

Paulo de Souza Knupp

**Determinantes no montante das Transações entre Partes  
Relacionadas das 100 maiores companhias brasileiras de capital  
aberto**

Dissertação submetida ao  
Programa de Pós-Graduação em  
Administração da Universidade  
Federal de Santa Catarina para a  
obtenção do Grau de Mestre em  
Administração. Orientador: Prof. Dr.  
José Alonso Borba.

Florianópolis  
2013

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Knupp, Paulo de Souza

Determinantes no montante das Transações entre Partes  
Relacionadas das 100 maiores companhias brasileiras de  
capital aberto / Paulo de Souza Knupp ; orientador, José  
Alonso Borba - Florianópolis, SC, 2013.

90 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa  
Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação em  
Administração.

Inclui referências

1. Administração. 2. Transações entre partes  
relacionadas. 3. Gerenciamento de resultados. 4.  
Tunneling. 5. Governança corporativa. I. Borba, José  
Alonso. II. Universidade Federal de Santa Catarina.  
Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

Paulo de Souza Knupp

DETERMINANTES NO MONTANTE DAS TRANSAÇÕES ENTRE  
PARTES RELACIONADAS DAS 100 MAIORES COMPANHIAS  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do Título de Mestre, e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina

Florianópolis, 19 de Agosto de 2013.

---

Prof. Dr. Marcus Vinicius Andrade de Lima  
Coordenador do Curso

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. José Alonso Borba  
Orientador  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura  
Universidade Presbiteriana Mackenzie

---

Prof. Dr. Sérgio Murilo Petri  
Universidade Federal de Santa Catarina

---

Prof. Dr. Leonardo Flach  
Universidade Federal de Santa Catarina



Dedicado aos meus pais.



## AGRADECIMENTOS

A Deus por ter colocado pessoas valiosas no meu caminho.

Aos meus pais, pelo apoio, paciência e carinho que dedicaram até o momento.

A minha irmã, pelo apoio, pelas palavras certas e por ter compreendido a minha ausência quando eu era necessário.

Aos meus queridos Adilson, Lucas e Rodrigo, por estarem sempre ao meu lado.

Aos meus tios Anderson e Arlindo que me motivaram a fazer o mestrado.

Ao professor Wilson que me apoiou desde o início.

Ao professor Alonso, pela dedicação e compromisso na orientação.

Aos amigos de Florianópolis Gustavo, Luís Eduardo, Felipe, Marcelo, Cleiciele, Paulo Thiago, André e Chaiane pelo companheirismo, dedicação e apoio.

E finalmente, aos meus queridos amigos Anderson, André, Corina, João e Thiago.



“Wake up and live”

Bob Marley



## RESUMO

Esta dissertação objetiva verificar quais são as variáveis determinantes no montante envolvido nas transações entre partes relacionadas (TPR) nas 100 empresas que apresentaram os maiores ativos em dezembro de 2011 negociadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2009 a 2011. Os resultados da pesquisa apresentam características importantes das TPR, como o fato observado de que essas são mais comuns quando existe uma relação de controle entre as partes envolvidas, assim como o fato de que o principal objeto de contrato dessas transações foram financiamentos. O resultado da regressão com dados em painel apresentou que apenas o valor da empresa (Q de Tobin) e alguns níveis de governança corporativa (Nível 2 e Sem Classificação) têm relação significativa sobre o montante das TPR. Esses resultados contribuem para o desenvolvimento sobre o tema, dado que algumas variáveis não apresentaram o resultado esperado. Dentre essas, duas se destacam: O tamanho da empresa e o ROE. Essas duas variáveis apresentaram relação significativa em outros trabalhos brasileiros que utilizaram as notas explicativas como fonte de dados sobre as TPR. Acrescenta-se a lista de variáveis não significativas o gerenciamento de resultados. Dado isso, pode-se supor que os investidores estariam descontando o valor das empresas que têm maiores montantes envolvidos nas TPR, mesmo que isso não tenha relação com o gerenciamento de resultados e o ROE, dois dos principais indicadores, de acordo com a literatura revisada, de que esse tipo de transação estaria envolvida com transferência de riquezas. Esses resultados levantam a importância de se continuar a pesquisa sobre o tema, principalmente sobre a relação de cada tipo de contrato de TPR com os aspectos de governança, ROE e gerenciamento de resultados. Essa investigação responderia se os investidores estão fazendo uma precificação equivocada das empresas, ou se cada tipo de contrato de TPR tem um impacto diferente nas variáveis explicativas usadas nesta pesquisa.

Palavras-Chave: Transações entre partes relacionadas, Gerenciamento de resultados, *tunneling*, Governança corporativa.



## **ABSTRACT**

This dissertation aims to verify which are the variables that determine the amount involved in transactions between related parties (RPT) in the 100 firms with the largest assets in December 2011 traded on the BM & FBOVESPA in 2009, 2010 and 2011. The research results present relevant characteristics of the RPT as the observed fact that these transactions are more common when there is a controlling relationship between the parties, as well as the fact that the main object of the contract of these transactions are financing. The results of the regression with panel data showed that only the company's value (Tobin's Q) and some corporate governance levels (Level 2 and Unrated) have a significant relationship on the amount of RPT. These results contribute to the development on the theme, given that some variables did not display the expected results. Among these, two stand out: The company size and ROE. These two variables showed a significant relationship in other Brazilian studies that used the notes as a source of data about RPT. Adds to the list of nonsignificant variables earnings management. Given this, it can be assumed that investors are discounting the value of the companies that have greater amounts involved in RPT, even if it is unrelated to earnings management and ROE, two key indicators, according to the literature reviewed, that this type of transaction would be involved with transferring wealth. These findings raise the importance to continue to research about the subject, mainly about the relationship of each type of contract of these transactions with aspects of governance, ROE and earnings management. Such researches would respond if investors are making a mistaken corporate pricing, or if each type of contract of these transactions has a different impact on the independent variables used in this research.

**Keywords:** Transactions between related parties, Earnings management, tunneling, Corporate Governance.



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Definição de partes relacionada.....	36
Figura 2 Transações entre partes relacionadas .....	38
Figura 3 Exemplo de <i>Tunneling e Propping</i> .....	41
Figura 5 Quantidade de TPR.....	65
Figura 6 - Montante das TPR .....	65



## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 Modalidades de gerenciamento de resultado.....	49
Quadro 2 Variáveis utilizadas na pesquisa.....	54
Quadro 3 - Segmentação do nível de governança .....	56



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Quantidade de empresas por setor .....	52
Tabela 2 Características das variáveis utilizadas.....	63
Tabela 3 Quantidade de TPR por Setor.....	66
Tabela 4 Montante das TPR por Setor .....	67
Tabela 5 Quantidade de TPR por Objeto de Contrato.....	69
Tabela 6 Montante para cada objeto de contrato.....	70
Tabela 7 Relação com o emissor e quantidade de TPRs .....	71
Tabela 8 Relação com o emissor e montante das TPR.....	72
Tabela 9 Quantidade de empresas para cada nível de governança corporativa.....	73
Tabela 10 Quantidade de TPRs e nível de governança corporativa .....	74
Tabela 11 Montante das TPR e nível de Governança corporativa .....	74
Tabela 12 - Modelo KS2 .....	75
Tabela 13 Resultado da regressão com todas as variáveis .....	76
Tabela 14 Regressão Final .....	77



## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

AC–Ativo Circulante  
ACCT–Accruals Totais  
AT–Ativo Total  
Atcir–Ativo Curculante  
CPC–Comitê de Pronunciamentos Contábeis  
Cr–Contas a Receber  
CVM–Comissão de Valores Mobiliários  
Cx–Caixa e equivalente de caixa  
Dep–Depreciação  
Desp–Despesas Operacionais  
Imob–Imobilizado  
KS–Kang e Sivaramakrishnan  
PC–Passivo Circulante  
Pc–Passivo Circulante  
PL–Patrimônio Líquido  
PNC–Passivo não Circulante  
PT–Preço de Transferência  
Rec–Receita de vendas líquidas  
ROE–Return on Equity  
TPR–Transações entre partes relacionadas



## Sumário

1.	INTRODUÇÃO .....	27
1.1.	<i>Caracterização do Problema de Pesquisa</i> .....	29
1.2.	<i>Objetivos</i> .....	30
1.2.1.	OBJETIVO GERAL .....	30
1.2.2.	OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	30
1.3.	<i>Justificativa</i> .....	30
1.4.	<i>Delimitação da pesquisa</i> .....	32
1.5.	<i>Descrição dos capítulos</i> .....	33
2.	REFERENCIAL TEÓRICO .....	35
2.1.	<i>Transações entre partes relacionadas</i> .....	35
2.1.1.	PARTES RELACIONADAS .....	35
2.1.2.	TRANSAÇÃO ENTRE PARTES RELACIONADAS .....	37
2.2.	<i>Preço de transferência</i> .....	38
2.3.	<i>Variáveis relacionadas com as Transação entre Partes Relacionadas</i> .....	39
2.3.1.	TUNNELING E PROPPING .....	40
2.3.2.	TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E DESEMPENHO (ROE E ROA).....	42
2.3.3.	TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E VALOR DA EMPRESA .....	43
2.3.4.	TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	45
2.3.5.	TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E GERENCIAMENTO DE RESULTADO .....	46
2.4.	<i>Aspectos do Gerenciamento de resultado</i> .....	47
3.	MÉTODO .....	51



3.1.	<i>Fundamentação das Hipóteses</i> .....	51
3.2.	<i>Amostra</i> .....	52
3.3.	<i>Período</i> .....	53
3.4.	<i>Definição das variáveis</i> .....	54
3.5.	<i>Fonte dos dados</i> .....	60
3.6.	<i>Procedimentos</i> .....	60
3.7.	<i>Limitações</i> .....	61
4.	RESULTADOS .....	63
4.1.	<i>Estatística descritiva das variáveis utilizadas</i> .....	63
4.2.	<i>Estatística descritiva das transações entre partes relacionadas</i> .....	64
4.2.1.	TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E SETOR.....	66
4.2.2.	OBJETOS DE CONTRATOS DAS TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS .....	68
4.2.3.	RELAÇÃO ENTRE AS PARTES RELACIONADAS NAS TRANSAÇÕES .....	71
4.2.4.	TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	73
4.3.	<i>Estatística Inferencial</i> .....	75
4.3.1.	MODELO DE KANG E SIVARAMAKRISHNAN (1995) .....	75
4.3.2.	TESTE DE HIPÓTESES .....	76
5.	CONCLUSÃO .....	79
	REFERÊNCIAS .....	83
	ANEXO I .....	88
	ANEXO 2.....	92



## 1. INTRODUÇÃO

As transações entre partes relacionadas (TPR) são transações comuns envolvendo recursos, serviços ou obrigações entre a entidade que reporta as informações financeiras e outra parte relacionada, que são organizações ou pessoas relacionadas com a entidade que elabora as demonstrações contábeis CPC 05 (2011).

Essas transações possuíram um papel de destaque em alguns escândalos contábeis da última década e continuam a aparecer em casos recentes.

Talvez o caso mais conhecido seja o da Enron em 2001, que fazia uso de sociedades de propósitos específicos para gerar lucros fictícios e omitir passivos (ODA, 2011). A princípio essa estratégia apresentou resultados positivos como os aumentos significativos de 56% e 87% em 1999 e 2000 no valor da ação da empresa enquanto o índice Standard & Poor's 500 aumentou 20% e caiu 10% respectivamente (HEALY e PALEPU, 2003). Porém em 2001 o valor da ação da empresa, que estava a US\$ 90,00 em meados do ano 2000, foi para menos de US\$ 1,00 (BESNTON e HARTGRAVES, 2002).

Outros casos como o da Tyco em 2002, Parmalat em 2003 e o da Agrenco em 2008, também são citados por Oda (2011), Pizzo (2011), Djankov et al (2008) e Gordon Henry e Palia (2004) como exemplos de escândalos associados, pelo menos em parte, a TPR.

Esses escândalos não se limitam aos outros países. No Brasil o banco BVA também fez uso inapropriado das TPR. O banco transferiu R\$ 135 milhões para a empresa de seu controlador, a Peg Cred Promotora de Vendas, que por sua vez repassou 75% do montante para outras empresas dos diretores do BVA (BRONZATTO, 2012), como consequência, essa transação agravou a situação financeira da empresa que apresenta um passivo descoberto de R\$ 1,5 bilhão de reais (MODÉ e FRIEDLANDER, 2012).

Além do envolvimento em escândalos contábeis essas transações também são motivo de atenção das empresas de rating como mostra o trecho de um relatório de avaliação da Fitch (2013) sobre o Meinl Bank:

Additionally, Fitch considers Meinl Bank's corporate governance to be a negative ratings driver. In the agency's view, the bank's ownership structure is overly complex and related party transactions are significant in relation to the bank's equity size. Moreover, dividend payments up to 2008 were extraordinarily high.

No trecho acima, fica claro que a análise da Finch classifica o alto montante envolvido nas TPR a uma governança corporativa menos eficiente. Isso pode estar ligado ao risco de fraudes, como já citado, e caracteriza as TPR como uma fonte de tensão entre os acionistas das e os gestores das empresas.

Esse conflito é explicado pela teoria da agência elaborada por Jensen e Meckling em 1976 que trata dos problemas gerados quando os objetivos da gestão não são os mesmos que os dos proprietários da companhia. Todavia pode ocorrer também quando os interesses dos acionistas majoritários não são os mesmos que os interesses dos acionistas minoritários (CHANLAT, 2010).

