

**FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO**

**DANIEL AUGUSTO DE ASSIS WATANABE**

**AS CARACTERÍSTICAS DO CEO E O TUNNELING NAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS**

**VITÓRIA  
2021**

**DANIEL AUGUSTO DE ASSIS WATANABE**

**AS CARACTERÍSTICAS DO CEO E O TUNNELING NAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Valcemiro Nossa.

**VITÓRIA  
2021**

**DANIEL AUGUSTO DE ASSIS WATANABE**

**AS CARACTERÍSTICAS DO CEO E O TUNNELING NAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração.

Aprovada em 27 de julho de 2021.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. VALCEMIRO NOSSA**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

---

**Profa. Dra. SILVANIA NERIS NOSSA**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

---

**Prof. Dr. ANDRÉ AROLDO FREITAS DE MOURA**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

## **AGRADECIMENTOS**

À minha esposa, Priscilla, por ter me apoiado nesta caminhada que, sabemos, não foi fácil.

Aos meus pais por terem investido na minha educação e proporcionado o conhecimento necessário para participação neste programa.

Aos meus orientadores por terem me ajudado, com disponibilidade e paciência, a enfrentar os desafios para a conclusão e obtenção dos principais resultados.

Aos demais professores e colegas de turma que, durante o curso, agregaram a mim um conhecimento extraordinário.

Aos meus líderes e demais colegas de trabalho por terem me incentivado e me apoiado de inúmeras formas a concluir esta jornada, bem como por ter confiado no meu potencial para cumprir este objetivo.

“O correr da vida embrulha tudo. A vida é assim:  
esquenta e esfria, aperta e daí afrouxa, sossega  
e depois desinquieta o que ela quer da gente é  
CORAGEM”

(Guimarães Rosa)

## RESUMO

O *tunneling* é uma prática normalmente realizada por meio de transações entre partes relacionadas, que consiste na expropriação de recursos das companhias visando beneficiar os acionistas majoritários. A presença destas operações pode estar associada há um baixo nível de monitoramento das ações realizadas pelos executivos das empresas. Portanto, determinadas características do *CEO* podem influenciar no volume de *tunneling* praticado pelas empresas. O objetivo deste estudo foi o de avaliar quais as características do *CEO* no mercado brasileiro podem afetar a expropriação do capital das companhias abertas visando prejudicar dos acionistas minoritários. Para tanto, considerando as empresas listadas na B3 no período de 2010 a 2019, foram levantados os dados pertinentes às operações entre partes relacionadas associadas ao *tunneling*, bem como determinadas características dos *CEOs*. Foram analisadas informações de 326 companhias abertas, cujo dados foram extraídos de formulários de referências e demonstrações financeiras constantes da base da CVM por meio da ferramenta GetDFPData Web. Os dados foram analisados em regressão *Tobit* e sugerem que o tempo de mandato pode influenciar no volume de *tunneling* praticado pelas companhias abertas. Por outro lado, aspectos como idade, dualidade e formação do *CEO* não apresentaram significância.

**Palavras-chave:** Tunneling, Características do *CEO*, Dualidade, Tempo de Mandato, Idade, Formação.

## ABSTRACT

Tunneling is practice normally performed through related party transactions, that consists in the diversion of corporate resources from the corporation in order to benefit the majority shareholders. The presence of these operations may be associated with a low level of monitoring executives' actions. Thus, CEO characteristics can be associated tunneling practiced by companies. The objective of this study was to verify which CEO characteristics in the Brazilian market can affect the expropriation of the resources harming minority shareholders. Therefore, were collected information regarding the related party transactions performed by the companies listed on B3 during the period from 2010 to 2019, as well as specific CEO characteristics. Data from 329 publicly traded companies was analyzed, whose were extracted from reference forms and financial statements included in the CVM database using the GetDFPData Web. The data were analyzed in Tobit regression and suggest that CEO tenure can influence the tunneling practiced by publicly companies. On the other hand, CEO age, CEO expertise and CEO duality were not significant.

**Keywords:** Tunneling, CEO characteristics, Duality, Tenure, Age, Expertise.

## SUMÁRIO

<b>Capítulo 1.....</b>	<b>8</b>
<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>Capítulo 2.....</b>	<b>12</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>12</b>
2.1. OPERAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E <i>TUNNELING</i> .....	13
2.2. CARACTERÍSTICAS DE <i>CEOS</i> .....	15
2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DUALIDADE DO <i>CEO</i> .....	19
<b>Capítulo 3.....</b>	<b>22</b>
<b>3. METODOLOGIA DA PESQUISA.....</b>	<b>22</b>
3.1. TIPOLOGIA DA PESQUISA, SELEÇÃO DA AMOSTRA E FONTE DE DADOS.....	22
3.2. ESTIMAÇÕES E TESTE DE HIPÓTESES .....	22
<b>Capítulo 4.....</b>	<b>27</b>
<b>4. ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>27</b>
4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	27
4.2. ANÁLISE DAS REGRESSÕES.....	30
<b>Capítulo 5.....</b>	<b>32</b>
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>32</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>34</b>
<b>APÊNDICE A. RESUMO DA LITERATURA NACIONAL E INTERNACIONAL RPTS E TUNNELING .....</b>	<b>37</b>
<b>APÊNDICE B. DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS E DE CONTROLE .....</b>	<b>39</b>



## Capítulo 1

### 1. INTRODUÇÃO

A expropriação de recursos da companhia feita por acionistas majoritários, prática denominada de *tunneling*, pode ser realizada via operações que objetivam transferir recursos aos acionistas controladores em transações entre partes relacionadas (*RPT*) (Johnson, La Porta, Lopes-de-Silanes, & Shleifer, 2000).

Estudos internacionais (Gordon, Henry, & Palia, 2004; Chizema, Jiang, Kuo & Song, 2019) relacionaram *tunneling* e *RPT* à governança corporativa fraca e alta concentração de controle, demonstrando que tais temas estão associados aos baixos níveis de monitoramento e à presença de níveis elevados de gerenciamento de resultado (GR) (Gordon & Henry, 2005).

No contexto dos conflitos de agência, determinadas características do diretor presidente (*CEO*), como idade e gênero, podem ajudar a determinar os níveis de riscos em que os executivos se expõem em benefício do desempenho das firmas (Sprenger, Kronbouer, & Costa, 2017). No mesmo sentido, *CEOs* nos primeiros anos de mandato tendem a priorizar transações que privilegiem a percepção do mercado sobre sua capacidade de gerenciar a empresa, independentemente de suas vantagens (Khasandy & Adhariani, 2018; Ali & Zhang, 2015). Por outro lado, especialistas em finanças estão menos propensos a gerenciar resultados ao apresentar dados em oferta pública inicial de ações (*initial public offerings* - *IPO*) (Gounopoulos & Pham, 2018). Ademais, a atuação do *CEO* também como presidente do conselho de administração (*CA*) está associada à práticas de GR (Dechow & Sloan Sweeney, 1995).

Tendo em vista que (i) as características da liderança afetam diversos aspectos relacionados à governança das firmas e (ii) a prática de *tunneling* está relacionada a baixos níveis de monitoramento, é esperado que os conflitos de agência existentes sejam potencializados por determinadas variáveis relacionadas aos executivos das companhias, afetando assim, a existência e volume de expropriação do capital dos acionistas minoritários. Desta forma, o objetivo do estudo é o de avaliar se, no mercado brasileiro, determinadas características dos membros da liderança das companhias, tais como (i) tempo de mandato do *CEO*, (ii) idade do *CEO*, (iii) formação do *CEO* e (iv) dualidade do *CEO*, podem afetar a expropriação do capital das empresas visando prejudicar dos acionistas minoritários.

