, mas já houve casos em que não concordavam. Aí registrei em ata a minha opinião e o fato dos outros conselheiros não terem concordado comigo. Isto é muito importante, pois os acionistas terão acesso à informações do que aconteceu na reunião” (Conselheiro A).*

*“Sim, pois no caso de ter sido eleito por acionistas minoritários, desde logo procuro demonstrar, com habilidade, relacionamento construtivo e fundamentos objetivos, que a prioridade é a fiscalização e aperfeiçoamento de práticas da companhia, com benefícios que atingirão, pelo menos, todos os acionistas” (Conselheiro D).*

#### (ix) Minoritários x Majoritários

O objetivo dessa categoria é verificar se existem diferenças entre o posicionamento dos conselheiros fiscais minoritários e majoritários, na visão desses primeiros, o que pode representar uma barreira na implantação de uma cultura que promova a governança corporativa, acarretando em incremento nos custos de monitoramento (contratação de auditoria independente, peritos, etc.), conforme enfatizado por Ledoux, Cormier & Houle (2014). Foi possível verificar que existe divergência de posicionamento, com os conselheiros indicados pelos majoritários buscando aprovar nas reuniões do CF a pauta da empresa e limitar a atuação dos minoritários. Os conselheiros D e E relatam suas experiências.

*“No meu caso pessoal, não: a lei e a companhia sempre em primeiro lugar! De qualquer modo, não é incomum serem observadas diversas situações em que, sendo o Conselho Fiscal instalado por iniciativa de acionista minoritário, o acionista controlador, não somente por meio dos seus membros eleitos, que formam maioria, mas também da própria companhia, tenta impor condições de limitação de escopo e atuação, tanto por regras do regimento interno do órgão como atitudes defensivas e restritivas, ainda que não contrárias à lei, à atuação mais aprofundada do profissional eleito por acionista minoritário” (Conselheiro D).*

*“Sim! Há diferenças claras, geralmente o presidente do conselho fiscal, indicado pelo majoritário conduz a reunião, buscando sempre a aprovação da pauta da empresa. Infelizmente, ainda no Brasil o conselho fiscal é rotineiramente pautado pela empresa. O conselheiro minoritário também deve buscar a aprovação da pauta, seu objetivo não deve ser atrapalhar a administração, mas tentando, sempre, que as práticas da alta administração estejam alinhadas à normatização interna e externa, e, principalmente, ao que foi planejado pelos acionistas, no âmbito da assembleia de acionistas e, principalmente no âmbito do conselho de administração, que representa o conjunto dos acionistas. Cabe lembrar que os minoritários participam do conselho de administração e, se perderam ou ganharam nesse ambiente, não é bem a questão para o conselho fiscal. A questão principal é que a alta administração não se desvie do que se encontra no relatório da administração, o qual deve demonstrar o antes, o durante e o futuro da companhia” (Conselheiro E).*

## 5. Considerações Finais

O presente artigo teve como objetivo principal investigar se os conselheiros fiscais indicados pelos acionistas minoritários possuem uma postura ativista, por meio de ações coordenadas e socialmente construídas. Como objetivo secundário pretendeu-se avaliar se os conselheiros fiscais indicados pelos controladores compartilham de opiniões similares a de seus pares indicados pelos minoritários, quanto à importância do papel que desempenham na fiscalização e controle dos atos da administração.

Para tanto, um questionário com 14 (quatorze) perguntas discursivas foi aplicado a uma amostra não probabilística de pessoas que atuam ou já atuaram como conselheiros fiscais de empresas abertas, fechadas e em fundos de pensão. A categorização das respostas aos questionários foi elaborada conforme a metodologia da análise de conteúdo, seguindo o critério semântico, ou seja, com os trechos de mesmo significado sendo agrupados, sendo essa uma das formas sugeridas por Bardin (2011).

Os resultados da pesquisa mostraram que as opiniões dos conselheiros indicados pelos minoritários e controladores são divergentes no que tange a importância do conselho fiscal; a influência que esse conselho exerce nas práticas da organização e; nas funções dos conselheiros. Enquanto os conselheiros minoritários afirmaram encontrar dificuldades para exercer amplamente suas funções de fiscalização e acompanhamento do desempenho da companhia, os majoritários evidenciaram um forte alinhamento com práticas socialmente dominantes, principalmente, no que se refere à subserviência a lei americana.