Rabelo e Silveira (1999) afirmam que a governança corporativa surge visando resolver os problemas de agência existentes nas empresas. Dado isso Gordon, Henry e Palia (2004) apontam que sistemas de governança mais fracos estão relacionados com um maior montante financeiro nas TPR.

Enfatizando o fato que as TPR estão ligadas ao conflito de interesses, Cheung et al (2009) afirmam que essas transações são usadas por três motivos. Os dois primeiros visam a transferência de riqueza (*Tunneling* e *Propping*), e o terceiro é o gerenciamento de resultados, que pode ser definido como a alteração intencional dos resultados contábeis com objetivos bem definidos que não incluem demonstrar a realidade latente no negócio (MARTINEZ, 2001).

Além de Cheung et al (2009), trabalhos como os do Jian e Wong (2010) e Zeng e Vinten (2008) afirmam que as TPR são usadas como uma forma de gerenciar os resultados das companhias de capital aberto. Entretanto no Brasil, Rodrigues, Paulo e Carvalho (2007) pesquisaram as empresas listadas na BM&FBOVESPA e concluíram que existe gerenciamento de resultados no Brasil, mas não conseguiram provar que esse é feito com o uso das TPR.

Além de governança corporativa e gerenciamento de resultados, a literatura encontrada aponta outros aspectos que também podem estar relacionadas as transações entre partes relacionadas, tais como o valor e o desempenho da companhia. Chen, Chen e Chen (2009) ao pesquisarem empresas chinesas observaram que as companhias que apresentaram mais vendas para outras partes relacionadas também tiveram um ROA (*Return on Assets*) mais elevado, além de apresentarem um valor (Q de Tobin) maior.

No Brasil Matos e Galdi (2012) apresentam resultados semelhantes aos de Chen, Chen e Chen (2009), de acordo com os pesquisadores brasileiros as companhias controladoras listadas na

BM&FBOVESPA utilizam as TPR para aumentar os seus retornos operacionais.

Quanto ao Valor da empresa, a dissertação de Oda (2011) apresentou um resultado um pouco diferente do apresentado pelos pesquisadores chineses. A autora encontrou uma relação negativa entre as TPR operacionais e o valor da empresa, enquanto que as TPR financeiras apresentaram resultados inconclusivos, o que não permitiu a autora afirmar que as TPR adicionem ou diminuam o valor da companhia. Vale ressaltar que na pesquisa da brasileira não foi usada o Q de Tobin como a dos chineses. Oda (2011) usou o VMAT para mensurar o valor das companhias.

### **1.1. Caracterização do Problema de Pesquisa**

Ao analisar o que foi exposto na contextualização percebe-se que as transações entre partes relacionadas são motivo de preocupação para o mercado. Os escândalos citados, assim como as pesquisas acadêmicas levantadas demonstram que essas transações podem ser uma forma de desapropriação de riquezas, gerenciamento de resultados e fraudes.

O uso das TPR para qualquer um desses objetivos leva a falhas no ambiente de mercado, visto que essas atitudes prejudicam a análise das informações financeiras por parte dos investidores, que acabam alocando recursos em empresas que não os mereceriam.

Como uma forma de corrigir esse investimento equivocado em empresas que usam as TPR em fraudes, as ações dessas empresas sofrem uma desvalorização acelerada como as que ocorreram com a Enron (BESNTON e HARTGRAVES, 2002) e Parmalat (BUCHANAN e YANG, 2005).

Dado esses riscos os investidores se preocupam com a forma que as TPR são usadas. Exemplo disso foi o que ocorreu com o General Motors (GM) que contratou a empresa da esposa do CEO para serviços de publicidade e como consequência sofreu uma exigência do mercado por explicações dos motivos dessa contratação (HIGGINS, 2012).

Desta forma, procurando colaborar para o melhor entendimento dessas transações que são comuns entre as empresas, e contribuir para que os investidores possam tomar decisões de forma mais segura no mercado brasileiro elaborou-se o seguinte problema de pesquisa: **Quais são as variáveis determinantes das transações entre partes relacionadas nas 100 maiores empresas brasileiras listadas na bolsa de valores?**

Para responder a essa pergunta foram elaborados objetivos, que estão descritos nos tópicos seguintes:

## **1.2. Objetivos**

Os objetivos da pesquisa estão divididos em dois tópicos, sendo que o primeiro apresenta o objetivo geral, seguido dos específicos.

### **1.2.1. OBJETIVO GERAL**

- Verificar quais são as variáveis determinantes das transações entre partes relacionadas nas companhias negociadas na BM&FBOVESPA.

### **1.2.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

I. Verificar a relação das transações entre partes relacionadas com o desempenho financeiro e criação de valor das empresas

II. Avaliar a relação entre as TPR e o gerenciamento de resultados nas Companhias

III. Verificar se um melhor nível de governança corporativa inibe o volume de TPR.

## **1.3. Justificativa**

As transações entre parte relacionadas possuem características que motivam pesquisadores a estudá-las em diversos países. Entre tais características pode-se citar o fato de serem comuns entre as empresas (CPC 05, 2011) e estarem associadas ao desempenho (CHEUNG et al. 2009), ao valor (GE et al 2010), à aspectos da governança corporativa (GORDON, HENRY e PALIA, 2004) e ao gerenciamento de resultados nas empresas (CHENG e XIAO, 2011).

As pesquisas sobre o tema são mais comuns em países da Ásia, onde todas as relações citadas no parágrafo anterior foram encontradas. Porém no Brasil as pesquisas sobre o tema ainda são poucas e por vezes não apresentam os mesmos resultados.

Rodrigues, Paulo e Carvalho (2007) investigaram a existência de uma relação entre as TPR e o gerenciamento de resultados nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. Os autores utilizaram a análise de distribuição de frequência para examinar se as TPR são utilizadas para o gerenciamento de resultados, porém não encontraram relação entre as variáveis. Dado esses resultados, os pesquisadores indicam para pesquisa futuras o uso de ferramentas econométricas mais robustas para verificar tal relação.

Essa dissertação atende a essa sugestão, visto que usa regressão com dados em painel para verificar as hipóteses. Acredita-se que isso possa acrescentar novos parâmetros para a discussão.

Outra pesquisa que apresenta resultados distintos é o da Oda (2011) que encontrou resultados inconclusivos para as TPR financeiras e o valor da empresa. Nessa pesquisa a autora buscou o volume financeiro envolvido nas TPR nas notas explicativas das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Esta dissertação teve uma fonte diferente de dados. Foram utilizadas informações dos formulários de referência das empresas. A escolha dessa fonte de dados foi feita pelo fato de os formulários de referências serem ricos em detalhes de cada transação e por serem uma ferramenta recente e, ainda, pouco usada em pesquisas sobre esse tema.

O uso de uma nova fonte de dados é importante para o tema, visto que pode trazer resultados distintos o que enriquece a discussão sobre o assunto, além de poder apontar pontos fortes e fracos para cada tipo de fonte.

Outro trabalho brasileiro sobre o tema foi realizado por Matos e Galdi (2012). Os autores investigaram a relação entre as TPR e o desempenho operacional das empresas e os resultados obtidos por eles vão de encontro com outros trabalhos realizados com empresas de outros países - Cheung et al., (2008) Chen, Chen e Chen (2009), Aharony, Wang e Yuan (2010), Jian e Wong (2010) – ou seja, que as TPR são utilizadas por empresas controladoras para aumentar os retornos operacionais.

Os autores não deixam claro qual foi a fonte dos dados sobre as TPR, mas presume-se que não foi utilizado o formulário de referência, visto que eles utilizaram dados de 2008 e 2009, e os formulários começaram a ser publicados em 2010 com dados de 2009. Outro ponto que difere a pesquisa de Matos e Galdi com essa dissertação é o fato de os autores terem usado montante de cada tipo de TPR como uma variável independente, enquanto essa dissertação usou o montante total das TPR como variável dependente.

Essas diferenças no método utilizado nesta dissertação enriquece a discussão do tema que é de grande importância para o mercado, visto que essas transações podem ser encaradas como uma fonte de conflito de agência, que pode ter como consequência a expropriação de riqueza dos acionistas.

Por fim, ressalta-se como justificativa os escândalos a que essas transações estão relacionadas que apresentam consequências no mercado, na confiança dos investidores e na forma que as empresas de *rating* encaram as transações entre empresas ligadas.

Essa divergência nos resultados, a pouca quantidade de pesquisas brasileiras sobre o tema e a necessidade de se entender quais são os aspectos determinantes das transações entre partes relacionadas motivam a elaboração de uma pesquisa com uma abordagem diferente e que busque entender as variáveis determinantes de tais transações.

#### **1.4. Delimitação da pesquisa**

A principal delimitação da pesquisa está na amostra analisada. Foram pesquisadas as 100 empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA com maior ativo em dezembro de 2011 e que demonstraram de forma adequada as TPR, assim como possuíam informações contábeis divulgadas em todo o período necessário para a pesquisa.

A seção destinada para descrição detalhada de cada TPR no formulário de referência é o item 16.2. Porém algumas empresas apresentaram esses dados nos itens 16.1 ou 16.3, essas companhias não foram consideradas nesta pesquisa. Isso foi feito para preservar uma uniformidade nos dados.

Outra delimitação está no fato de que essa dissertação considerou apenas o montante das TPR, sem classifica-las de acordo como o objeto de contrato ou relação com o emissor. Essa limitação afeta no resultado dado que TPR realizadas com objetivos específicos foram tratadas de forma igual.

Ao analisar a governança corporativa, esse trabalho não observou diretamente aspectos que determinam uma governança corporativa forte ou fraca como foi feito em pesquisas similares, porém a classificação elaborada pela BM&FBOVESPA, que leva em consideração importantes aspectos da governança corporativa e é bem aceito pelo mercado. Essa diferença na observação dessa variável pode ter impacto na comparação de trabalhos anteriores, como o de Oda (2011).

### **1.5. Descrição dos capítulos**

Esta dissertação está organizada em seis capítulos. O primeiro capítulo é esta introdução, que teve como objetivo apresentar os principais aspectos do trabalho ao leitor.

O segundo capítulo trata do referencial teórico em que essa pesquisa se baseou. Seguindo o referencial é apresentada a metodologia de pesquisa utilizada. Onde foram fundamentadas as hipóteses, explicados os aspectos da amostra, da seleção das variáveis e dos modelos utilizados, assim como o processo de tratamento dos dados.

O quarto capítulo apresenta os resultados obtidos através da metodologia descrita no capítulo três. A descrição desses resultados está dividida em dois subcapítulos, sendo que no primeiro é apresentada uma estatística descritiva e no segundo os resultados do modelo de regressão. No quinto capítulo são apresentadas as considerações finais e as conclusões da dissertação. Nesse capítulo também são apresentadas sugestões para pesquisas futuras.

Por fim são apresentadas as referências dos trabalhos citados nesta dissertação.



## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta as principais pesquisas encontradas sobre as transações. Na primeira parte será explicado o que são TPR e partes relacionadas. Seguindo isso é explicado as características mais estudadas sobre as TPR, entre essas características estão *tunneling* e *propping*, valor da empresa, Governança corporativa e desempenho das empresas.

O objetivo é fornecer uma base que justifique os objetivos da pesquisa e as hipóteses que foram propostas.

### 2.1. Transações entre partes relacionadas

Esta parte do capítulo aborda em primeiro lugar as partes relacionadas, definindo o que são partes relacionadas, quais as suas características e importância da divulgação dessas relações. Em seguida são apresentadas as definições para TPR, suas características e as suas implicações nos resultados financeiros das empresas de acordo com os artigos encontrados.

#### 2.1.1. PARTES RELACIONADAS

Pizzo (2011) afirma que o critério para definir “partes relacionadas” pode variar nos estudos acadêmicos e nos princípios regulamentares, mas em grande parte fazem referência à habilidade de influenciar nas decisões da empresa. Seguindo isso o CPC 05 (2010) e o IAS 24 (2010), definem partes relacionadas como uma pessoa jurídica ou física, ou até mesmo um membro da família da pessoa física, que esteja relacionada à entidade que apresenta as demonstrações contábeis.

Essa proximidade nas definições se deve a lei Nº11.638/07 que determina que as normas contábeis expedidas pela Comissão de valores mobiliários (CVM) devam estar alinhadas com as normas adotadas nos principais mercados de valores mobiliários, ou seja, de acordo com as normas emitidas pela IASB. Isso influencia os pronunciamentos da Comissão de Pronunciamentos contábeis (CPC) que são adotados pela CVM. Em outras palavras, o CPC 05 é inspirado no IAS 24, tendo muito do seu conteúdo idêntico ao IAS 24.

Como partes relacionadas podem ser citadas o pessoal chave da administração e os seus familiares, dado os primeiros têm “autoridade e responsabilidade pelo planejamento e controle das atividades da entidade” (CPC 05, 2010)

Pessoas jurídicas também podem ser partes relacionadas, desde que apresentem, assim como as pessoas físicas, influencia significativa e/ou controle sobre a outra entidade.