O estudo utilizou a metodologia quantitativa empírica para correlacionar as características dos *CEO* aos volumes de *tunneling* nas companhias abertas listadas na Brasil, Bolsa e Balcão – B3, nos anos de 2010 a 2019. Os dados utilizados foram extraídos de formulários de referências e demonstrações financeiras constantes da base da Companhia de Valores Mobiliários – CVM, predominantemente, extraídos por meio da ferramenta GetDFPData Web.

Cabe mencionar que as *RPTs* nem sempre estão associadas à prática de *tunneling*, mas também a transações que visam a maior eficiência das entidades (Gordon, Henry & Palia, 2004). No que se refere a performance das firmas, as características de membros da liderança (idade, formação e gênero), bem como os aspectos do mandato de executivos (tempo e independência) podem influenciar os resultados operacionais (Andreou, Louca, & Petrou, 2016; Bhagat, Bolton, & Subramanian, 2010; Ahmadi, Nakaa, & Bouri, 2018). Isto reforça a premissa de que as características do diretor presidente (*CEO*) podem impactar diretamente nos

resultados operacionais das firmas e, por isso, tendem a influenciar também o nível de *RPTs*.

A associação das *RPTs* à rentabilidade das empresas é uma das justificativas consideradas plausíveis dada pela administração para canalizar os recursos para os controladores. Isso, porque, em mercados cujo sistema jurídico está baseado em *civil law*, como ocorre no Brasil, as operações são monitoradas tendo como o foco a conformidade legal e estatutária, não sendo prioridade a proteção de minorias (Johnson et al., 2000). Assim, embora o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2015), responsabilize os conselheiros e executivos pela criação de mecanismos para disciplinar estas transações, em ambientes corporativos como o brasileiro, o monitoramento tende a ser mais fundamentado nas regras previstas em estatutos e normas locais do que em vistas a proteger determinado grupo de acionistas. Por isso, países com fraca presença das instituições controladoras associadas a um alto volume de regulamentação tendem a ser mais prejudiciais aos acionistas minoritários e, por consequência, mais benéficos aos interesses de controladores (Johnson et al., 2000). Neste contexto favorável à prática de expropriação de recursos, expor as características das firmas podem influenciar o volume de *tunneling* ajuda a mitigar, ou reduzir as chances do acionista minoritário ser prejudicado.

Por fim, os resultados do estudo sugerem que *CEOs* com mandatos mais longos tendem a realizar um menor volume de *tunneling*. Dessa forma, a continuidade no cargo pode estar associada maior autonomia do executivo para tomada de suas decisões e maior receio de perder sua posição ao realizar práticas não vantajosas a todos. Ademais, reforça que no início dos mandatos os *CEOs* privilegiam as decisões que vão beneficiar os acionistas controladores, os quais, em grande parte, possuem

forte influência na escolha pelo executivo. Por outro lado, os resultados indicam que a idade, dualidade ou formação do *CEO* não afetam os volumes de expropriação de acionistas minoritários.

Dessa forma, o mercado brasileiro se beneficia diretamente dos resultados obtidos uma vez que o baixo monitoramento e alto volume de regulações existentes no país beneficia a existência de operações que, embora sejam aceitas do ponto de vista legal, são prejudiciais aos acionistas minoritários. Ademais, dá subsídios aos *stakeholders* atuantes no mercado brasileiro a exercer um monitoramento especial aos atos praticados pelos executivos recém promovidos ao cargo de *CEO*.

Do ponto de vista literário, os resultados obtidos se somam às análises realizadas por Ali e Zhang (2015) e por Khasandy e Adhariani (2018), os quais relacionaram determinados aspectos do *CEO* ao tempo de mandato do executivo. Ademais, o estudo contribui com a literatura pertinente ao *tunneling* o qual trata-se de uma prática bastante comum, sobretudo em países pouco desenvolvidos.

A partir daqui o estudo está estruturado da seguinte forma: o Capítulo 2 apresenta a revisão da literatura sobre o tema; o Capítulo 3 demonstra o método utilizado no estudo; o Capítulo 4 analisa os resultados; e, na última seção, é apresentada as considerações finais e recomendações.

## Capítulo 2

### 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo Jensen e Meckling (1976) a teoria da agência define que as relações entre as partes são formalizadas por meio de contratos, os quais, uma entidade principal contrata um terceiro, ou agente, para executar ações necessárias para resguardar seus interesses. Contudo, nem sempre a atuação do agente visa beneficiar a entidade principal, sobretudo quando existem conflitos entre os interesses do principal e os benefícios almejados pelo agente.

Neste contexto, sob a ótica da relação entre os acionistas e executivos das firmas, é possível que os agentes nem sempre atuem em convergência com os interesses dos principais, especialmente em situações envolvendo sócios minoritários. Nestes casos, o principal precisa limitar a atuação do agente e incentivá-lo a executar as ações de seu interesse em detrimento dos anseios pessoais. Por isso, segundo os autores, os minoritários tendem a incorrer em maiores custos de monitoramento do que acionistas majoritários, sugerindo que assimetria informacional prejudica a garantia dos interesses deste grupo.

O *tunneling*, por ser uma prática conduzida pelos executivos que visa transferir os recursos aos acionistas majoritários, está inserido dentro o contexto de conflitos de agência relacionados à atuação do executivo e dos acionistas majoritários e minoritários. Contudo, esta prática não cobre outros conflitos, como a incompetência da administração, a inclusão de pessoas ligadas ao acionista nos cargos executivos e mal dimensionamento de investimentos (Johnson et al., 2000).

## 2.1. OPERAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E *TUNNELING*

As primeiras pesquisas que abordaram as operações com partes relacionadas ocorreram no início do século XXI com Johnson et al. (2000) e Gordon et al. (2004). Estas pesquisas demonstraram que tais operações são comuns, variadas e podem ser relevantes.

Além disso, estas operações merecem destaque considerando que há um paralelo que segrega as transações entre partes relacionadas em duas vertentes: (i) pela ótica da agência, as transações com partes relacionadas são potencialmente prejudiciais aos interesses dos acionistas, por criarem conflitos entre os *stakeholders* e (ii) a visão da eficiência nas transações, que considera as *RPT* não prejudiciais, e, por vezes, benéficas aos acionistas (Gordon et al., 2004).

No que se refere a *RPT*, nos termos do Pronunciamento Técnico CPC nº 05 (R1), parte relacionada pode ser uma pessoa ou entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis. Assim, quando ocorre a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma outra entidade relacionada, por definição, ocorre uma transação entre partes relacionadas.

Embora o referido pronunciamento retrate as transações com partes relacionadas como característica normal do comércio e dos negócios, existem estudos que associam as operações entre partes relacionadas a transferência de ativos, lucros em benefício de controladores (Johnson et al., 2000). Prática denominada pela literatura como *tunneling*.