No que tange aos minoritários quanto à prática do ativismo, foi possível verificar que esses conseguem dialogar com os representantes dos controladores. Todavia, não de maneira muito efetiva, já que na visão dos primeiros os segundos aceitam sugestões, mas sem abrir mão de aprovar em reunião uma pauta que atenda as demandas dos controladores.

Constatou-se, que os conselheiros representantes dos minoritários utilizam a tecnologia de comunicação (e-mail, whatsapp, telefone, etc.) para alinhar demandas com seus pares, o que permite que esses atores compartilhem identidades ou solidariedades para enfrentar as estruturas empresariais dominantes.

Também foi possível averiguar que os conselheiros representantes dos minoritários recorreriam aos instrumentos legais para a prática do ativismo diante de possíveis irregularidades diagnosticadas durante seus trabalhos, conforme argumentaram Schaefer e Hertrich (2013). Os conselheiros minoritários afirmaram que em tais situações realizariam registro em ata de reunião,

denuncia junto à diretoria executiva, convocação da assembléia geral ordinária e extraordinária e, relato junto ao órgão regulador/fiscalizador.

De maneira geral é possível concluir que os conselheiros fiscais representantes dos minoritários adotam práticas ativistas para combater as estruturas empresariais dominantes. Tal fato é reforçado pelas divergências de opiniões entre os conselheiros minoritários e majoritários no que diz respeito ao papel do conselho fiscal e da atribuição de seus membros.

Assim como ocorre no contexto social, onde existem grupos que são excluídos das decisões políticas e que constroem nos movimentos sociais uma forma de luta para garantir seus direitos, no mundo empresarial não é diferente, com os conselheiros representantes dos minoritários tendo que atuar de forma solidária no enfrentamento das estruturas dominantes.

Uma limitação do trabalho repousa na adoção de uma amostra não probabilística, tendo em vista as dificuldades de se conseguir um grande número de respostas a um questionário discursivo, já que os conselheiros muitas vezes atuam em mais de uma entidade, além de exercerem outras atividades profissionais. Recomenda-se que estudos futuros tentem captar as percepções de conselheiros fiscais minoritários de empresas que operem num determinado setor, com o objetivo de apurar se a prática ativista é um fenômeno que independe do mercado de atuação.

## Referências

- Abers, R. & Von Bülow, M. (2011). Movimentos sociais na teoria e na prática: como estudar o ativismo através da fronteira entre Estado e sociedade. *Sociologias*, Porto Alegre, 13 (28), set/dez, p. 52-84.
- Alchian, A. A. & Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, 62 (5), p. 777-795.
- Aldrighi, D. M. & Mazzer Neto, R. (2005). Ownership and control in brazilian limited liability companies. *Revista de Economia Política*, 25 (2), p. 115–137.
- Alves, L. (2001). Governança e Cidadania Empresarial. *Revista de Administração de Empresas*, 41 (4), p.78-86.
- Bardin, L. (2011). *Análise de Conteúdo*. 2. ed. São Paulo: Edições 70.
- Bernardes, P., & Brandão, M. M. (2005). *Governança corporativa e o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas das corporações brasileiras*. In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 29, 2005, Brasília, DF. Anais... Brasília, DF: Anpad.
- Brugni, T. V.(2016). *Governança corporativa, conselhos de administração e fiscal e propriedade dos números contábeis no Brasil*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP. Brasil. Recuperado em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-24112016-154235/pt-br.php>.
- Bushman, R. M., & Smith A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333.