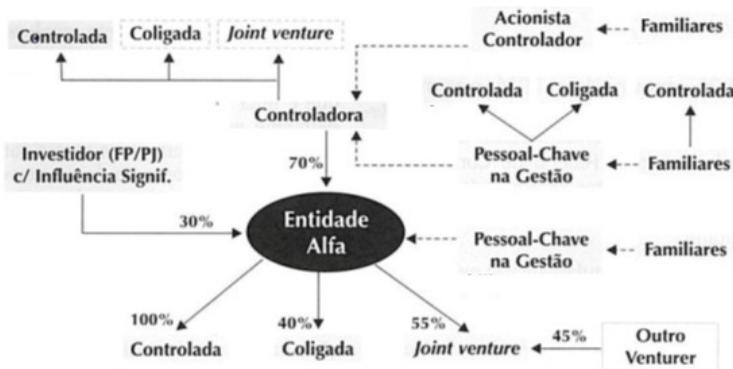
O termo “controle”, usado nos parágrafos anteriores, de acordo com o IAS 24 (2010) é o poder de reger as políticas financeiras e

operacionais de uma entidade com a finalidade de obter benefícios dessas atividades.

O CPC 05 (2010) define a “influência significativa” como o poder de participar nas decisões financeiras e operacionais de uma entidade, sem que isso caracterize o controle sobre essas políticas. O texto afirma que a “influência significativa” pode ser adquirida por meio de participação societária, acordo de acionistas ou definições do estatuto da entidade.

De forma mais simples a entidade pode ser considerada como parte relacionada se ela “dá palpites” sobre as decisões financeiras e operacionais da entidade reportante (MOREIRA, GORI e MARTINS, 2010).

A figura abaixo elaborada por Iudícibus, et al. (2010), junto com a reportagem de Higgins (2012) ajudam a entender as definições apresentadas, assim como a entender a abrangência das relações entre partes relacionadas.



**Figura 1 - Definição de partes relacionada** Fonte: adaptado de Iudícibus, et. al., 2010

Higgins (2012) escreveu uma reportagem que tratou de uma transação entre partes relacionadas em que a General Motors (GM) contratou os serviços de uma empresa de publicidade na qual a esposa do *Chief executive officer* (C.E.O.) da GM era sócia. Como consequência dessa operação, a GM teve que ir a público explicar o por que a empresa da esposa do CEO foi escolhida e quem aprovou a contratação.

Nesse exemplo a GM estaria em “Entidade Alfa”, no centro da figura, o C.E.O. estaria em “Pessoal-chave na gestão” e a esposa dele estaria em “familiares”, e por isso ela é considerada uma parte

relacionada, e qualquer transação que a GM tenha com a empresa dela ou com ela de forma direta, deve ser declarada.

Assim a divulgação das informações sobre a existência de partes relacionadas, existindo ou não algum tipo de transferência, tem como objetivo mostrar aos usuários das informações contábeis a possibilidade de o balanço patrimonial e a demonstração de resultados estarem sendo influenciados por essas relações (CPC 05, 2010).

#### 2.1.2. TRANSAÇÃO ENTRE PARTES RELACIONADAS

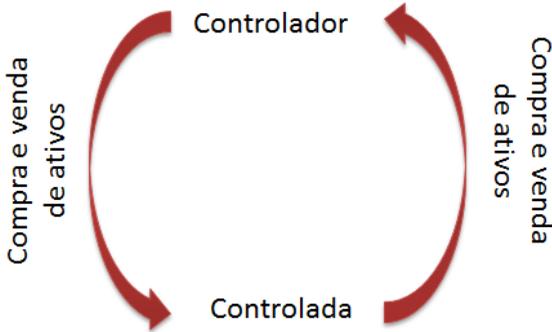
A TPR é definida no CPC 05 (2010) como “a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada”. Esse pronunciamento e Iudícibus, et. al. (2010) citam exemplos de transações entre partes relacionadas, dentre os quais estão:

- I. Alienação ou transferência de direitos de propriedade industrial;
- II. Saldos decorrentes de operações e quaisquer outros saldos a receber ou a pagar;
- III. Novação, perdão ou outras formas pouco usuais de cancelamento de dívidas;
- IV. Quaisquer transferências não remuneradas;
- V. Direitos de preferência à subscrição de valores mobiliários;
- VI. Manutenção de quaisquer benefícios para funcionários de partes relacionadas;
- VII. Transferência de recursos para formação de fundos de investimentos exclusivos;
- VIII. Transferência de direitos creditórios de recebíveis ou de fluxos de caixa futuro;
- IX. Compra ou venda de produtos e/ou serviços que constituem o objeto social da empresa;
- X. Compra ou venda de propriedades e outros ativos;
- XI. Arrendamentos;
- XII. Transferência de pesquisa e desenvolvimento;
- XIII. Transferência mediante acordos de licença;
- XIV. Transferência de natureza financeira;
- XV. Fornecimento de garantias, avais, fianças, hipotecas, depósitos ou penhores; e
- XVI. Liquidação de passivos em nome da entidade ou pela entidade em nome da parte relacionada.

Gordam, Henry e Palia (2004), afirmam que existem duas teorias principais sobre tais transações. A primeira afirma que essas transações

são usadas para gerar valor aos acionistas, enquanto a segunda afirma o oposto. A principal variável que determina se o uso dessas transações vai ser positivo ou negativo é o preço de transferência (PT), que é discutido na seção 2.2.

A figura 2 ilustra essas transações, com o objetivo de facilitar a compreensão:



**Figura 2 Transações entre partes relacionadas Fonte: elaborado pelo pesquisador**

Ressalta-se que a Figura 2 representa as TPR de forma simplificada e que essas transações não ocorrem apenas entre a empresa controladora e a controlada. Essas duas podem substituídas por qualquer uma das relações expostas na Figura 1, desde que uma delas seja a “entidade Alfa”. Observa-se também que a “compra e/ou venda de um ativo” pode ser substituído por qualquer um dos itens apresentados na lista de TPR apresentada nesta seção.

## **2.2. Preço de transferência**

As transferências entre partes relacionadas são realizadas a um preço chamado de preço de transferência (PT), que tem como objetivos a avaliação do desempenho e a maximização do lucro (IUDÍCIBUS et al., 2010), além de atender requisitos legais das transações entre partes relacionadas de diferentes Estados e Países (GRUNOW E BEUREN, 2011).

Atkinson et al. (2000) afirma que existem diferentes abordagens para calcular os preços de transferência: i) baseada no mercado; ii) baseado nos custos; iii) negociada; e iv) administrada. Iudícibus et al., (2010) afirmam ainda que as abordagens baseadas no mercado e nos custos podem ser classificadas como: i) preço de mercado e preço de mercado ajustado; e ii) custo mais margem e custo padrão mais margem.

Grunow e Beuren, (2011) através de um *survey* buscam saber qual é a finalidade dos PT nas maiores indústrias do Brasil e constatam que ele é utilizado principalmente para cumprir com os requisitos

legais, avaliar resultados e desempenhos, porém Aguiar et al. (2012) não encontram associação entre o preço de transferência e presença de incentivos gerenciais, e apontam que a utilidade do preço de transferência possa estar relacionada a questões tributárias.

Na mesma linha das afirmações de Aguiar et. Al. (2012), Curtis (2008) afirma que o preço de transferência pode ser usado para evitar a dupla taxação, aumentando a eficiência fiscal da empresa. Somando a isso Fischer e Colauto (2009) afirmam que o preço de transferência visa diminuir o impacto da tributação entre as transações entre partes relacionadas localizadas em países diferentes.

Apesar da importância dos PT nas transações entre partes relacionadas, tanto o CPC 05 (2010) quanto o IAS 24 (2010), não apresentam nenhuma definição para o termo assim como não mencionam a obrigatoriedade de divulgá-los ou explicá-los em qualquer parte dos demonstrativos. Porém no Brasil a CVM, por meio do ofício-circular nº 01/2006, ressalta que os preços de transferências podem ser utilizados para maximizar os resultados de uma entidade ou grupo de entidades e, que por essa razão, orienta a divulgação dos critérios utilizados para a definição dos preços de transferência entre partes relacionadas nas notas explicativas.

Reforçando a posição da CVM, Grunow, Beuren e Hein (2010) afirmam que o preço de transferência pode ser um foco de conflito de agência e que um erro na sua definição acaba em distorções nos resultados dos centros de responsabilidade de toda a empresa.

### **2.3. Variáveis relacionadas com as Transação entre Partes Relacionadas**

As transações entre partes relacionadas são normais entre as empresas (MOREIRA, GORI e MARTINS, 2010; IAS 24; CPC 05, 2010), e frequentemente são vistas de duas formas. A primeira as considera como uma maneira de criar valor, enquanto a segunda as enxerga como um meio de desapropriação dos recursos da companhia (Gordon, Henri e Palia, 2004; LIN, LIU e KENG, 2010; PIZZO, 2012).

Kohlbeck e Mayhew (2010) reforçam essa dualidade das transações entre partes relacionadas. Para os autores essas transações têm o potencial de extrair riqueza da empresa ao custo de outros acionistas, porém também podem gerar valor por meio de parcerias, diluição de riscos e por facilitar a contratação.

Com uma perspectiva negativa sobre as transações entre partes relacionadas Cheung et al (2009) afirmam que existem três motivos para o uso dessas transações: o *tunneling*, o *propping* e o gerenciamento de resultados.

Esse capítulo tem como objetivo discutir esses aspectos das transações entre partes relacionadas e ainda o desempenho da empresa, valor dessas e a governança corporativa.

### 2.3.1. TUNNELING E PROPPING

Para Peng, Wei e Yang (2010) o *tunneling* e o *propping* são as duas principais razões para a utilização de transações entre partes relacionadas. O terceiro motivo, de acordo com os autores é a adição de valor.

Os preços de transferências, se manipulados, podem servir para transferir recursos para diferentes *stakeholders*, resultando em ganho para uns e perda para outros, e como consequência distorcem as demonstrações contábeis o que acaba em uma maior assimetria da informação e uma perda de confiança na empresa (LO, WONG e FIRTH, 2010). Em outras palavras, o preço de transferência pode ser usado para realizar *tunneling* ou *propping* e se for usado para tanto, cria um conflito de agência. Exemplo disso é o trabalho de Cheung et al (2009) que afirmam que o preço de transferência é usado nas empresas de capital aberto chinesas para transferir recursos dos acionistas minoritários para os majoritários, ou seja, para o *tunneling*. De acordo com os autores isso se dá quando as controladas compram de suas controladoras ativos ou bens por um preço superior ao do mercado, enquanto vendem a elas por um valor inferior ao do mercado

O termo *tunneling* tem origem na República Tcheca, e é usado para caracterizar a expropriação dos acionistas minoritários, de forma que os ativos e lucros são transferidos para fora da firma em benefício de quem a controla, como se essa remoção fosse feita por um túnel debaixo da terra (Johnson et al. 2000).

O *tunneling* inclui atividades que variam de garantia de empréstimo a venda de ativos ou produtos por um preço menor ao de mercado, e tem recebido atenção e se tornando um tópico importante nas finanças corporativas (LIU e LU, 2007).

Desde a crise asiática, que durou de 1997 a 1998, indícios apontam que os acionistas controladores usam recursos próprios para melhorar o desempenho das empresas listadas que apresentam dificuldade (PENG, WEI e YANG, 2010). Esse tipo de transação é chamada de *propping*, que é o oposto de *tunneling*, ou seja, é a transferência de recursos dos controladores para a controlada (YEH, SHU e SU, 2012).

Fairclough, 1999 apud Peng, Wei e Yang 2011, descreve um exemplo de *propping*, no qual o Lee Kun Hee, presidente da Samsung

Eletronic, na época, doou parte da sua riqueza pessoal para salvar uma empresa do grupo da falência.

Friedman, Johson e Mitton (2003) levantam algumas características do *propping*. De acordo com os autores, essa ferramenta é utilizada quando ocorrem pequenos *shocks* na economia. A intenção da controladora é de manter a subsidiária para o futuro, ou seja, garantir operações de *tunneling* futuras, porém, quando o *shock* na economia é muito grande, a controladora prefere deixar a controlada falir.

O motivo para o *propping* não ser considerado uma forma de adicionar valor está no fato de que essas transações visam incrementar o desempenho da empresa temporariamente, o que usualmente não adiciona valor a empresa no longo prazo (PENG, WEI e YANG, 2010).

Peng, Wei e Yang (2010) afirmam que o *tunneling* e o *propping* podem ser utilizados na mesma empresa, porém em épocas diferentes, e que na amostra analisada por eles os mesmos tipos de transações utilizadas para *propping* também foram utilizadas para o *tunneling*.

A Figura 3 ilustra o *tunneling* e o *propping*:

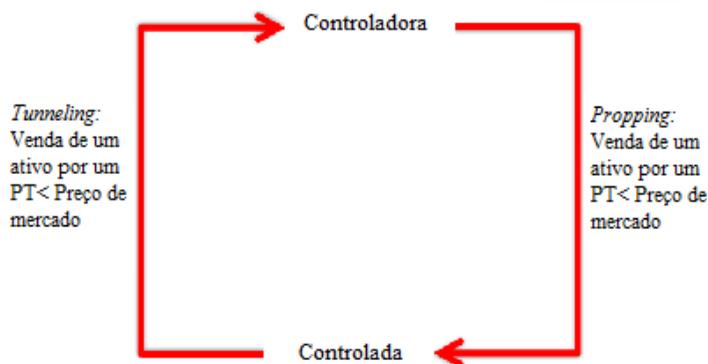


Figura 3 Exemplo de *Tunneling* e *Propping* Fonte: elaborado pelo pesquisador

Na Figura 3 é demonstrado que o *Tunneling* é uma TPR em que a parte controladora aumenta a sua riqueza enquanto a parte controlada diminui a sua. Observa-se também que o *propping* é o oposto, ou seja uma TPR em que a controladora direciona parte da sua riqueza para a controlada.

O *Tunneling* e o *propping* podem ser realizados com o uso de diversas transações, essas ações não estão limitadas à compra ou a venda de um ativo.