A partir deste estudo, Gordon e Henry (2005) evidenciaram que, em determinadas situações existe uma associação positiva entre *RPT* e gerenciamento

de resultados. Contudo, a mera presença de transações entre partes relacionadas não é necessariamente uma indicação de que existam práticas de gerenciamento de resultados. Neste contexto, Cheung, Jing, Rau e Stouraitis (2009), demonstraram que, no mercado chinês, as *RPTs* são mais prejudiciais aos acionistas minoritários ao comparar a expropriação de seus recursos via *tunneling* e aos possíveis benefícios operacionais com geração de riquezas, intitulados na literatura como *propping*.

No Brasil, estudos como o de Silveira, Prado e Sasso (2008), sugerem que as transações com partes relacionadas estão mais associadas aos conflitos de interesses do que às operações comerciais eficientes. Contudo, também existem estudos como o de Galdi (2014) que concluiu que, determinadas naturezas de *RPTs* podem ajudar na melhoria da performance das empresas, sugerindo, assim, que as entidades que praticam estas operações tendem a apresentar melhores margens EBITDA e, conseqüentemente, maior valor de mercado.

Neste contraste entre aspectos negativos e positivos associados a *RPT*, Gordon et al. (2004) contribuiu para que novos estudos relacionando estas transações entre níveis de governança corporativa, composição e características de conselhos e concentração acionária fossem realizados.

No Brasil, embora existam diversos estudos sobre as transações entre partes relacionadas e *tunneling* vinculados a melhorias operacionais, evidenciação e agressividade tributária, poucos estudos relacionaram a existência e o volume das operações às características apresentadas pelos *CEOs*, tais como: permanência no cargo, idade, experiência e dualidade.

## 2.2. CARACTERÍSTICAS DE *CEOS*

No que se refere à permanência de um membro em um cargo de liderança, estudos como o de Castro, Periñan e Pérez-Calero (2010), demonstram que, no mercado espanhol, mandatos mais longos de membros do CA estão associados positivamente com a rentabilidade das empresas. Por outro lado, sob a ótica do *CEO*, a permanência deste no cargo por um longo mandato pode estar associada a uma inércia organizacional e à baixa performance (Shen & Cannella, 2002; Ahmadi et al., 2018).

Três, Serra e Ferreira (2014) encontraram resultados que contariam aqueles encontrados por papers internacionais, quando analisam dados no Brasil. Os resultados obtidos pelos autores indicaram que o tempo de mandato do *CEO* está associado positivamente ao desempenho, medido pelo EBITDA, de empresas não familiares. O estudo demonstrou que esta controvérsia pode ser explicada porque empresas não familiares normalmente trocam mais vezes de *CEO* do que as empresas familiares. Assim, o executivo é pressionado a atingir melhores resultados de EBITDA com o passar do tempo.

Em outras análises, Ali e Zang (2015) constataram que os *CEOs* tendem a realizar níveis mais elevados de gerenciamentos de resultados nos primeiros anos de seus mandatos, sugerindo que profissionais com pouco tempo no cargo tendem a priorizar a percepção do mercado frente a sua performance na gestão das companhias. Resultados semelhantes foram encontrados por Khasandy e Adhariani (2018) ao avaliar o tempo de mandato de *CEOs* em intuições financeiras da Indonésia.

Ressalta-se que, segundo Gordon e Henry (2005), a depender dos incentivos, executivos de uma empresa podem gerenciar resultados por meio de *RPT* com intuito



de expropriar os recursos dos acionistas minoritários. Dessa forma, ao associar os resultados de Ali e Zang (2015), Khasandy e Adhariani (2018), Gordon e Henry (2005), pode-se inferir que os executivos tendem a realizar mais ações que visem manter sua permanência no cargo, seja por conta da percepção do mercado ou dos acionistas controladores.

Embora tais práticas possam ajudar o executivo a permanecer no cargo no início do mandato, nota-se, pelos resultados dos estudos, que a intensidade destas ações diminui com o tempo. Assim, os resultados indicam que, após os primeiros anos no cargo, o executivo passa a tomar decisões com mais autonomia e segurança para entre partes relacionadas. Ademais, não se pode desconsiderar que, ainda que com pouca representatividade, os acionistas minoritários e agentes do mercado passam a identificar com maior facilidade os motivadores das ações dos executivos e, por consequência, exercer maior escrutínio às decisões. A partir disto se constitui a primeira hipótese testada neste estudo:

**H<sub>1</sub>:** A permanência no cargo do *CEO* está negativamente associada à prática de *Tunneling*.

A experiência e o poder de barganha do *CEO* brasileiro estão diretamente relacionados à sua idade (Oliveira & Moser, 2015; Três et al., 2014). Ademais, os resultados obtidos por Oliveira e Moser (2015) sugerem que *CEOs* com idades mais avançadas estão mais aptos a ocuparem também o cargo de Presidente do CA, tendo em vista que possuem maior experiência.

No mercado Brasileiro, a idade do *CEO* já foi tema de diversas pesquisas, dentre elas destaca-se a realizada por Sprenger et al. (2017). Como resultados obtidos no estudo, os autores sugerem que quanto maior a idade do *CEO* menor o

volume de gerenciamento de resultados, indicando que, quanto mais velhos, menos suscetíveis a riscos.

Resultados obtidos por Andreou, Louca e Petrou (2016), sugerem que *CEOs* mais jovens tendem a revelar um volume maior de notícias negativas no início da carreira motivados por aumentos na remuneração. Reforçando assim as conclusões obtidas por Serfling (2012) e Sprenger et al. (2017), que sugerem que os *CEOs* tendem a se expor a menores riscos à medida que envelhecem. E que *CEOs* mais velhos tendem a reduzir os riscos das firmas por meio de políticas de investimento menos arriscadas.

No que se refere à idade do executivo, há dois pontos de vista válidos ao correlacioná-la com o *tunneling*: por um lado pode-se acreditar que o executivo mais idoso tende a realizar maior volume de transações visando permanecer no cargo, por outro, espera-se que os executivos mais experientes tenham maior interesse em preservar sua reputação. Ressalta-se, que estudos que correlacionam *tunneling* com características do CEO ainda são escassos, o que gera uma lacuna na literatura. Assim, tendo em vista que outros estudos já demonstraram que *CEOs* mais novos tendem a correr mais riscos, este estudo, ao correlacionar a idade do executivo ao volume de *tunneling* praticado, considerou que a preservação da reputação se sobressai em relação à manutenção do cargo. A partir disso, desenvolve-se a segunda hipótese a ser testada:

**H<sub>2</sub>:** A idade do *CEO* está negativamente associada a prática de *tunneling*.

Ainda no contexto de experiência do *CEO* e seus efeitos na performance das empresas, um estudo realizado no mercado americano sugere que a educação do *CEO* afeta positivamente no desempenho das firmas (Bhagat, Bolton & Subramanian,

2010). Os resultados do referido estudo sugerem que a presença *CEOs* formados em direito é associada a maiores retornos.

Neste contexto, diversos pesquisadores têm avaliado como a formação do *CEO* afeta os aspectos relacionados às companhias. Como exemplo, o estudo realizado por Custodio e Metzger (2014) em empresas listadas na *Standard and Poor* (S&P) demonstrou que empresas com *CEOs* que possuíam formação em finanças apresentam menos dinheiro em caixa, maiores volumes de dívidas e estruturas financeiras mais sofisticadas.