- Campbell, D. J. (2017). Content Analysis. In: Hoque, Z., Parker, L. D., Covaleski, M. A. & Haynes, K. (Eds.). *The Routledge Companion to Qualitative Accounting Research Methods*. (Vol. 1, Chap, 21, pp. 354-372), New York: Routledge.
- Escuder, S. A. L. (2006) *Governança corporativa e o conselho fiscal como instrumento de geração de valor ao acionista*. Dissertação (Mestrado em Gestão de Negócios). Universidade Católica dos Santos, Santos, SP.
- Cziraki, P., Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2010). Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective. *European Financial Management*, 16 (5), p. 738–777.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2007). *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*. SSRN Scholarly Paper, no ID 959670. Rochester, NY: Social Science Research Network. Recuperado de: <<https://papers.ssrn.com/abstract=959670>>. Acesso em: 31 mar. 2017.
- Gorga, E. (2007). *Análise da Eficiência de Normas Societárias: Emissão de Preferenciais, Tag Along e Composição do Conselho Fiscal*. UC Berkeley: Berkeley Program in Law and Economics. Acesso em: 28 de junho de 2018. Recuperado de: <https://escholarship.org/uc/item/6xd441jc>.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBCG]. (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5º ed, São Paulo, SP, 108 p.
- Krippendorff, K (2012). *Content Analysis: An Introduction to its Methodology* (3rd ed.). New York: Sage.
- Ledoux, M. J., Cormier, D., & Houle, S. (2014), Customer value disclosure and analyst forecasts: the influence of environmental dynamism, *Management Decision*, 52(3), pp. 460-481.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, The Netherlands, 3 (4), p. 305-360. 1976.
- Judge, W. Q., GAUR, A., & Muller-Kahle, M. I. (2010). Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study. *Corporate Governance: An International Review*, 18 (4), p. 258–273.
- Laclau, E. (2011). *Emancipação e diferença*. Rio de Janeiro: Ed. UERJ.
- Leftwich, R., (1983). Accounting information in private markets: evidence from private lending agreements. *Accounting Review*, 58, p. 23–43.
- Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Diário Oficial União, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Seção 1, Suplemento.
- Lorenzi, A. G. A. (2011). *Relações entre valores organizacionais, desempenho econômico-financeiro e governança corporativa em organizações de capital aberto com sede no Paraná*. Tese de Doutorado, Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Paraná, Curitiba.



- Machado, J. A. S. (2007) Ativismo em redes e conexões identitárias: novas perspectivas para os movimentos sociais. *Sociologias*, 9 (18), p. 248-285.
- Melucci, A. (1989). Um objetivo para os movimentos sociais? *Lua Nova*, 89 (17), p.49-66.
- Mouffe, C. (2003). Democracia, cidadania e a questão do pluralismo. *Política & Sociedade*, 2 (3), p. 11-26.
- O'Sullivan, M. (2001). *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*. Oxford: Oxford University Press. 352 p.
- Schaefer, H., & Hertrich, C. (2013). *Shareholder Activism in Germany: An Empirical Study*. SSRN Scholarly Paper, no ID 2343045. Rochester, NY: Social Science Research Network, 21 out. 2013. Recuperado em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=2343045>>. Acesso em: 26 abr. 2019.
- Scherer-Warren, I. (2014a). Dos movimentos sociais as manifestações de rua: o ativismo brasileiro no século XXI. *Política & Sociedade*, 13 (28), p. 13-34.
- Scherer-Warren, I. (2014b). *Redes de movimentos sociais*. 6 ed. São Paulo: Loyola.
- Silva, J. A. (2000). *Conselho fiscal nas sociedades anônimas brasileiras*. Belo Horizonte: Del Rey.
- Silva, L. S. (2017). *Uma análise sobre o conselho fiscal: efeito do monitoramento sobre empresas de capital aberto no Brasil*. Dissertação de Mestrado. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória.
- Sloan, R. (2001). Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 335-347.
- Smith, M. P. (1996). Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), p. 227-252.
- Strickland, D., WILES, K. W., & ZENNER, M. (1996). A requiem for the USA Is small shareholder monitoring effective? *Journal of Financial Economics*, 40 (2), p. 319-338.
- Tinoco, P., Escuder, J. E. L., Yoshitaki, M. (2011). O conselho fiscal e a governança corporativa: transparência e gestão de conflitos. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8 (16), p. 175-201
- Trapp, A. C. G. (2004). *Estudo da avaliação e gerenciamento do risco operacional de instituições financeiras no Brasil: análise de caso de uma instituição financeira de grande porte*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP. Brasil. Recuperado em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-27042009-141758/pt-br.php>.
- Vargas, L. H. F. (2013). *Ativismo de Acionistas no Mercado Acionário Brasileiro: Evidências e Determinantes em Empresas Listadas na BM&FBovespa*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, ES. Brasil. Recuperado em: <http://repositorio.ufes.br/handle/10/2001>.