### 2.3.2. TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E DESEMPENHO (ROE E ROA).

Visto que a manipulação dos Preços de Transferência podem ser usados para a expropriação de riquezas, Cheung et al, 2009, afirmam que se as TPR visarem esse fim, elas terão impacto no desempenho das empresas.

Trabalhos como os de Lin, Liu e Keng (2010), afirmam que existe relação entre as TPR e o desempenho das empresas. Esses autores usam dados dos anos de 1996 a 2006 de empresas taiwanesas e afirmam que o desempenho das empresas está positivamente relacionado com as TPR, porém os autores ressaltam que essa relação é negativa quando as TPR acabam em expropriação dos acionistas minoritários.

Um estudo semelhante com empresas chinesas apresentam resultados que reafirmam o que foi apresentado no parágrafo anterior, Chen, Chen e Chen (2009) Utilizam o ROA (*Return on asset*) para mensurar o desempenho financeiro das empresas. Os pesquisadores constaram que existe uma relação positiva entre o montante de compra das TPR e o ROA. Ou seja, quanto mais uma empresa compra de suas empresas relacionadas melhor o desempenho da primeira. De acordo com os autores, esses resultados mostram que os acionistas controladores fazem uso das transações entre partes relacionadas para benefícios próprios, ou seja, para o *tunneling*.

No Brasil Matos e Galdi (2012) apresentam resultados semelhantes. De acordo com os pesquisadores brasileiros as empresas controladoras usam as transações de compra com companhias controladas para apresentar um ROA maior. Para os autores esse resultado indica que as transações entre partes relacionadas são utilizadas para o benefício dos controladores e assim como demonstrado no trabalho de Chen, Chen e Chen (2009), para a transferência de riquezas (*tunneling*).

Ainda analisando empresas Chinesas, Cheung et al (2009) afirmam que empresas que apresentaram maiores transações entre partes relacionadas, apresentaram, também, maiores níveis de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). De acordo com os autores, isso ocorre devido ao fato de os controladores usarem o *tunneling* em empresas com maiores retornos.

Ao contrário das pesquisas anteriores que utilizaram todos os tipos de TPR, Berkman, Cole e Fu (2009) consideram “garantia de empréstimos de partes relacionadas” como uma forma direta e inequívoca de *tunneling* e verificam que empresas chinesas que

apresentam tais transações possuem ROA significante menor, ou seja, as empresas que faziam garantia para partes relacionadas, estavam na verdade envolvidas em operações de *tunneling*, o que acabou em um impacto negativo no desempenho da empresa.

### 2.3.3. TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E VALOR DA EMPRESA

Considerando que as TPR podem ser vistas como fonte de problema de agência, é possível supor que os investidores reajam quando uma empresa está envolvida neste tipo de operações.

Ge et al (2010), Dohya, Dimitrov e MacConnell (2007), Gordon, Henry e Palia (2004), investigam a associação entre TPR e valor da empresa. Eles obtiveram o mesmo resultado: há uma correlação negativa entre as variáveis.

Ge et al (2010) dividiram o período de análise em dois. A diferença entre os períodos é a implementação de uma nova regra sobre as TPR na China. Os Resultados da pesquisa mostram que antes da nova regra as empresas que realizavam TPR apresentaram um valor menor do que as empresas que não fizeram. Mas no segundo período, após a implementação da nova regra, essa relação não foi encontrada pelos autores. Este resultado mostra que os investidores chineses não têm uma boa percepção de TPR, que precisavam ser melhor regulamentadas para trazer a confiança para o mercado.

A pesquisa realizada por Cheung, Rau e Stouraitis (2006) com empresas de Hong Kong, apresenta um resultado diferente. De acordo com esses últimos pesquisadores os investidores não conseguem prever as expropriações por transações entre empresas ligadas e por isso não reavaliam o valor das empresas. Por outro lado, Lei e Song (2009) alegam que os pesquisadores anteriores usaram dados de transações de grande porte e que exigem divulgações mais rigorosas tais como a distribuição de circulares e aprovação dos acionistas independentes.

Dada essa discussão, Lei e Song (2009) utilizaram as transações entre partes relacionadas de pequeno valor, as quais não exigem divulgações tão rigorosas, de empresas chinesas listadas em Hong Kong e constatam que empresas que apresentam transações com potencial de expropriação também apresentam um menor valor (Q de Tobin e *market-to-book value*).

Outras duas pesquisas que utilizam empresas chinesas que apresentam a mesma relação negativa entre transações entre partes relacionadas e valor da empresa (Q de Tobin) são as de Berkman, Cole e Fu (2009) e Chen, Chen e Chen (2009). Esses trabalhos se diferem pelo fato de que o primeiro utilizou apenas transações consideradas

com forma certa de expropriar riqueza (garantia de empréstimos de partes relacionadas).

Na França, Nekhili e Cherif (2011) demonstram que as transações realizadas entre as empresas com os diretores, acionistas majoritários ou gestores acarretam em um menor valor da empresa. Os pesquisadores afirmam ainda que transações realizadas com os acionistas de forma indireta, através de empresas que eles também são acionistas, também levam a um menor valor de mercado da empresa. Para os autores esses resultados mostram que as leis do país sobre as transações entre partes relacionadas não impede uma aliança entre os diretores, gerentes e acionistas, o que acaba por deixar os acionistas minoritários desprotegidos.

Em uma pesquisa com empresas americanas antes da implementação da SOX, Gordam, Henry e Palia (2004), investigam diversos aspectos das TPR. Entre eles o valor de mercado da empresa. Os autores explicam que se essas transações fossem eficientes, a relação delas com o valor da empresa seria positiva, porém os pesquisadores encontram uma relação negativa, ou seja, quanto maior o montante financeiro envolvido nas transações entre partes relacionadas menor o valor da empresa. O que indica que essas transações são uma fonte de conflito de agência.

Kolbeck e Mayhew (2010) também analisam empresas norte americanas antes da SOX e chegam ao mesmo resultado apresentado por Gordam, Henry e Palia (2004). Os pesquisadores afirmam que as empresas envolvidas em transações com partes relacionadas apresentaram um valor (Q de Tobin) 8% menor do que aquelas que não estão. Ainda de acordo com Kolbeck e Mayhew (2010) essa diferença é estatisticamente e economicamente relevante.

Utilizando dados de 21 países Daya, Dimitrov e McConnel (2008), afirmam que a relação das transações entre partes relacionadas com o valor da empresa (Q de Tobin) negativa. Isso pode demonstrar que essas transações são entendidas da mesma forma pelos investidores ao redor do mundo.

No Brasil, Oda (2011) investigou a relação do valor da empresa (VMAT) com dois tipos de transações entre partes relacionadas, as transações operacionais e financeiras das empresas do novo mercado no ano de 2010. A autora concluiu que apenas as transações operacionais possuem uma relação negativa, enquanto as transações financeiras tiveram resultados inconclusivos.

### 2.3.4. TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Apesar de sua relevância, as transações entre partes relacionadas não apresentam um papel significativo nos estudos sobre governança (Pizzo, 2011), contudo essa seção apresenta uma revisão dos principais trabalhos encontrados sobre a relação das TPR com os aspectos de governança corporativa.

Hu, Shen e Xu (2009) procuram entender como alguns aspectos de governança corporativa estão associados com as transações entre partes relacionadas de empresas chinesas. Os autores afirmam que empresas com controle concentrado têm maiores TPR, porém isso muda quando os outros acionistas têm maior poder de barganha. Os autores também dizem que as altas compensações para conselheiros externos estão associadas a transações maiores, porém uma média maior das compensações dos três principais executivos tende a diminuir tais transações. Por fim os autores afirmam que empresas com uma pessoa ocupando os cargos de CEO e de presidente do conselho, também apresentam maiores transações.

Ainda sobre as características do conselho de administração, Daya, Dimitrov e McConnil (2008) estudaram empresas de 22 países e reforçam parte do que foi afirmado por Hu, Shen e Xu (2009). Os autores concluíram que empresas com comitês com maior proporção de diretores independentes também apresentaram menores TPR.

Lo, Wong e Firfh (2010) analisam os preços de transferência dos ativos envolvidos nas transações entre partes relacionadas. Para os autores a governança corporativa seria um bom instrumento para impedir a transferência de riquezas e provam isso com os seus resultados. A pesquisa realizada com dados de 266 empresas no ano de 2004 mostra que empresas com o conselho mais independente, que apresentam especialistas financeiros nos comitês de auditoria e que têm pessoas diferentes ocupando o cargo de CEO e de presidente de conselho apresentam também menos TPR com preços manipulados. Entretanto a simples presença do comitê de auditoria e a participação do principal acionista, não têm impacto significativo.

Ao analisar o mercado americano antes da SOX Gordon, Henry e Palia (2005) apontam que um maior volume de transações entre partes relacionadas está associada a uma governança mais fraca. De acordo com os pesquisadores empresas com uma grande partição do acionista majoritário, com um conselho menor, com pessoas diferentes ocupando o cargo de CEO e de presidente do conselho, com maiores salários para

os diretores e com remuneração por ações para os mesmos apresentam menos e menores volumes de TPR.

Em Hong Kong, Cheung, et al (2009) também analisam a relação de algumas características da governança corporativa com o preço de transferência, e chegam a um resultado diferente. Os pesquisadores afirmam que a presença de comitês de auditoria limitaram a expropriação por transações entre partes relacionadas, porém outros aspectos de governança – porcentagem de participação do principal acionista; mesma pessoa ocupando os cargos de CEO e de presidente do conselho; porcentagem de não-executivos no conselho; quantidade de analistas acompanhado a empresa; e controle familiar – não tiveram o mesmo efeito.

### 2.3.5. TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E GERENCIAMENTO DE RESULTADO

O gerenciamento de resultados envolve o uso da flexibilidade da contabilidade para apresentar um lucro predeterminado e está relacionado à Contabilidade Criativa. Essa última está designada a explorar as brechas na regulamentação existente para atender aos interesses dos elaboradores da demonstração. (JONES, 2011)

As TPR podem ser utilizadas para o gerenciamento de resultado por meio da manipulação dos preços de transferência (LO, WONG e FIRTH, 2010). Cheng e Xiao (2011) afirmam que essas transações são utilizadas como uma forma de gerenciar os resultados em empresas chinesas no período anterior ao IPO, de forma que os lucros das controladoras são deslocados para a controlada que vai lançar o IPO, aumentando o valor dessa última.

O motivo para aumentar o valor da empresa no período pré-IPO é apontado por Aharony, Wang e Yuan (2010). Os pesquisadores apresentam evidências de que compras e vendas de bens e serviços entre partes relacionadas são usadas para inflar os ganhos no período pré-IPO com o objetivo de utilizar o *tunneling* no período pós-IPO, de forma a desapropriar os acionistas minoritários em benefício da empresa controladora.

Dessa forma a manipulação dos preços de transferência das TPR estaria sendo usada como uma forma de transferir riqueza visando gerenciar os resultados o que traria maior valor para a empresa.

No Brasil, Rodrigues, Paulo e Carvalho (2006) pesquisam empresas listadas nos anos de 2000 a 2004 através da análise de distribuição de frequência e afirmam que um dos objetivos para o uso das TPR é o de alterar o desempenho da empresa, ou seja, gerenciar os resultados, porém na pesquisa realizada por eles não apresentou uma

relação positiva entre o nível de *accruasl* (*proxy* para gerenciamento de resultados) e as transações entre partes relacionadas. Por fim os autores sugerem que a pesquisa seja refeita utilizando ferramentas econométricas mais robustas.

Gordon e Henry (2005) sugerem cautela ao associar transações entre partes relacionadas e o gerenciamento de resultados. Os autores pesquisam 331 empresas nos anos de 2000 e 2001 e afirmam que o gerenciamento de resultados está associado a certos tipos de transações entre partes relacionadas, tais como financiamentos, por fim os pesquisadores afirmam que a simples presença de transações entre partes relacionadas não pode indicar a existência gerenciamento de resultados.

Tanto o trabalho de Rodrigues, Paulo e Carvalho (2006) quanto o de Gordon e Henry (2005) utilizam *accruals* como uma forma de mensurar o gerenciamento de resultados, contudo, Jiam e Wong (2008) afirmam que as transações entre partes relacionadas funcionam mais como um substituo do que um complemento de gerenciamento de *accruals* para alcançar um resultado. Os autores relatam que quando as empresas chinesas analisadas estavam envolvidas em transações entre partes relacionadas ou tinha vendas relacionadas anormais elas tinham menor tendência de usarem *accruals* discricionário como uma forma de alcançar os ganhos planejados.

#### **2.4. Aspectos do Gerenciamento de resultado.**

Pesquisas sobre gerenciamento de resultados estão ocorrendo por quase duas décadas (LO, 2008), e buscam entender os motivos que levam os gestores a manipularem os resultados, verificar como eles o fazem e por fim averiguar quais são as consequências (MCNICHOLS, 2000).

No Brasil, Rodrigues, Paulo e Carvalho (2007) afirmam que a expressão gerenciamento de resultados é utilizada quando os gestores e controladores aplicam técnicas com o objetivo de atingir resultados contábeis desejados. Essas técnicas decorrem de manipulações que não ultrapassam os limites da lei.

Parfet (2000) ressalta que o gerenciamento de resultados pode ser bom ou ruim para a empresa. O gerenciamento de resultados bom é o processo de gerir a empresa de forma correta, que determina metas orçamentarias, monitora resultados e condições de mercado, reage a todas as ameaças e oportunidades inesperadas que apareçam e entrega valor aos acionistas. Já o gerenciamento de resultados ruim, é a intervenção para esconder o verdadeiro desempenho da companhia, seja

criando entradas contábeis ou alongando estimativas para além de pontos razoáveis.