No Brasil, Sprenger et al. (2017), não identificou correlação entre a formação do *CEO* em Administração e volumes de transações entre partes relacionadas. Embora de forma não evidente, estes resultados contrariam os estudos internacionais como os de Custodio e Metzger (2014) e Jeon (2019), que sugerem que especialistas em finanças tendem a realizar operações financeiras mais sofisticadas e a realizar um menor volume de operações entre partes relacionadas. Corroborando com estes resultados, Gounopoulos e Pham (2018) demonstraram que os *CEOs* com especialização em finanças tendem a apresentar dados com menor volume de GR em períodos de IPO.

Os resultados destes estudos demonstram que os executivos com conhecimento aprofundado na área financeira e regulatória tendem a realizar operações financeiras mais sofisticadas quando há um baixo ambiente de monitoramento. Assim, considerando que no Brasil há um baixo nível de monitoramento dos agentes e pouca incidência de penalidades, é possível afirmar que executivos especialistas tendem a realizar um maior volume de *tunneling*.

Cabe mencionar que os estudos brasileiros que associam as características do *CEOs* aos aspectos financeiros ainda são escassos e não discutem tais

características à luz da existência de *tunneling*. Dessa forma, visando avaliar se os resultados obtidos no exterior que indicam que a formação e a especialidade do *CEO* influenciam em aspectos financeiros são desenvolvidas as hipóteses:

**H<sub>3</sub>:** *CEOs* com formação em finanças e direito praticam maior volume de *tunneling*;

### 2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E A DUALIDADE DO *CEO*

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015) define que “governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Para o Instituto “o conselho de administração tem o dever de administrar e monitorar transações com potenciais conflitos de interesses, ou aquelas que, direta ou indiretamente, envolvam partes relacionadas (conselheiros, diretores e/ou sócios)” (IBGC, 2015, p. 98). Dessa forma, dentre as melhores práticas sugeridas pelo Instituto, “compete ao conselho de administração zelar para que transações entre partes relacionadas sejam conduzidas dentro de parâmetros de mercado em todos os aspectos (ex.: preço, prazo, garantias e condições gerais)” (IBGC, 2015, p. 98).

No que se refere às ações do conselho que afetam as *RPT*, cabe mencionar que estudos internacionais como o de Jeon (2019) demonstram que a presença de conselhos de administração independentes e ser auditado por *big four* podem afetar negativamente os volumes de transações entre partes relacionadas realizadas por companhias abertas coreanas.

Neste mesmo sentido, no mercado nacional, o estudo de Silveira et al. (2008), sugere que os efeitos da governança corporativa reduzem o volume de transações entre partes relacionadas. Assim, considerando um menor volume de transações, estes resultados podem indicar que, empresas com conselhos de administração independentes podem estar sujeitas a uma menor prática de *tunneling*.

Estes resultados sugerem que o monitoramento desempenhado por agentes de governança corporativa tem um papel de reduzir o volume de transações entre partes relacionadas e, por sua vez, a prática de *tunneling*.

No que se refere ao perfil dos executivos, como já mencionado, estudos contemporâneos demonstram que as características específicas do *CEO* podem afetar diversos aspectos de uma entidade. Dentre eles, a prática de um indivíduo acumular atividades de *CEO* e Presidente do Conselho de Administração tem sido objeto de diversos estudos há mais de vinte anos (Krause, Semadeni & Canella, 2014).

A este respeito, Dechow et al. (1996) constatou que empresas em que o presidente do CA possui pouca independência, atuando também como *CEO*, estão mais suscetíveis à existência das manipulações de resultados.

Os resultados obtidos por Krause e Semadeni (2013) sugerem que, no mercado norte-americano, a separação das funções entre *CEO* e presidente do CA tem um efeito positivo após um período de fraco desempenho, contudo, pode apresentar um efeito positivo após um período de forte desempenho. Estes resultados, indicam que a concomitância dos cargos pode gerar efeitos diversos em relação a performance das empresas.

No Brasil, nos últimos anos tem-se observado uma redução na quantidade de companhias abertas em que os *CEOs* acumulam o cargo de presidente do CA, passando de, aproximadamente, 41% em 2009 para 17% em 2013 (Brugni, Fávero, Klotzle & Pinto, 2018).

Esta redução está alinhada com as diretrizes sugeridas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015). O Instituto, recomenda que o diretor-presidente não tenha participação no conselho de administração para que não haja concentração de poder. Assim, cabe ao CA monitorar transações com potenciais conflitos de interesses, dentre elas, as transações entre partes relacionadas.

Ademais, para mensurar a qualidade da governança corporativa das empresas listadas na B3, foram criados segmentos especiais de listagem, sendo eles B3 – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, os quais adotam regras de governança corporativa mais restritivas demonstrando, assim, maior transparência nas ações das companhias. Ressalta-se que os níveis diferenciados de governança propostos pela B3 (nível 1, nível 2 e novo mercado) impedem que executivos acumulem os cargos de *CEO* e presidente do CA.

Assim, considerando-se que (i) há um possível conflito de interesses quando o indivíduo acumula funções de *CEO* e de presidente do CA, e que (ii) cabe ao CA monitorar as *RPTs*, principalmente aquelas que possam estar vinculadas a prática de *tunneling*, constitui-se a quarta hipótese do estudo:

**H4:** Empresas que possuem *CEOs* que acumulam o cargo de presidente do Conselho de Administração tendem a realizar mais transações associadas a *tunneling*.

## CAPÍTULO 3

### 3. METODOLOGIA DA PESQUISA

#### 3.1. TIPOLOGIA DA PESQUISA, SELEÇÃO DA AMOSTRA E FONTE DE DADOS

Este estudo relaciona a presença de *tunneling* a características objetivas relacionadas aos *CEOs*, portanto, a pesquisa foi realizada com base em dados empíricos e adotou a metodologia descritiva e quantitativa.

Considerando a disponibilidade das informações nas Demonstrações financeiras e nos Formulários de Referência disponíveis no sistema GETDFP Data, a amostra da pesquisa é composta por empresas 326 listadas na B3, no período de 2010 a 2019. Da população analisada, foram excluídas as empresas que apresentavam inconsistências, como a ausência de informações de *CEOs*, bem como empresas que declararam operações com valores irregulares.

Os dados foram planilhados no Excel ® e, no que se refere às variáveis *tunneling*, ROA, book-to-market, endividamento e tamanho, os dados foram submetidos a *winsorização* dos dados anuais dos valores a 2,5% nos extremos, visando eliminar os efeitos produzidos por *outliers*.

#### 3.2. ESTIMAÇÕES E TESTE DE HIPÓTESES

No que se refere a mensuração do *tunneling*, de acordo Johnson et al. (2000) esta prática pode ser exercida de formas diversas visando sempre o benefício de controladores, dentre elas a expropriação de oportunidades, preços de transferências vantajosos, transferências de ativos, garantias de empréstimos e outras estruturas

financeiras. Ademais, pesquisadores chineses como Cheung et al. (2009), consideram que o *tunneling* pode ser praticado pela: (i) compra de ativos, (ii) venda de ativos, (iii) permuta de ativos, (iv) comércio de bens e serviços e (v) pagamentos em dinheiro. Por fim, estudos como o de Jiang, G., Lee, C. M. & Yue, H. (2010) demonstraram que o *tunneling* também é praticado via operações de empréstimos realizados entre investidas e acionistas controladores.

No Brasil, as informações pertinentes a *RPT* são apresentadas pelas companhias abertas nos formulários de referência com o respectivo descritivo da transação. Dessa forma, para mensuração do volume de *tunneling* praticado deste estudo foi considerado o valor total das operações declaradas. Ademais, visando neutralizar os efeitos relacionados ao tamanho da empresa, o valor obtido foi dividido pelo tamanho do ativo da entidade.

Para testar se as características do *CEO* influenciam no volume do *tunneling*, uma vez que os volumes de *tunneling* mensurados se concentraram próximos ao zero, a pesquisa utilizou o modelo proposto por James Tobin em 1958 (regressão *tobit*).

Considerando as hipóteses propostas, a pesquisa objetiva avaliar se o *tunneling*, aferido com base no volume de operações contratadas entre parte relacionadas, é afetado pelas características do *CEO*, assim:

$$Tun_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEO\_mandato_{it} + \beta_2 CEO\_idade_{it} + \beta_3 CEO\_formação_{it} + \beta_4 CEO\_dualidade_{it} + \beta_5 Governança_{it} + \beta_6 Tam.Conselho_{it} + \beta_7 Ind.Conselho_{it} + \beta_8 Big4_{it} + \beta_9 Propriedade_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} Book-to-Market_{it} + \beta_{12} Dividendos_{it} + \beta_{13} Tamanho_{it} + \beta_{14} ADR_{it} + \beta_{15} Endividamento_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em relação às variáveis explicativas, levou-se em consideração determinadas características do *CEO*. Baseado nos estudos de Ali e Zang (2015) e Khasandy e



Adhariani (2018), o maior tempo de mandato do executivo está associado a um menor volume de gerenciamento de resultados. Por isso, espera-se que  $\beta_1$  tenha sinal negativo para a prática de *tunneling*.

No que se refere a idade do *CEO*, tendo em vista os resultados obtidos por Serfling (2012) e por Sprenger, Kronbouer e Costa (2017), espera-se que quanto maior a idade do *CEO* menor a exposição a riscos. Por isso, espera-se que  $\beta_2$  tenha um sinal negativo para a prática de *tunneling*.

Neste estudo levou-se em consideração que a *expertise* do executivo pode estar associada a menores volumes de *RPTs* (Custodio & Metzger, 2014; Jeon, 2019) espera-se que  $\beta_3$  apresentem valores negativos quando associados ao *tunneling*.

Por fim, em sentido contrário, o volume de *RPT*, e conseqüentemente a prática de *tunneling*, estão associados a um menor nível de monitoramento e baixa governança (Silveira et al., 2008). Estes resultados sugerem que a presença de dualidade do *CEO* pode afetar positivamente os volumes de *tunneling* praticados. Por isso, espera-se que  $\beta_4$  seja negativo para prática de *tunneling*.

Neste contexto, é esperado que os betas tenham o seguinte sinal para cada hipótese:

#	Hipótese	Beta esperado
H1	A permanência no cargo do <i>CEO</i> está negativamente associada à prática de <i>tunneling</i> .	$\beta_1 < 0$
H2	A idade do <i>CEO</i> está negativamente associada a prática de <i>tunneling</i> .	$\beta_2 < 0$
H3	CEOs com formação em finanças e direito praticam maior volume de <i>tunneling</i> .	$\beta_3 > 0$
H4	Empresas que possuem <i>CEOs</i> que acumulam o cargo de presidente do Conselho de Administração tendem a realizar mais transações associadas a <i>tunneling</i> .	$B_4 > 0$

**Quadro 1: Beta esperado**

Fonte: Dados da pesquisa.

Relativamente às variáveis de controle, a quantidade de membros do CA (Tam.Conselho), a independência do CA (Ind.Conselho) e ser auditado por Big Four foram métricas consideradas por Silveira et al. (2008) e por Jeon (2019) para avaliar os volumes de *RPTs* praticados. Por isso, considerando que estes aspectos podem mitigar ações que privilegiem os acionistas majoritários, espera-se que entidades que apresentem tais características estejam associadas a uma menor prática de *tunneling*.

Assim, considerando a maior intensidade de monitoramento que os CAs e auditorias Big Four desempenham, espera-se que os valores de  $\beta_6$ ,  $\beta_7$  e  $\beta_8$  sejam negativos quando associados ao volume e à existência de *tunneling*.

No que se refere a estrutura de propriedade, estudos como os de Silveira et al. (2008) e Chizema et al. (2019), sugerem que os volumes de *RPTs* e *tunneling* podem ser afetados pelas características de controle, sendo que, em mercados com alta concentração de controle, como o brasileiro, espera-se que empresas que apresentem apenas uma entidade controladora apresentem maior volume de *tunneling*.

Por fim, os resultados obtidos por Gordon et al. (2004) sugerem que as *RPTs* estão relacionadas positivamente à performance das entidades e, por isso, é possível que entidades com alto volume de transações apresentem um Retorno sobre Ativos (ROA) superior às demais. Ademais, espera-se que as entidades sujeitas ao maior escrutínio dos agentes do mercado apresentem um menor volume de *tunneling*. Por isso, variáveis como: *book-to-market*, tamanho, endividamento e se a empresa possui *American Depositary Receipts* (ADRs) emitidas no mercado americano, foram inseridas no modelo visando controlar os resultados.

Ressalta-se que as informações pertinentes das variáveis explicativas foram extraídas dos dados contidos nos formulários de referência das empresas listadas na B3, predominantemente, utilizando-se a ferramenta GETDFPdata.

## CAPÍTULO 4

### 4. ANÁLISE DOS DADOS

#### 4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 1 apresenta os resultados da estatística descritiva das variáveis do modelo. Os dados apresentados na Tabela pertencem ao período compreendido entre os anos de 2010 a 2019 e demonstram, principalmente, o número de observações, média, máximos e mínimos das variáveis do modelo.

**TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA**

Variável	n.	Média	Desvio Padrão	Min.	0,25	Mdn	0,75	Máx.
<i>Tunneling</i>	1215	0,08	0,15	0	0	0,01	0,08	0,66
Mandato	1215	3,51	2,18	1	2	3	5	10
Idade	1215	53,69	10	25	46	53	61	87
Formação	1215	0,4	0,49	0	0	0	1	1
Dualidade	1215	0,11	0,32	0	0	0	0	1
Governança	1215	0,65	0,48	0	0	1	1	1
Tam.Conselho	1215	7,77	4,4	0	5	7	9	30
Independência	1215	0,29	0,25	0	0	0,25	0,5	1
Big4	1215	0,86	0,35	0	1	1	1	1
Propriedade	1215	0,03	0,13	-0,46	0	0,04	0,1	0,23
ROA	1215	0,5	0,5	0	0	0	1	1
Dividendos	1215	0,72	0,45	0	0	1	1	1
Booktomkt	1215	1,73	5,04	-1,72	0,31	0,71	1,28	31,3
Tamanho	1215	9,43	0,71	7,84	8,97	9,44	9,89	11,01
ADR	1215	0,23	0,42	0	0	0	0	1
Endividamento	1215	103,31	168,02	-277,4	19,62	62,54	134,35	756,23

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados apresentados pertinentes às 1.215 observações realizadas demonstram que, em média, o *tunneling* representa 8% do total de ativos das entidades. No que se refere ao tempo de mandato nota-se que os *CEOs* permanecem, em média, 3,51 anos em suas funções e, em determinadas situações, permaneceram no cargo durante todo o período observado. O executivo mais novo iniciou no cargo com 25 anos, por outro lado, o mais experiente atingiu 87 anos no final do período.