Apesar de o gerenciamento de resultados não ser irregular, pode ter consequências negativas relacionadas à confiabilidade das informações geradas, comprometendo a credibilidade dos dados para pesquisas (LI, SELOVER e STEIN, 2011), e interferindo na alocação de recursos na economia podendo comprometer o mercado de capitais (MARTINEZ, 2001)

Existem diversos incentivos para que a empresa adote o gerenciamento de resultados. Mulford e Comiskey (2002) levantam alguns desses incentivos, dentre os quais estão: i) Apresentar resultados melhores para maximizar o preço de venda das ações ou evitar uma queda acentuada do preço da ação; ii) Evitar os efeitos adversos de uma violação de uma cláusula, como o aumento da taxa de juros, um pedido de seguro ou de pagamento imediato; iii) Diminuir a volatilidade para que a valorização da empresa não seja penalizada por uma taxa de risco superior; e iv) Aliviar a nova gestão de qualquer compromisso, aliviando resultados futuros e colocando a responsabilidade na gestão que está saindo.

Outro incentivo para a prática do gerenciamento de resultados é apresentada por Burgstahler e Dichev (1997) que mostram que o gerenciamento de resultados pode ser usado para evitar resultados inferiores ao período anterior e perdas. Chen et al (2010) afirmam que o gerenciamento de resultados tem sido mais usado nos anos recentes, principalmente para atingir as expectativas de analistas. O uso para esse objetivo se tornou predominante a partir de 2001, superando o gerenciamento de resultados para evitar resultados negativos e inferiores ao período anterior.

A cobertura dos analistas também tem relevância no Brasil. Martinez (2011) afirma que empresas com maior cobertura de analistas têm a previsão dos seus retornos mais acurada. Outro benefício dessa cobertura dos analistas é a sua relação com o menor uso de gerenciamento de resultados. Assim, empresas que estão sob a atenção dos analistas têm melhores previsões sobre seus resultados e apresentam informações com menor gerenciamento.

Martinez (2001) apresenta algumas modalidades de gerenciamento de resultado, que são usadas de acordo com as motivações. As três modalidades são explicadas abaixo:

**Quadro 1 Modalidades de gerenciamento de resultado**

<i>Target Earnings</i>	o gerenciamento visa atingir metas de referência que podem ser acima ou abaixo do resultado do período
<i>Income Smoothing</i>	O gerenciamento visa reduzir a variabilidade com o intuito de manter o resultado em um patamar e evitar a sua flutuação excessiva.
Big Bath accounting	O gerenciamento visa piorar os resultados correntes com o propósito de melhorar resultados futuros.

Fonte: Martinez (2001)

Dado que o gerenciamento de resultados pode prejudicar os proprietários ou os acionistas minoritários, algumas pesquisas procuram meios de retrain o gerenciamento de resultados.. A primeira está relacionadas com aspectos de governança corporativa, e a segunda relacionada a regulamentação.



### 3. MÉTODO

Este capítulo apresenta esclarecimentos sobre a metodologia que foi empregada nesta pesquisa, sendo abordados os seguintes pontos: i) Fundamentação das hipóteses ; ii) Amostra; iii) Período e Limitações do Período; iv) Definições das Variáveis; v) Fonte dos dados; vi) Procedimentos; e vii) Limitações.

#### 3.1. Fundamentação das Hipóteses

Ao todo serão testadas quatro hipóteses, todas relacionadas a uma variável independente que, de acordo com os textos encontrados sobre o tema, possam exercer uma influência sobre o montante das transações entre partes relacionadas.

A primeira hipótese busca identificar se o gerenciamento de resultados tem relação com o montante envolvido nas transações entre partes ligadas. Rodrigues, Paulo e Carvalho (2007) já testaram essa hipótese com empresas brasileiras e obtiveram resultados negativos. Dado isso os autores recomendam para pesquisas futuras o uso de ferramentas econométricas mais robustas para verificar tal relação. Essa sugestão foi acatada nesta pesquisa, que tem como primeira hipótese:

$H_1$  O montante das TPR têm relação positiva com os *accruals* discricionários.

A segunda hipótese testada nesta pesquisa verifica como os investidores reagem ao montante das transações entre partes ligadas. Durante a revisão de literatura sobre o tema, trabalhos como os de Nekhili e Cherif (2011), Koelbek e Mayhew (2010), Ge et al (2010) e Lei e Song (2009) afirmam que existe uma relação negativa entre as transações entre partes relacionadas e o valor da empresa. Dado isso a segunda hipótese verificará se tal relação persiste no mercado brasileiro.

$H_2$  As TPR Apresentam uma relação negativa com o valor da empresa

A terceira hipótese visa responder as transações entre partes ligadas estão relacionadas com o desempenho da empresa. Che, Chen e Chen (2009), Cole e Fu (2009) afirmam que se as TPR forem usadas como uma forma de expropriação (*tunneling* ou *propping*) de uma das partes, essas transações terão impacto no desempenho da empresa. A fim de verificar isso na amostra utilizada, elaborou-se a terceira hipótese:

$H_3$  O montante das TPR tem uma relação significativa com o desempenho da empresa.

A última hipótese verifica se o nível de governança corporativa inibe o volume financeiro envolvido nas transações entre partes relacionadas. Essa hipótese tem base nos trabalhos de Hu, Shen e Xu

(2009), Lo, Wong e Firth (2010) e Gordon, Henry e Palia (2004) que afirmam que aspectos de uma governança mais forte, inibem essas transações.

$H_4$  O montante das TPR tem uma relação negativa com o nível de governança das empresas.

### 3.2. Amostra

Esta pesquisa analisou as cem maiores empresas, não financeiras que apresentaram a divulgação adequada das transações entre partes relacionadas e todas as demonstrações financeiras do período para a análise das variáveis.

Foram consideradas empresas do setor financeiro as companhias que foram classificadas pelo Economática como setor de fundos e Finanças e seguros. A exclusão de empresas nesses setores se deve ao fato de esse ramo ter uma regulamentação muito específica o que acaba por afetar a comparação desse setor com os demais.

O outro critério para a seleção foi a apresentação adequada do formulário de referência no item 16.2. Essa dissertação considerou apenas as informações sobre transações entre partes relacionadas apresentadas no respectivo item. As companhias que apresentaram as informações sobre transações entre partes relacionadas nos itens 16.1 ou 16.3, foram desconsideradas, visto que essas seções não se destinam para esse tipo de informação, que acabam por ficar despadronizadas.

Por fim, não foi consideradas as empresas que não apresentaram as demonstrações financeiras nos períodos analisados, ou seja 2011,2010 e 2009, ou que não apresentaram cotações em pelo menos dois anos.

As cem empresas com maiores ativos que atenderam a todos esses critérios foram selecionadas para a amostra desta pesquisa, que não é probabilística e, por tanto, os resultados não podem ser generalizados.

A Tabela 1 mostra a distribuição das empresas selecionadas para a amostra em 18 setores classificados de acordo com o Economática.

**Tabela 1 Quantidade de empresas por setor**

Setor	Quantidade	% acumulada
Agro e Pesca	1	1%
Alimentos e Beb	5	6%
Comércio	6	12%
Construção	8	20%
Eletroeletrônicos	1	21%

Energia Elétrica	23	44%
Máquinas Indust	1	45%
Mineração	3	48%
Outros	20	68%
Papel e Celulose	3	71%
Petróleo e Gás	4	75%
Química	2	77%
Siderur & Metalur	5	82%
Software e Dados	1	83%
Telecomunicações	6	89%
Têxtil	2	91%
Transporte Serviç	6	97%
Veículos e peças	3	100%

Fonte: dados da pesquisa

Percebe-se que todos os setores do Econômica, com exceção de Fundos e Finanças e seguros estão representados na amostra por pelo menos uma empresa, porém a distribuição de empresas está concentrada nos setores “outros” e “energia elétrica” com 20 e 23 empresas respectivamente.

Ressalta-se que os setores com poucas empresas na amostra têm a sua análise prejudicada na análise descritiva. O setores mais prejudicados por isso são os de Agro e Pesca, Eletroeletrônicos, Máquinas Indústria e Software e Dados. Esses setores possuem apenas uma empresa na amostra utilizada nesta pesquisa. Os outros setores com 2, ou 3 empresas na amostra, também terão suas análises comprometidas, porém isso não afeta no modelo elaborado pela pesquisa, dado que o setor não é uma variável utilizada no modelo de regressão.

### 3.3. Período

O período analisado foi de três anos (2009, 2010 e 2011). A análise foi limitada a esses anos devido aos formulários de referência que começaram a ser publicados no ano de 2010 com as informações referentes aos ano de 2009.

Esse curto período de análise pode ser suscetível a críticas em relação à robustez dos resultados, a escolha desse período apresenta certas vantagens, tais como a não ocorrência de mudanças significativas nos critérios contábeis, retrata de forma atual a situação a ser estudada e apresenta uma inflação estável.

O uso de um período curto é amenizado pelo uso de dados em painel que contribui para a maior robustez dos resultados, visto que a análise por meio da análise de dados em painel ocorre a “multiplicação do número de cross-sections pela quantidade de períodos” (Fávero, et al, 2009)

### 3.4. Definição das variáveis

As variáveis que serão utilizadas para responder a pergunta da pesquisa estão apresentadas no Quadro 3. As variáveis de controle serão apresentadas na última parte desta seção.

**Quadro 2 Variáveis utilizadas na pesquisa**

Variável	Tipo	Fonte
Montante das TPRs	Dependente	Formulário de Referência
ROE	Independente	Economática
Q de Tobin	Independente	Economática
Nível de governança	Independente	BM&FBOVESPA
Accruals discricionários	Independente	Modelo KS

#### **Montante das transações entre Partes relacionadas**

Essa dissertação adotou uma abordagem diferente da de Oda (2011). A autora coletou os dados nas notas explicativas de cada uma das empresas, enquanto este trabalho coletou os dados, apenas, dos formulários de referência.

Os Montantes das TPR de cada empresa foram coletados no item 16.2 do formulário de referência delas. Esse item do formulário disponibiliza diversas informações sobre cada uma das transações declaradas, como mostra o Anexo 2

Observa-se que entre as informações declaradas está montante envolvido. A soma desse item de todas as transações de cada empresa representou o montante de transações entre partes relacionadas, para cada companhia.

Ressalva-se que foram encontradas transações em que esse valor foi igual a zero, o que é possível, dada a definição de transações entre partes relacionadas no CPC 05 (2011):

Transação com parte relacionada é a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida.

Outra característica em relação aos valores dessa variável é que uma minoria das empresas apresentaram valores negativos quando as transações envolviam saída de caixa, porém a maior parte das empresas analisadas não adotou a mesma prática. Devido a isso, os valores do

montante, quando menores que zero, foram multiplicados por “-1” a fim de garantir um padrão.

A situação do parágrafo anterior é um exemplo de como os formulários não estão padronizados. Essa falta de uniformização se repetiu em todos os itens da seção 16.2, o que exigiu um trabalho de reclassificação para a elaboração da estatística descritiva.

A coleta dos dados referentes ao montante das transações entre partes relacionadas foi feita no site da BM&FBOVESPA. O primeiro passo foi coletar os dados do formulário de referência mais recente do ano de 2012 e depois foi verificado nos formulários de referência de 2011 e 2010 a existência de transações não declaradas no primeiro formulário.

### **Desempenho**

Para calcular o desempenho da empresa foi usado o ROE (*Return on Equity*), que representa o retorno sobre o capital investido pelos proprietários da empresa (Marion, 2009; Ross, Westerfield e Jaffe; 2002):

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

O patrimônio líquido médio foi calculado da seguinte forma:

$$PL \text{ Médio} = \frac{(PL + PL_{t-1})}{2}$$

Onde:

PL = Patrimônio Líquido.

### **Valor de mercado da empresa**

Para o cálculo do valor da empresa utilizou-se o índice de Q de Tobin aproximado segundo o apresentado por Chung e Pruitt (1994):

$$Q = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Dívidas}}{\text{Ativo total}}$$

Em que o valor de mercado das ações é o resultado da multiplicação do valor das ações preferenciais e ordinárias no último pregão do ano pela quantidade de cada tipo de ação respectivamente.

Por fim, o item dívidas é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{Dívidas} = PC - AC + Est + PNC$$

Onde:

PC = Passivo Circulante

AC = Ativo Circulante

Est = Estoques

PNC = Passivo não circulante

### **Nível de Governança**

O nível de governança corporativa foi medido pela classificação da BM&FBOVESPA. Essa classificação divide as empresas em Quatro níveis de governança corporativa: i) Novo mercado; ii) Nível 2; iii) Nível 1; iv) Bovespa mais. As empresas que adotam apenas as regras da lei das SAs não são classificadas em nenhuma desses segmentos e foram tratadas nesta dissertação como “sem classificação”.

Existem apenas três empresas classificadas no segmento Bovespa mais, e nenhuma delas faz parte da amostra desta dissertação. Dado isso, esse trabalho analisou apenas empresas classificadas como i) Novo mercado; ii) Nível 2; iii) Nível 1; e iv) sem classificação.

O Quadro 3 apresenta os critérios de classificação de cada segmento de governança corporativa encontrados nas empresas da amostra. Os itens classificatórios, abordam características das ações emitidas, do conselho de administração, das demonstrações financeiras, entre outras. Quanto mais critérios as empresas atenderem maior é o segmento em que ela é classificada, de forma que o segmento “novo mercado” é o maior que as empresas podem atingir.

Quadro 3 - Segmentação do nível de governança

	<b>NOVO MERCADO</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NÍVEL 1</b>
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação</b>	No mínimo 25% de free float		
<b>Distribuições públicas de ações</b>	Esforços de dispersão acionária		
<b>Vedação a disposições estatutárias</b>	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra
<b>Composição do Conselho de Administração</b>	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
<b>Vedação à acumulação de cargos</b>	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)		

<b>Obrigação do Conselho de Administração</b>	Manifesta�o sobre qualquer oferta pública de aquisi�o de a�o es da companhia		Não há regra
<b>Demonstra�es Financeiras</b>	Traduzidas para o inglês		Conforme legisla�o
<b>Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos</b>	Obrigatório		
<b>Divulga�o adicional de informa�es</b>	Política de negocia�o de valores mobiliários e código de conduta		
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para a�o es ON	100% para a�o es ON e 80 %PN (até 09/05/2011)	80% para a�o es ON
<b>Oferta pública de aquisi�o de a�o es no mínimo pelo valor econ�mico</b>	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legisla�o
<b>Adesão � Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatório		Facultativo

Fonte: adaptado do site da BM&FBOVESPA

As informa es sobre a variável “nível de governança” de cada ano foram coletadas a partir de uma planilha fornecida pela BM&FBOVESPA, a qual foi requerida pelo serviço de atendimento ao público da empresa.

### **Gerenciamento de resultados**

Os *accruals* discricionários foram utilizados como *proxie* para gerenciamento de resultados, e os valores calculados para cada empresa foi feito a partir do modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995), no qual os *accruals* discricionários é calculado como o erro da regressão.

Os *accruals* são a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional. Essa diferença existe pelo fato de que o lucro líquido é calculado pelo regime de competência (*accrual basis*) enquanto o fluxo de caixa operacional obedece ao regime de caixa (*Cash Basis*).

Existem dois tipos de *accruals*, o primeiro conhecido como *nondiscretionary accruals* são inerentes às atividades da empresa, ou

seja, são normais e não implicam em nenhum problema. Já o segundo tipo, o *discretionary accruals* seriam artificiais, com o único intuito de gerenciar o resultado contábil (RODRIGUES, PAULO e CARVALHO, 2007).

Existem diversos modelos que buscam calcular as acumulações discricionárias, dentre os quais os mais relevantes são os de Jones (1991), Jones modificado (1995) e o modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995). Esse último, de acordo com Martinez (2007) é o que proporciona melhores resultados, apesar de não ser perfeito.

Com base na afirmação de Martinez (2007), e no fato de que o modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995) apresenta resultados mais robustos devido ao uso do método de variáveis instrumentais e dos procedimentos do Método de Momentos Generalizados (Rodrigues, 2012), identificou-se esse como o modelo mais adequado para os objetivos desta dissertação. O modelo como foi usado é apresentado abaixo:

$$AccT_{it} = \phi_0 + \phi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3[\delta_3 Imob_{it}] + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$$AccT_{it} = Atcir_{i,t-1} - Cx_{i,t-1} - Pc_{i,t-1} - Dep_{i,t-1}$$

$$\delta_1 = \frac{Cr_{i,t-1}}{Rec_{i,t-1}}$$

$$\delta_2 = \frac{Atcir_{i,t-1} - Cx_{i,t-1} - Cr_{i,t-1} - Pc_{i,t-1}}{Desp_{i,t-1}}$$

$$\delta_3 = \frac{Dep_{i,t-1}}{Imob_{i,t-1}}$$

Onde:

*Acct* = *Accruals* totais

*Rec* = Receita de vendas líquidas

*Desp* = Despesas operacionais

*Imob* = Ativo Imobilizado

*Atcir* = Ativo circulante

*Cx* = Caixa e equivalente ao caixa

*Pc* = Passivo circulante

Dep = Depreciação

Cr = Contas a receber

Na primeira equação as variáveis *Accruals* totais, Receita de vendas líquidas, Despesas operacionais e Ativo Imobilizado, foram normalizadas dividindo cada uma delas pelo valor do ativo total do período anterior. Ressalta-se que as variáveis usadas nesse modelo foram coletadas desde o ano de 1999. Isso foi feito para garantir maior robustez nos resultados.

De acordo com Martinez (2001):

“os parâmetros  $\delta_1$ ,  $\delta_2$  e  $\delta_3$  podem ser interpretados como os indicadores de rotatividade que procuram acomodar fatores específicos da firma e compensam o fato da equação do modelo KS estar sendo estimada em amostra conjunta de várias empresas entrecruzadas (*cross-sectional*)”

Como já dito, um dos pontos fortes do modelo Kang e Sivaramakrishnan (1995) é o uso de variáveis instrumentais. No caso desta pesquisa foram utilizadas como variáveis instrumentais:

$$Vi_1 = [\delta_1 Rec_{it}]_{i,t-1}$$

$$Vi_2 = [\delta_2 Desp_{it}]_{i,t-1}$$

$$Vi_3 = [\delta_3 Imob_{it}]_{i,t-1}$$

$$Vi_4 = [\delta_3 Imob_{it}]_{i,t-2}$$

As variáveis instrumentais garantem um modelo com maior robustez já que elas diminuem a correlação das variáveis explicativas com o erro. A combinação dessas variáveis instrumentais nesta pesquisa foi determinada por meio de testes de diversas combinações, sendo que essa demonstrou uma menor correlação das independentes com o erro.

### **Variáveis de controle**

As variáveis de controle serão usadas com o objetivo de se ter um modelo mais consistente, evitando que alguma variável seja omitida e problemas de endogeneidade.

As variáveis de controle deste estudo serão: i) Log do Ativo Total; e ii) alavancagem.

A escolha dessas variáveis é devida ao fato de que elas possam possuir alguma relação com a variável independente. No caso do tamanho é esperado que empresas com ativos maiores também possuam maior montante de transações entre partes relacionadas. O log do Ativo também foi usado como variável de controle no trabalho da Oda (2011) e Cheung et al (2009).

Assim como as outras variáveis, a alavancagem pode estar ligada à variável dependente, visto que esses financiamento levam em conta o risco de expropriação da riqueza, que como já foi discutido, é muitas vezes ligado às transações entre partes relacionadas. Berkman, Cole e Fu (2009) mostram que empresas que utilizam transações entre partes relacionadas para o *tunneling* apresentam também uma alavancagem maior.

A alavancagem foi calculada como segue:

$$\text{Alavancagem} = \frac{Pc + Pnc}{ATt} \quad (13)$$

Onde:

Pc= Passivo circulante

Pnc= Passivo não circulante

AT= Ativo Total

### 3.5. Fonte dos dados

As informações necessárias à pesquisa foram coletadas nos bancos de dados da Economatica, da BM&FBOVESPA e nos formulários de referência.

O sistema Economatica fornece informações de todas as empresas listadas nos países em que atua. Essas informações estão em uma base de dados que contém os demonstrativos financeiros trimestrais, Proventos, Cotações diárias das ações e o nome e participação dos principais acionistas (Economatica, 2012).

Outra fonte de dados foi o site da BM&FBOVESPA que permite o fácil acesso aos formulários de referência e também forneceu o histórico das adesões das empresas aos níveis de governança corporativa através do “Fale Conosco” disponível no site da empresa.

O formulário de referência é um documento previsto no artigo 24 da Instrução CVM 480, de 2009 e contém diversas informações sobre a empresa (CHING e COLOMBO, 2012) dentre as quais estão as informações sobre as transações entre partes relacionadas úteis para esta dissertação.

### 3.6. Procedimentos

Para testar as hipóteses da pesquisa foi elaborado um modelo de regressão com erros robustos de White (regressão robusta) e dados em painel. Essa regressão teve como variável independente o montante das TPR e como variáveis independentes o ROE, o valor de mercado da empresa, gerenciamento de resultados e nível de governança corporativa, além das variáveis de controle (alavancagem e tamanho):

$$\log(mTPR) = \phi_0 + \phi_1 ROE + \phi_2 QTobin + \phi_3 accruals + \phi_4 gov + \phi_5 alav + \phi_6 Tam + \varepsilon_t$$

$\log(mTPR)$  Logaritmo natural do montante das TPR

ROE = *Return on equity*

QTobin = Q de Tobin (*proxy* para valor da empresa)

*accruals* = *accruals* discricionários (*proxy* para gerenciamento de resultados)

gov = Governança corporativa

alav = alavancagem

Tam = logaritmo natural do ativo total (tamanho)

O uso de dados em painel pode ser feito com efeitos aleatórios ou fixos. Para definir a melhor opção existem testes, sendo que o mais comum é o de Hausman(1978). Porém o modelo desta dissertação utilizou a técnica de White e para tal situação, o melhor teste para definir o método é o de Sargan-Hansen (Arellano, 1993).

O teste de Sargan-Hansen é realizado após uma regressão em dados em painel. Caso a  $H_0$  seja rejeitada, o modelo com efeitos aleatórios é mais adequado para o grupo de dados que o pesquisador irá estudar. No caso desta pesquisa a  $H_0$  não foi rejeitada, logo foi aplicado o modelo com efeitos fixos.

Os dados foram coletados durante o último trimestre de 2012 nas fontes já apresentadas neste capítulo. A coleta dos dados sobre as transações entre partes relacionadas exigiu o maior esforço. Foi preciso entrar no formulário de referencia dos três anos e conferir cada transação realizada no período. Além disso, a falta de padronização e os erros encontrados nos formulários dificultaram a tabulação e exigiram um trabalho de padronizaçãodos dados coletados.

Durante a coleta dos dados nos formulários de referência foi feita essa padronização dos tipos de transações assim como os tipos de relações entre partes relacionadas. Essa sugestão de padronização está presente nos resultados, e é provável que a sua adoção contribua para pesquisas futuras assim como para a análise dos investidores.

O software utilizado na tabulação e organização dos dados foi o Excel 2007® e o Stata 11® foi utilizado para a estatística inferencial.

### **3.7. Limitações**

A principal limitação encontrada durante a elaboração desta pesquisa foi a não padronização do formulário de referencia, assim como o mau preenchimento deste formulário por parte de algumas empresas. Acredita-se que isso tenha ocorrido devido ao fato do

formulário de referência ser uma ferramenta nova para e por não ser auditado.

Outra limitação relevante desta pesquisa é o curto período analisado, de apenas três anos, o que pode interferir na robustez dos resultados, porém não é possível expandir esse período devido ao fato do formulário de referência ser anual e ter início no ano de 2009.

A essa lista de limitações acrescenta-se o fato de que foi analisado apenas o montante financeiro envolvido nas TPR, isso se torna uma limitação dado que essas transações podem ser realizadas a um valor igual a zero,

## 4. RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados da pesquisa realizada através da metodologia já explicada. A primeira parte apresentará as estatísticas descritivas. Seguido pelos resultados dos testes de hipótese.

### 4.1. Estatística descritiva das variáveis utilizadas

Os dois quadros desta seção apresentam as principais características das variáveis utilizadas durante a pesquisa. Essas variáveis foram utilizadas no modelo de regressão que será apresentado ainda neste capítulo.

Apesar de as variáveis alavancagem, tamanho e ROE terem sido coletadas desde 1999, as tabelas foram montadas com dados dos anos de 2009 a 2011. Isso se dá pelo fato de que o período estudado foram esses últimos três anos.

Tabela 2 apresenta quantas observações foram feitas para cada variável, assim como a média, o desvio padrão, o valor mínimo observado e, por fim, o maior valor observado de cada variável.

**Tabela 2 Características das variáveis utilizadas**

Variável	Nº de Obs.	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
Logmontpr	300	13,11763	8,994498	0	26,2122
ROE	299	0,194908	0,438561	-0,71043	5,365301
Q de Tobin	296	10,57631	81,53087	-0,8399	1145,48
<i>Accruals</i> discricionários	258	0,002756	0,1106077	-0,37787	0,51544
Alavancagem	300	0,586351	0,1669051	0,013056	1,256071
Logativototal	300	16,04728	1,098054	12,9429	20,2387

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se na Tabela 2 que os valores máximos de ROE e Q de Tobin estão muito afastados dos valores médios dessas variáveis. Isso poderia ser considerado como possíveis outliers, contudo a análise desses dados optou por não excluir, ou tratar de qualquer forma esses dados, visando respeitar os resultados empíricos encontrados.

Enquanto a Tabela 2 apresenta as características de cada variável o Quadro 5 apresenta a relação existente entre elas. Nesse último, com o objetivo de torna-lo mais fácil de visualizar os *accruals* discricionários foram abreviados para “Acc. Disc.”.