Relativamente às variáveis dicotômicas, observa-se que, em média, 40% de executivos declararam que possuem formação com expertise sobre o assunto.

Ademais, em média, 11% dos *CEOs* acumularam a função de presidente do conselho de administração no período.

A Tabela 2 demonstra a correlação de *Person* considerando as variáveis consideradas no modelo. Verifica-se que o *tunneling* está negativamente correlacionado a idade do *CEO*. Como demonstrado, não existem variáveis com correlação superior a 70% indicando, portanto, que não há multicolinearidade no modelo.

TABELA 2: CORRELAÇÃO DE PEARSON

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
<i>Tunneling</i>	1															
Mandato	-0,0032	1														
Idade	-0,0680**	0,2937***	1													
Formação	-0,0136	0,2242***	0,0874***	1												
Dualidade	-0,0324	-0,2284***	-0,0767***	-0,0899***	1											
Governança	0,0303	-0,1436***	-0,1426***	-0,1934***	0,021	1										
Tam.Conselho	-0,0456	0,0765***	0,0268	-0,0176	-0,0513*	0,1555***	1									
Independência	0,1099***	0,0135	-0,1055***	-0,2573***	-0,0227	0,1850***	0,1237***	1								
Big4	-0,0562**	0,0563**	0,0414	0,0442	0,0296	0,0137	0,0701**	0,0262	1							
Propriedade	0,0341	-0,1533***	-0,0338	-0,1389***	0,0468	0,2559***	0,0509*	-0,0451	-0,0610**	1						
ROA	0,0349	-0,1609***	-0,0377	-0,3000***	0,1227***	0,3351***	0,0983***	0,1970***	0,0548*	0,4309***	1					
Dividendos	-0,026	0,0941***	0,0399	0,0003	-0,0322	0,1458***	0,4946***	0,0987***	0,0378	-0,0034	0,0297**	1				
Booktomkt	-0,0763***	-0,0011	0,0764***	0,0664**	-0,0316	-0,3554***	0,0357	-0,0739***	-0,0066	-0,1433***	-0,1944***	0,0183	1			
Tamanho	0,0423	-0,0583**	-0,0548*	-0,0794***	0,0221	0,1584***	0,2704***	0,3322***	0,0203	0,1147***	0,1867***	0,2771***	0,2792***	1		
ADR	0,0919***	-0,0828***	-0,1451***	-0,0906***	-0,0166	0,0950***	0,0914***	0,2840***	-0,0097	0,1691***	0,1372***	0,0873***	-0,0947***	0,4219***	1	
Endividamento	0,029	-0,044	0,05028*	-0,0066	0,0639**	0,0361	-0,0236	0,0632**	0,0934***	0,1177***	0,0690**	-0,0463	0,0031	0,1936***	0,0774***	1

Nota: Coeficientes indicados com (\*) apresentam 10% de significância estatística, coeficientes indicados com (\*\*) apresentam com 5% de significância estatística, coeficientes indicados com (\*\*\*) apresentam 1% de significância estatística.

Fonte: Dados da pesquisa.

## 4.2. ANÁLISE DAS REGRESSÕES

De acordo com as hipóteses formuladas nesta pesquisa, objetiva-se verificar se o volume de *tunneling* praticado pelas companhias abertas sofrem influência de determinadas características dos seus respectivos *CEOs*. Conforme pode-se verificar na Tabela 1 – Estatística Descritiva, bem como no histograma, os dados pertinentes ao *tunneling* estão truncados próximo ao zero. Por isso, a Tabela 3 apresenta os resultados foram analisados em regressão *tobit*.

Visando verificar a existência de multicolinearidade na regressão, foi realizado o teste de Fator de Inflação da Variância (VIF), tendo obtido o resultado médio de 1,33. Nesse sentido, pode-se afirmar o que não há autocorrelação entre as variáveis no modelo proposto.

Como demonstrado na Tabela 3, confirmando os resultados esperados pela hipótese 1, observa-se que, com 5% de significância estatística, à medida que o *CEO* permanece por mais tempo em mandato, as entidades tendem a apresentar um menor volume de *tunneling*. Observa-se, ainda, que as demais características do *CEO* como idade, formação e dualidade não foram significativas quando relacionados ao *tunneling*.

**TABELA 3: REGRESSÃO TOBIT**

Variável	Coefficiente	P-valor
Mandato	-0,004303	0,035
Idade	0,0000421	0,937
Formação	0,0073453	0,484
Dualidade	0,0052135	0,735
Governança	-0,008397	0,508
Tam.Conselho	-0,0002242	0,877
Independência	-0,0028506	0,902
Big4	-0,0015737	0,925

Propriedade	-0,0638938	0,094
ROA	0,004935	0,677
Dividendos	0,0105203	0,324
Booktomkt	-0,0017752	0,157
Tamanho	-0,0034832	0,775
ADR	0,0305665	0,156
Endividamento	0,0000279	0,317
Mandato	-0,004303	0,035
Idade	0,0000421	0,937
Observações	1.215	
Constant-only model   log likelihood	563,47546	
Mean VIF	1,33	
Full model   log likelihood	720,55884	

Fonte: Dados da pesquisa.

Cumpra mencionar que, visando confirmar os resultados obtidos pela regressão *tobit*, os dados foram analisados em regressões painel de efeitos fixos e aleatórios e os resultados obtidos foram equivalentes aos resultados apresentados neste estudo.



## CAPÍTULO 5

### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo verificar se características dos *CEOs* como tempo de mandato, idade, formação e dualidade influenciam no volume de *tunneling* praticado pelas companhias abertas brasileiras nos anos de 2010 a 2019. Os dados analisados contemplam informações de 326 empresas e 701 executivos extraídas dos formulários de referência e demonstrações financeiras padronizadas disponibilizados na base da CVM.

Os resultados obtidos por meio dos testes de regressões confirmam as conclusões obtidas por Ali e Zang (2015) e Khasandy e Adhariani (2018) e indicam que o tempo de mandato do *CEO* influencia no volume de *tunneling* praticado pelas entidades. As evidências demonstram, portanto, que quanto maior o tempo de mandato do executivo, menor o volume de *tunneling* praticado. Estes resultados indicam que *CEOs* com maior tempo de mandato tendem a se expor menos aos riscos e pressões realizadas pelos acionistas majoritários.

Ademais encontrados sugerem que com o passar do tempo, os executivos tornam-se cada vez mais experientes e autônomos, afastando assim, as pressões exercidas pelos controladores. Por fim, é razoável afirmar que, após o decorrer dos anos do mandato do executivo, o escrutínio praticado pelo mercado e pelos acionistas majoritários deve ser mais eficaz.

Dessa forma, os resultados apresentados sugerem que características dos executivos, como tempo de mandato, podem influenciar nas ações das companhias abertas. Adicionalmente, reforçam que, entidades com menor nível de monitoramento

e governança estão mais sujeitas às práticas que visem a expropriação de recursos das firmas, possivelmente, prejudicando os acionistas minoritários.

No que se refere às demais características do *CEO*, como idade, formação e dualidade os resultados obtidos neste estudo indicam que a prática de *tunneling* pode não estar diretamente relacionada ao conhecimento e experiência dos executivos, mas sim ao monitoramento e à segurança que o executivo adquire com a permanência no cargo.

## REFERÊNCIAS

- Ahmadi, A., Nakaa, N., & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 218-226. <http://dx.doi.org/doi:10.1016/j.ribaf.2017.07.083>
- Ali, A., & Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), 60-79. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.11.004>
- Andreou, P. C., Louca, C., & Petrou, A. P. (2017). CEO age and stock price crash risk. *Review of Finance*, 21(3), 1287-1325. 10.1093/rof/rfw056
- Bhagat, S., Bolton, B. J., & Subramanian, A. (2010). CEO education, CEO turnover, and firm performance. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1670219>
- Brugni, T. V., Fávero, L. P. L., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2018). Conselhos de administração brasileiros: uma análise à luz dos formulários de referência. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(1), 146-165. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2018110108>
- Cheung, Y. L., Jing, L., Lu, T., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2009). Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(3), 372-393. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.10.001>
- Chizema, A., Jiang, W., Kuo, J. M., & Song, X. (2019). Mutual funds, tunneling and firm performance: evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-33. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11156-019-00846-z>
- Jiang, G., Lee, C. M., & Yue, H. (2010). Tunneling through intercorporate loans: The China experience. *Journal of financial economics*, 98(1), 1-20. Recuperado de: <[https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=1007&context=soa\\_research\\_all](https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=1007&context=soa_research_all)>
- Comitê de Produniciamentos Contábeis. 2008. Recuperado de: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC05R1\\_final.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC05R1_final.pdf)>;[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC18\\_final.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC18_final.pdf)
- Custodio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO' s work experience and firm' s financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.002>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.

- Friedman, E., Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Propping and *tunneling*. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732-750. Recuperado de: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w9949/w9949.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9949/w9949.pdf)
- Galdi, F. C. (2014). O Impacto das Transações com Partes Relacionadas na Performance Operacional das Companhias Listadas na Bm&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(2), 84-97. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/pdf/1970/197037785005.pdf>
- Gordon, E. A., & Henry, E. (2005). Related party transactions and earnings management. Available at SSRN 612234. Recuperado de: [https://www.researchgate.net/profile/Elaine\\_Henry/publication/256066188\\_Related\\_Party\\_Transactions\\_and\\_Earnings\\_Management/links/5a119689a6fdccc2d79b2520/Related-Party-Transactions-and-Earnings-Management.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Elaine_Henry/publication/256066188_Related_Party_Transactions_and_Earnings_Management/links/5a119689a6fdccc2d79b2520/Related-Party-Transactions-and-Earnings-Management.pdf)
- Gordon, E. A., Henry, E., & Palia, D. (2004). *Related party transactions and corporate governance*. *Advances in Financial Economics*, 9(1), 1-27. Recuperado de: [https://sites.rutgers.edu/darius-palia/wp-content/uploads/sites/218/2019/07/advances\\_04.pdf](https://sites.rutgers.edu/darius-palia/wp-content/uploads/sites/218/2019/07/advances_04.pdf)
- Gounopoulos, D., & Pham, H. (2018). Financial expert CEOs and earnings management around initial public offerings. *The International Journal of Accounting*, 53(2), 102-117. Recuperado de: <https://pages.business.illinois.edu/accountancy/wp-content/uploads/sites/12/2016/01/1622-Updated-4-13-16.pdf>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015. Recuperado de: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod\\_resource/content/1/Livro\\_Codigo\\_Melhores\\_Praticas\\_GC.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod_resource/content/1/Livro_Codigo_Melhores_Praticas_GC.pdf)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. Recuperado de: <https://www.academia.edu/download/37786595/jensen-meckling.pdf>
- Jeon, K. (2019). The Characteristics of Board of Directors and Related Party Transactions. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. Recuperado de: <https://search.proquest.com/openview/fe4a15e4e436f2279978ea4865c312b8/1?cbl=29414&pq-origsite=gscholar>
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). *Tunneling*. *American economic review*, 90(2), 22-27. Recuperado de: <https://www.nber.org/papers/w7523.pdf>
- Khasandy, M. R., & Adhariani, D. (2017). CEO tenure period and earnings management in the banking industry in Indonesia. In *Competition and Cooperation in Economics and Business* (pp. 121-127). Routledge. Recuperado de:

<https://library.oapen.org/bitstream/handle/20.500.12657/31180/636213.pdf?sequence=1#page=133>

- Krause, R., & Semadeni, M. (2013). Apprentice, departure, and demotion: An examination of the three types of CEO–board chair separation. *Academy of Management Journal*, 56(3), 805-826. Recuperado de: [https://www.researchgate.net/profile/Matthew\\_Semadeni/publication/256761384\\_Apprentice\\_Departure\\_and\\_Demotion\\_An\\_Examination\\_of\\_the\\_Three\\_Types\\_of\\_CEO-Board\\_Chair\\_Separation/links/00b49523b7393db78d000000.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Matthew_Semadeni/publication/256761384_Apprentice_Departure_and_Demotion_An_Examination_of_the_Three_Types_of_CEO-Board_Chair_Separation/links/00b49523b7393db78d000000.pdf)
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella Jr, A. A. (2014). CEO duality: A review and research agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256-286. Recuperado de: [https://www.researchgate.net/profile/Matthew\\_Semadeni/publication/258819719\\_CEO\\_Duality\\_A\\_Review\\_and\\_Research\\_Agenda/links/54d28ced0cf2b0c6146a0856.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Matthew_Semadeni/publication/258819719_CEO_Duality_A_Review_and_Research_Agenda/links/54d28ced0cf2b0c6146a0856.pdf)
- Oliveira, F. N., & Moser, E. (2015). *Determinantes da Estrutura de Liderança do Conselho das Empresas Brasileiras* (No. 397). Recuperado de: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/td397.pdf>.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>
- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251-273. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2158973>
- Shen, W., & Cannella Jr, A. A. (2002). Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Academy of management journal*, 45(4), 717-733. Recuperado de: <https://msuweb.montclair.edu/~lebelp/WeiShenCEOSuccessionCompAMJ2004.pdf>
- Silveira, A. D. M., Prado, v. M., & Sasso, R. (2008). Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil. *Social Science Research Network*, 26. Recuperado de: [http://www.academia.edu/download/47313743/Related\\_Party\\_Transactions\\_Legal\\_Strateg20160717-18889-1ngbydu.pdf](http://www.academia.edu/download/47313743/Related_Party_Transactions_Legal_Strateg20160717-18889-1ngbydu.pdf)
- Sprenger, K. B., Kronbauer, C. A., & Costa, C. M. (2017). Características do CEO e o Gerenciamento de Resultados em Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 120-142. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/pdf/1170/117054197007.pdf>
- Três, G., Serra, F., & Ferreira, M. P. (2014). O tempo de mandato do CEO e o desempenho das empresas: Um estudo comparativo de empresas familiares e não-familiares brasileiras. *Revista Gestão & Tecnologia*, 14(3), 5-31. Recuperado de: <http://revistagt.fpl.emnuvens.com.br/get/article/download/732/546>