**Quadro 5 Coeficientes de Correlação**

	Log- montpr	Roe	Q de Tobin	Acc. Disc.	Alavan- cagem	Log- ativotota l
Logmontpr	1					
Roe	-0,0588	1				
Q de Tobin	-0,0387	-0,0118	1			
Acc. Disc.	0,0145	0,0198	-0,0054	1		
Alavancagem	-0,0859	0,2166	0,0279	-0,0813	1	
Logativototal	0,1235	-0,1091	0,0062	-0,0155	-0,0052	1

Fonte: dados da pesquisa

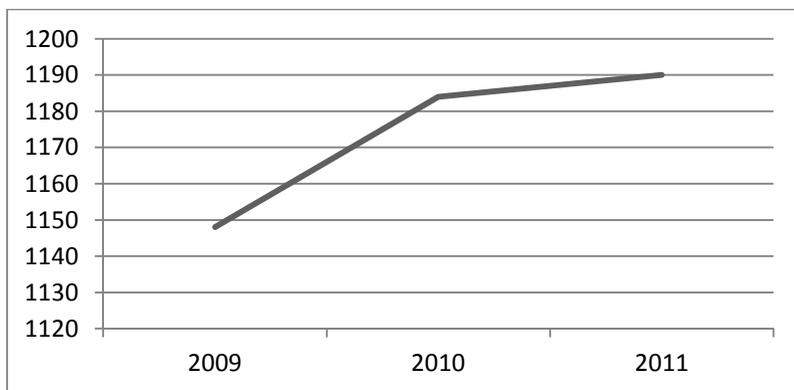
Observa-se que a maior parte das variáveis não apresentam uma correlação muito forte entre elas, sendo que apenas a *proxy* para tamanho da empresa (logativototal) apresenta uma correlação superior a 10% com a variável dependente.

#### **4.2. Estatística descritiva das transações entre partes relacionadas**

Nesta seção serão apresentadas as principais informações sobre as transações entre as partes relacionadas.

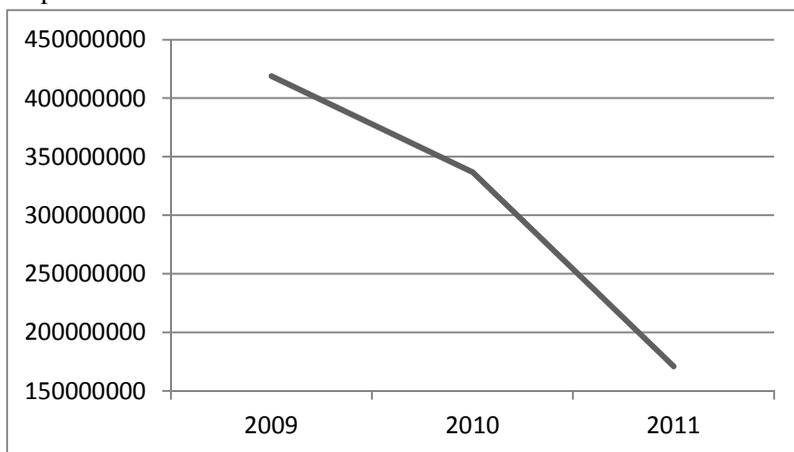
As Tabelas dessa seção estão todas com os seus valores em porcentagem e organizadas em ordem alfabética. Os quadros com valores absolutos estão apresentadas na seção de anexos.

O objetivo deste subcapítulo é apresentar informações sobre os montantes das TPR encontradas na amostra pesquisada. Os dois gráficos apresentados a seguir ilustram como a quantidade e o montante das TPR se alteraram durante o período observado.



**Figura 4 Quantidade de TPR.**

A Figura 5 permite observar que houve um pequeno aumento na quantidade de TPR nas empresas observadas. Em contrapartida, a Figura 6 apresenta um movimento contrário do montante envolvido nas TPR:



**Figura 5 - Montante das TPR**

As Figuras 5 e 6 mostram que apesar da constância no número de TPR nos três anos observado, houve uma grande diminuição do montante das TPR. Essa retração no montante foi acompanhada pela diminuição da quantidade de empresas que fizeram pelo menos uma TPR. Observou-se que em 2009 77 das 100 empresas fizeram uso dessas transações, em 2010 o número caiu para 70 empresas, e em 2011 63 empresas fizeram algum tipo de transação entre partes relacionadas.

Em suma, essas figuras apresentam um fato importante de ser observado. Apesar de haver um pequeno aumento na quantidade das TPR, menos empresas usam essas transações, e as que continuam usando estão fazendo com volumes menores.

#### 4.2.1. TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E SETOR

Essa seção visa apresentar como as transações entre partes relacionadas estão distribuídas em cada setor que foi estudado. As abreviações encontradas obedeceram o padrão do banco de dados do Economática.

Ressalta-se que, como mostra a tabela 1, alguns setores têm poucas empresas na amostra, como no caso dos setores de Agro e Pesca, Eletroeletrônicos, Máquinas Indústria; e Software e Dados em que cada um possui apenas uma empresa representante na amostra. Essa falta de representatividade deve ser considerada nas tabelas abaixo, em que o montante e a quantidade de TPR são analisados de acordo com cada setor. Vale observar ainda que o setor não foi considerado no modelo final de regressão.

A Tabela 3 exibe como a quantidade de transações entre partes relacionadas está dividida nos setores. A Tabela 3 apresenta primeiro a distribuição da quantidade em cada ano e na última coluna o quanto a quantidade de Transações entre partes relacionadas de cada setor representa no total.

**Tabela 3 Quantidade de TPR por Setor**

Setor	Ano			Total
	2011	2010	2009	
Agro e Pesca	0,00%	0,25%	0,09%	0,11%
Alimentos e Beb	2,52%	2,36%	2,70%	2,53%
Comércio	2,35%	2,79%	2,70%	2,61%
Construção	20,67%	18,75%	7,14%	15,62%
Eletroeletrônicos	1,76%	4,31%	1,66%	2,58%
Energia Elétrica	32,44%	15,79%	21,69%	23,34%
Máquinas Indust	0,25%	0,17%	0,17%	0,20%
Mineração	3,03%	6,42%	4,36%	4,60%
Outros	11,26%	11,99%	13,33%	12,18%
Papel e Celulose	1,09%	1,44%	2,26%	1,59%
Petróleo e Gás	2,52%	5,24%	4,62%	4,12%

Química	1,09%	0,51%	2,44%	1,33%
Siderur & Metalur	7,06%	16,89%	16,90%	13,57%
Software e Dados	0,00%	0,08%	0,00%	0,03%
Telecomunicações	2,52%	2,70%	4,97%	3,38%
Têxtil	0,00%	0,76%	0,78%	0,51%
Transporte Serviç	3,53%	3,89%	5,31%	4,23%
Veículos e peças	7,90%	5,66%	8,89%	7,47%

Fonte: Dados da Pesquisa

A Tabela 3 mostra que os setores que efetuaram mais transações com partes ligadas foram os de Energia elétrica (23,34%), construção (15,62%), Siderurgia e metalurgia (13,57%) e outros (12,18%). Juntos esses quatros setores efetuaram 64,71% das transações tabuladas.

Um aspecto importante sobre os dados que talvez explique a relevância desses setores quanto a quantidade de TPR, é que mais da metade das empresas da amostra (56%) pertencem a tais setores.

Na próxima tabela (4) está disposto como o Montante das TPR está distribuído nos setores. Observa-se que três dos quatro grandes setores do quadro anterior (Energia elétrica, construção, Siderurgia e metalurgia e outros) que juntos efetuaram mais da metade da quantidade de transações, ainda são relevantes quando se trata do montante envolvido; esses setores juntos são responsáveis por 31,42% do montante total das transações tabuladas. Observa-se também que o setor construção, apesar de ter efetuado 15,62% do total das transações, não possui a mesma relevância no que se diz ao montante (0,87%). A principal empresa responsável por isso é a Cyrela Realty, que das suas 373 transações apenas 19 tiveram o montante envolvido maior que zero.

Os setores software e dados, têxtil, agro e pesca não declaram nenhuma transação em 2011, logo também não tiveram nenhum montante envolvido nessas transações durante esse ano. O setor software e dados foi o setor que menos declarou esse tipo de transações, apenas uma, que ocorreu no ano de 2010. Essa baixa quantidade de transações teve reflexo também no montante total das transações entre partes relacionadas, como é visto na tabela 4.

**Tabela 4 Montante das TPR por Setor**

Setor	Ano			Total
	2011	2010	2009	
Agro e Pesca	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%

Alimentos e Beb	0,29%	0,38%	0,56%	0,45%
Comércio	0,63%	0,30%	0,14%	0,29%
Construção	1,49%	0,83%	0,64%	0,87%
Eletroeletrônicos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Energia Elétrica	10,13%	5,89%	14,88%	10,74%
Máquinas Indust	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
Mineração	2,09%	1,59%	0,31%	1,10%
Outros	26,94%	1,87%	1,51%	6,33%
Papel e Celulose	3,94%	2,04%	0,20%	1,56%
Petróleo e Gás	28,28%	71,86%	49,88%	53,89%
Química	12,59%	0,27%	5,86%	5,07%
Siderur & Metalur	7,22%	11,09%	17,95%	13,48%
Software e Dados	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Telecomunicações	3,56%	2,69%	6,28%	4,47%
Têxtil	0,00%	0,01%	0,01%	0,01%
Transporte Serviç	0,18%	0,43%	0,55%	0,44%
Veículos e peças	2,65%	0,73%	1,23%	1,31%

Fonte: Dados da pesquisa

Alguns aspectos da Tabela 4 devem ser explicados. Como o caso do setor Eletroeletrônicos que representou 2,58% do total da quantidade das transações (Tabela 3), porém na Tabela 4 teve participação igual a 0%. Isso ocorre devido ao fato de que todas as suas transações têm o valor do montante igual a zero. O mesmo ocorre com Software e Dados, que teve apenas uma transação em 2010, cujo o valor foi igual a zero.

Outra informação importante dessa tabela é a concentração do volume de transações entre partes relacionadas em um único setor, o de petróleo e gás. A empresa responsável por essa concentração é a Petrobras, que sozinha representa por mais de 99% das transações desse setor, ou seja, essa única empresa movimentou mais dinheiro em transações com partes relacionadas do que todas as outras da amostra juntas.

#### 4.2.2. OBJETOS DE CONTRATOS DAS TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS

Parte-se agora para uma análise mais detalhada das TPR. A partir das próximas Tabelas será possível analisar quais são as transações mais utilizadas e qual a importância de cada uma para o volume financeiro total.

A classificação apresentada nos quadros foi desenvolvida durante a pesquisa, que encontrou uma falta de padronização na classificação nos formulários de referência. Essa classificação foi feita de forma que nomes parecidos e com objetivos similares fossem enquadrados em um só título, enquanto a transação “outros” envolve todas as transações que apresentaram menos de cem ocorrências no total e que apresentaram pouca relevância no montante envolvido nas transações.

Acredita-se que essa nova classificação facilite a apresentação e interpretação dos dados.

Seguindo essa classificação a Tabela 5 apresenta a distribuição de cada tipo de transação durante os três anos observados e no total.

**Tabela 5 Quantidade de TPR por Objeto de Contrato**

Objeto de contrato	Ano			Total
	2011	2010	2009	
Aluguel	2,35%	2,79%	3,66%	2,92%
Aval/garantias/fianças	3,28%	4,73%	5,31%	4,43%
Compra e venda de ativos e bens	9,33%	15,03%	12,02%	12,12%
Empréstimos e financiamentos	28,24%	38,68%	35,80%	34,21%
Fornecimento de bens e serviços	2,77%	3,21%	4,79%	3,58%
Não especificado	4,37%	2,96%	3,75%	3,69%
Operações com energia elétrica	15,38%	2,20%	2,09%	6,62%
Outros	7,73%	8,53%	11,41%	9,20%
Prestação de serviços	12,10%	13,34%	17,77%	14,37%
Reembolso	7,56%	4,14%	2,09%	4,63%
Transferência	6,89%	4,39%	1,31%	4,23%

Fonte: Dados da pesquisa

Nota-se que as transações que se apresentaram mais frequentes foram as relacionadas à empréstimos e financiamentos (34,21%), seguidas por transações envolvendo prestação de serviço (14,37%). Essa informação é relevante dada a constatação de Gordon e Henry (2005), que afirmam que transações de financiamento entre partes relacionadas estão associadas ao gerenciamento de resultados nas empresas norte americanas no período antes da SOX. Contudo, nesta pesquisa, como será mostrado adiante, o gerenciamento de resultados não teve relação com o montante total das TPRs. Esse resultado, junto com o que foi afirmado pelos pesquisadores americanos justificariam uma pesquisa que se analise cada tipo de contrato com as variáveis testadas nesta pesquisa. Isso contribuiria como desenvolvimento do

tema, dado que seria interessante identificar como cada objeto de contrato de TPR, pode influenciar nas companhias.

Compra e venda de ativos (12,12%) também se mostrou relevante. Observa-se também na Tabela 5 que essas três principais transações se mantiveram relevantes nos três anos observados. O que não ocorre com Operações com energia elétrica, que concentra apenas 2% das transações nos anos de 2009 e 2010 e salta para 15,38% no ano de 2011.

As transações envolvendo financiamentos e empréstimos são as mais comuns e as que envolvem maior volume financeiro como mostra A Tabela 6:

**Tabela 6 Montante para cada objeto de contrato**

Objeto de contrato	Ano			Total
	2011	2010	2009	
Aluguel	0,46%	6,08%	0,07%	2,33%
Aval/garantias/fianças	26,19%	3,90%	4,47%	8,27%
Compra e venda de ativos e bens	17,88%	8,67%	5,56%	8,96%
Empréstimos e financiamentos	15,31%	30,77%	56,98%	39,77%
Fornecimento de bens e serviços	12,44%	0,73%	5,73%	5,15%
Não especificado	1,82%	1,16%	0,90%	1,17%
Operações com energia elétrica	3,48%	2,41%	1,63%	2,26%
Outros	6,39%	4,21%	12,60%	8,41%
Prestação de serviços	14,42%	19,61%	9,54%	14,10%
Reembolso	0,07%	0,15%	0,05%	0,09%
Transferência	1,55%	22,31%	2,46%	9,51%

Fonte: Dados da pesquisa

Nota-se que as transações envolvendo empréstimos e financiamentos tiveram uma retração na participação dos montante. Essas transações que representavam 56,98% do montante chegou a 15,31% em 2011. Em contra partida, transações como Aval/garantias/fianças, compra e venda de ativos e bens e fornecimento de bens e serviços apresentaram aumentos importantes. Tanto a diminuição de concentração na quantidade quanto no montante envolvido em certos tipos de transações, pode significar que as empresas estão diversificando cada vez mais essas ferramentas, o que pode

sinalizar um melhor uso delas, de forma que atenda a diferentes estratégias.