## APÊNDICE A. RESUMO DA LITERATURA NACIONAL E INTERNACIONAL RPTS E TUNNELING

Ano	Nacional / Internacional	Autor	Título	Resultados Obtidos
2000	Internacional	Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A.	<i>Tunneling</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Até em países desenvolvidos, o <i>tunneling</i> pode ser substancial.</li> <li>• A maior parte do <i>tunneling</i> é legal, apesar de existirem fraudes especialmente em mercados emergentes.</li> <li>• Existem diversas formas de realizar o <i>tunneling</i>, seja por meio de expropriação de oportunidades, preços de transferências, transferência de ativos em benefício do acionista controlador.</li> <li>• Há diferenças entre o tratamento destas operações em países cuja a estrutura jurídica está baseada em leis e naqueles em que são baseados nos costumes.</li> </ul>
2003	Internacional	Friedman, E., Johnson, S., & Mitton, T.	<i>Propping and Tunneling</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Em países com fraca proteção ao investidor, os administradores canalizam os recursos para fora das empresas.</li> <li>• O <i>propping</i> normalmente ocorre quando há algum choque econômico negativo e, neste caso, o empreendedor precisa sustentar a empresa.</li> </ul>
2004	Internacional	Gordon, E. A., Henry, E., & Palia, D.	<i>Related party transactions and corporate governance</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• As <i>RPTs</i> são diversas e constantemente complexas e representam um desafio à governança corporativa. Também são comuns e podem ser representativas.</li> <li>• Existem duas visões possíveis para as <i>RPTs</i> com implicações diferentes para os acionistas: uma que abrange os conflitos de interesses e outra que demonstra a eficiência das transações.</li> </ul>
2005	Internacional	Gordon, E. A., & Henry, E.	<i>Related party transactions and earnings management</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A mera presença de <i>RPTs</i> não significa que estão associadas a prática de GR.</li> <li>• As <i>RPTs</i> que envolvem taxa fixa de financiamento entre as partes estão associadas a prática de GR.</li> </ul>
2008	Nacional	Silveira, A. D. M., Prado, V. M., & Sasso, R.	Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil	<ul style="list-style-type: none"> <li>• As transações com partes relacionadas são significativas e realizadas com frequência pelas empresas listadas brasileiras.</li> <li>• Existe uma relação negativa entre a existência de <i>RPTs</i> e a qualidade da governança corporativa das entidades.</li> <li>• Existe uma relação negativa entre o volume de <i>RPTs</i> e o valor de mercado das empresas.</li> <li>• Os resultados sugerem que as <i>RPTs</i> estão mais associadas a conflitos de interesses do que a operações eficientes.</li> </ul>

2009	Internacional	Cheung, Y. L., Jing, L., Lu, T., Rau, P. R., & Stouraitis, A.	Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Empresas que apresentaram <i>propping</i> normalmente possuem acionistas estrangeiros e tendem a ter pior desempenho operacional no ano fiscal anterior ao início das <i>RPTs</i>.</li> <li>• As <i>RPTs</i> que representam <i>tunneling</i> são acompanhadas por um menor volume de divulgações de informações quando comparadas com as <i>RPTs</i> associadas a <i>propping</i>.</li> </ul>
2010	Internacional	Jiang, G., Lee, C. M. C., Yue, H.	Tunneling through intercorporate loans: The China experience	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estudo visou documentar o uso frequente de empréstimo corporativo entre controladas e acionistas majoritários para a prática de <i>tunneling</i>.</li> </ul>
2014	Nacional	Galdi, F. C.	O Impacto das Transações com Partes Relacionadas na Performance Operacional das Companhias Listadas na Bm&FBovespa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>RPTs</i> relacionadas a compras, vendas e empréstimos obtidos estão relacionados à melhora do EBITDA.</li> <li>• <i>RPTs</i> que envolvem empréstimos influenciam negativamente o ROA e o EBITDA.</li> </ul>

**Quadro1: Resumo da literatura**

Fonte: Dados da pesquisa.

## APÊNDICE B. DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS E DE CONTROLE

Medida	Tipo	Descrição e cálculo	Sinal Esperado de $\beta$	Literatura
Tun	Explicada	<i>Tunneling</i> : volume total de operações entre partes relacionadas, frente ao montante do ativo total.	-	Johnson et al., 2000; Jiang et al., 2010; Cheung et al., 2009
Mandato	Explicativa	Tempo de mandato do <i>CEO</i> : informação coletada com base no tempo inicial do mandato declarada nos formulários de referência.	Negativo	Ali & Zhang 2015; Khasandy & Adhariani, 2018
Idade	Explicativa	Idade do <i>CEO</i> : informação coletada com base na data de nascimento declarada nos formulários de referência.	Negativo	Serfling, 2012; Sprenger, et al., 2017
Formação	Explicativa	Formação do <i>CEO</i> coletada com base na formação declarada nos formulários de referência. Sendo <i>dummy</i> onde 1 se formado em Direito ou finanças (Contabilidade, Administração e Economia).	Negativo	Custodio & Metzger, 2014; Jeon, 2019
Dualidade	Explicativa	Dualidade do <i>CEO</i> : <i>dummy</i> onde 1 para o <i>CEO</i> que ocupa o cargo de Presidente do CA e 0 caso não acumule as funções. Informação coletada com base nas informações prestadas nos formulários de referência.	Positivo	Silveira et al., 2008; Krause e Semadeni, 2013
Governança	Controle	Governança corporativa diferenciada: coletada com base nos dados contidos no formulário de referência, sendo <i>dummy</i> onde 1 para empresas que estiverem em níveis diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e 0 para as demais.	Negativo	Gordon, Henry & Palia, 2004; Silveira et al., 2008
Tam.Conselho	Controle	Tamanho do conselho: mensurada com base na quantidade de membros do conselho de administração.	Negativo	Jeon, 2019
Ind.Conselho	Controle	Independência do conselho de administração: mensurada com base no percentual de membros independentes frente à quantidade total de membros.	Negativo	Jeon, 2019
Big4	Controle	Empresa auditada por big four (DTT, EY, KPMG ou PWC): <i>dummy</i> onde 1 para auditada por big four e 0 para não auditada.	Negativo	Jeon, 2019
Propriedade	Controle	Variável <i>dummy</i> sendo 0 controle único e 1 para aquelas entidades que apresentem mais de um acionistas ou grupo de acionistas controlador.	Positivo	Silveira et al., 2008; Chizema et al., 2019
ROA	Controle	Retorno sobre o ativo: calculado pela divisão do valor do resultado do período pelo o valor total do ativo apresentado nas demonstrações financeiras padronizadas.	Positivo	Gordon et al., 2004
<i>Book-to-Market</i>	Controle	Valor do patrimônio líquido dividido pelo valor do mercado da empresa. Demonstra o potencial de crescimento da entidade.	Negativo	Variáveis de escrutínio



Dividendos	Controle	Variável <i>dummy</i> , sendo 1 para entidades que distribuíram dividendos no período e 0 para as que não distribuíram.	Negativo	
Tamanho	Controle	Valor total do ativo ao final do período.	Negativo	
ADR	Controle	Variável <i>dummy</i> , sendo 1 para entidades que possuem ADRs e 0 para as que não possuem	Negativo	
Endividamento	Controle	Valor do Passivo Circulante somado ao Passivo não circulante dividido pelo valor do Patrimônio Líquido multiplicado por 100. Demonstra, de forma percentual, o valor referente a Participação do Capital de Terceiros no patrimônio de cada entidade.	Negativo	

**Quadro 2: Variáveis**

Fonte: Dados da pesquisa.