Ainda de acordo com os contratos, observou-se que ocorreu uma diminuição na concentração do montante e das quantidades de transações em certos objetos de contratos. Essa movimentação pode indicar que as empresas utilizando as TPR de forma mais diversificada, o que aumentaria as opções estratégicas das companhias.

#### 4.2.3. RELAÇÃO ENTRE AS PARTES RELACIONADAS NAS TRANSAÇÕES

Os próximos quadros apresentam a quantidade e o montante financeiro das transações entre partes relacionadas de acordo com o tipo de relação das empresas com o emissor das demonstrações contábeis.

A classificação apresentadas nas tabelas 7 e 8 também foram realizadas durante o processo de coleta de dados. Assim como no objeto de contrato, os formulários de referência não apresentaram um padrão para as relações com o emissor, observa-se ainda que essas relações podem ser resumidas em três segmentos: relações de controle (controlada e controlador), influência (coligada, credor financeiro, subsidiária) e outros (mista e outros).

A Tabela 7 apresenta a quantidade de transações e a relação com o emissor. Nota-se que a maior parte das transações foi realizada com empresas controladas.

**Tabela 7 Relação com o emissor e quantidade de TPRs**

Relação com o emissor	Ano			Total
	2011	2010	2009	
Coligada	1,68%	3,21%	2,35%	2,41%
Controlada	70,84%	62,67%	63,50%	65,70%
Controlador	7,82%	8,61%	8,80%	8,40%
Credor financeiro	0,42%	0,76%	0,70%	0,62%
Mista	0,17%	1,52%	1,31%	0,99%
Outros	18,57%	20,78%	21,78%	20,36%
Subsidiária	0,50%	2,45%	1,57%	1,50%

Fonte: dados da pesquisa

Assim como nas Tabelas anteriores, Tabela 7 mostra que existe uma concentração. Essa relação está nas relações de controle, sendo essa a mais relevante em todos os anos observados.

A importância da relação de controle se mantém na Tabela 8, em que o volume das transações entre empresas com relação de controle foram superior as de com relação de influência.

**Tabela 8 Relação com o emissor e montante das TPR**

Relação com o emissor	Ano			Total
	2011	2010	2009	
Coligada	0,88%	1,36%	0,23%	0,76%
Controlada	61,32%	34,63%	59,05%	50,59%
Controlador	9,98%	27,54%	10,66%	16,67%
Credor financeiro	3,49%	13,51%	9,89%	10,02%
Mista	5,86%	13,69%	8,24%	9,78%
Outros	10,69%	4,27%	8,92%	7,56%
Subsidiária	7,78%	4,99%	3,02%	4,62%

Fonte: Dados da pesquisa

As duas últimas tabelas apresentadas nessa seção indicam que as empresas utilizam mais as empresas onde existe uma relação de controle do que as em que existe a relação de influência. Isso se reflete também no montante envolvido nessas transações.

A relação com o emissor manteve-se concentrada em relações de controle nos três anos observados, superando as relações de influência e outros. Isso significa que a maior parte das transações, assim como a maior parte do montante envolvido nas transações observadas estão concentradas nas relações controlada-controlador ou vice-versa. É possível presumir que uma empresa use essas transações com empresas controladas para alcançarem algum diferencial competitivo, como a diminuição do preço de compra, ou até mesmo, maior agilidade no processo produtivo. Contudo, não foram encontrados nos resultados da estatística inferencial relações do montante das TPR com o desempenho das empresas ou com o gerenciamento de resultado. Isso faz surgir uma questão: Se as TPR não trazem maiores resultados, ou se não são usadas para gerenciar os resultados, qual é a vantagem de realizar transações

com empresas relacionadas com empresas controladas ou controladoras, se é possível fazê-las com outras empresas no mercado?

#### 4.2.4. TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Nessa tabela os níveis de governança estão organizados em ordem alfabética, desta forma vale ressaltar que o segmento com mais exigências é o novo mercado, seguido pelos níveis 2 e 1. As empresas classificadas como sem cadastro são aquelas que não se enquadram em nenhum dos segmentos elaborados pela BM&FBOVESPA e obedecem apenas às leis aplicáveis às sociedades anônimas.

A Tabela 9 apresenta a quantidade de empresas para cada nível de governança corporativa.

**Tabela 9 Quantidade de empresas para cada nível de governança corporativa**

Classificação	Ano			total
	2011	2010	2009	
Nível 1	21,00%	21,00%	19,00%	20,33%
Nível 2	6,00%	6,00%	7,00%	6,33%
Novo mercado	41,00%	39,00%	35,00%	38,33%
Sem cadastro	32,00%	34,00%	39,00%	35,00%

Fonte: Dados da pesquisa

Constata-se através Tabela 9 que a maior parte das empresas analisadas se encontrava no nível de novo mercado, ou seja, estavam no nível máximo de governança corporativa, de acordo com essa classificação. Outra informação positiva é que o número de empresas sem classificação diminuiu, enquanto o número de empresas no novo mercado aumentou. Isso demonstra que as empresas dispenderam esforços para aumentar o nível de governança ou para se manterem no nível em que já estavam.

Como no caso da distribuição das empresas nos setores analisados, o Nível 2 apresenta poucas empresas na amostra - 7 companhias no ano de 2009 e 6 nos anos de 2010 e 2011. Esse número reduzido de empresas no segmento pode afetar as análises descritivas feitas nessa seção da dissertação e pode também afetar o modelo de regressão apresentado na penúltima seção do trabalho. Porém os efeitos no segmento de governança corporativa são menos significativos do que

os efeitos no setor no qual as empresas apresentam apenas 1, 2 ou 3 empresas na amostra. Contudo, o fato de o segmento Nível 2 possuir poucas empresas na amostra deve ser considerado na análise dos dados.

A quantidade de TPR manteve a ordem da Tabela 9, ou seja, as empresas classificadas como novo mercado e sem classificação apresentaram maiores quantidades desse tipo de transação como mostra a Tabela 10:

**Tabela 10 Quantidade de TPRs e nível de governança corporativa**

Classificação	Ano			Total
	2011	2010	2009	
Nível 1	16,13%	25,00%	28,22%	23,06%
Nível 2	2,02%	1,27%	5,23%	2,81%
Novo Mercado	68,49%	49,41%	42,86%	53,72%
Sem Classificação	13,36%	24,32%	23,69%	20,41%

Fonte: Dados da pesquisa

Essa ordem apresentada nas Tabelas 9 e 10 é quebrada na Tabela 11, a qual apresenta o montante das transações entre partes relacionadas.

**Tabela 11 Montante das TPR e nível de Governança corporativa**

Classificação	Ano			Total
	2011	2010	2009	
Nível 1	31,95%	17,82%	27,62%	24,85%
Nível 2	0,26%	0,16%	0,74%	0,44%
Novo Mercado	10,66%	6,34%	3,85%	6,01%
Sem Classificação	57,14%	75,69%	67,79%	68,69%

Fonte: Dados da Pesquisa

Observa-se que as empresas sem classificação e classificadas como nível 1, apesar de terem menos empresas no grupo e apresentarem maior volume nas TPR do que as empresas de novo mercado Isso já é um sinal de que o nível de governança pode influenciar no montante das transações entre partes relacionadas.

Apesar de a classificação “Novo Mercado” possuir a maior parte de empresas e a maior quantidade de transações, as empresas “Sem Classificação” apresentaram o maior montante dessas transações, isso se deve a Petrobrás, maior empresa na amostra. O setor dessa empresa apesar de ser responsável por apenas 4,12% da quantidade das

TPR, teve como valor médio das TPR o valor de R\$ 3.443.176.299,99 enquanto q o valor médio de todas as transações (incluindo o setor de petróleo e gás) foi de R\$ 263.058.034,55, é valido lembrar que 99,99% do montante das TPR do setor foi realizado pela Petrobrás.

### 4.3. Estatística Inferencial

Esta dissertação realizou duas regressões para alcançar os objetivos. A primeira foi o modelo de regressão de Kang e Sivaramakrishnan (1995) para o cálculo dos *accruals* discricionários-*proxy* para gerenciamento de resultados. A segunda regressão foi realizada para testar as hipóteses da pesquisa.

Dessa forma esse capítulo apresenta primeiro os resultados do modelo utilizado para o cálculo do gerenciamento de resultados, seguido pelos teste de hipótese.

#### 4.3.1. MODELO DE KANG E SIVARAMAKRISHNAN (1995)

O modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) utilizado nesta pesquisa usou o método dos momentos generalizados iterado e com variáveis instrumentais usados foram os regressores defasados em um período, com exceção do regressor  $\delta_3 IMOB$ , que foi defasado em um e dois períodos. Desta forma foram utilizadas 4 variáveis instrumentais.

O erro da regressão KS é considerado como *proxy* para o gerenciamento de resultados, ou seja, são os *accruals* discricionários. No primeiro modelo elaborado observou-se *outliers* (valores discrepantes) nos erros, o que poderiam prejudicar o resultado do teste de hipótese. Dado isso foi elaborado um segundo modelo, sem esses *outliers*.

O segundo modelo elaborado apresentou todas as variáveis significativas além de não apresentar valores discrepantes. Dado isso se optou por usar os erros desse último modelo como *proxy* para gerenciamento de resultados. O resultado dessa regressão é apresentado na Tabela 12.

**Tabela 12 - Modelo KS2**

	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	Razão Z	Valor P
$\delta_1 REC$	0,983254	0,711431	13,82	0,000
$\delta_2 DESP$	0,739532	0,093089	7,94	0,000
$\delta_3 IMOB$	-1,50996	0,261398	-5,78	0,000
Nº de parâmetros 3			Nº de momentos 5	
Teste Hansen's J Qui-quadrado 1,56479			p =0,4573	

Fonte: Dados da pesquisa

#### 4.3.2. TESTE DE HIPÓTESES

Nesta seção é apresentado o resultado da regressão com erros robustos de White e com dados em painel elaborado para testar as hipóteses fundamentadas na seção 3. Essa regressão foi realizada em etapas, sendo que a primeira regressão utilizou todas as variáveis, depois disso foram sendo retiradas aquelas que apresentavam o maior valor de “p” (procedimento *stepwise*). Isso foi realizado com o intuito de evitar que variáveis irrelevantes fossem mantidas no modelo final.

Dado isso o primeiro modelo de regressão que continha todas as variáveis não apresentou nenhuma variável significativa ao nível de 5%, com exceção do nível de governança “sem classificação”. Os resultados são apresentados na tabela 13:

**Tabela 13 Resultado da regressão com todas as variáveis**

	Coefficiente	Erro padrão Robusto*	Razão-t	p-Valor
Q de Tobin	-0,0051833	0,0066052	-0,78	0,435
Nível2	-3,383986	2,642311	-1,28	0,203
Novo Mercado	-0,4865703	1,705603	-0,29	0,776
Sem class. de Gov	8,239353	2,399106	3,43	0,001
ROE	3,345288	1,81991	1,84	0,69
Alavancagem	-2,984578	5,131199	-0,58	0,562
Tam. da empresa	-2,359457	2,507309	-0,94	0,349
Resíduos	0,962134	4,062265	0,24	0,813
Const	49,9985	41,41989	1,21	0,23
R-quadrado 0,0413			Nº de obs 257	
F( 7,95) 45,26 P-valor(F)0,0000			Nº de grupos 96	
Teste de Sargan-Hansen Qui-quadrado 31,220 p-value (0,0001)				

Fonte: dados da pesquisa

A exclusão das variáveis do modelo começou pela variável *accruals* (proxy para gerenciamento de resultados), seguida por alavancagem, ROE e tamanho da empresa.

Por fim, chegou-se ao modelo final, que é apresentado na Tabela 14:

**Tabela 14 Regressão Final**

	Coefficiente	Erro padrão Robusto*	Razão-t	p-Valor
Q de Tobin	-0,0048591	0,0022066	-2,20	0,030
Nível2	-0,5282314	0,0225833	-23,39	0,000
Novo Mercado	0,4489513	1,797515	0,25	0,803
Sem class. de Gov	11,70301	2,172504	5,39	0,000
Const	8,962651	1,248321	7,18	0,000
R-quadrado 0,0439			Nº de obs 296	
F( 3,99) 194,78 P-valor(F)0,0000			Nº de grupos 100	
Teste de Sargan-Hansen Qui-quadrado 42,486 p-value (0,0000)				

Fonte: dados da pesquisa

Ao contrário do que se esperava não foi encontrada relação significativa entre o *accruals* discricionários e o log do montante das transações entre partes relacionadas, assim como não houve uma relação significativa com a variável dependente com o ROE, gerenciamento de resultados, alavancagem, tamanho e Nível Novo Mercado de governança.

Por outro lado, o valor da empresa (0,030) e dois segmentos de governança (Nível 2 (0,000) e sem classificação(0,000)) apresentaram relações significativas com o montante das transações entre partes relacionadas.

Apenas duas classificações dos níveis de governança foram significativas para explicar o montante das TPR. Os resultados da regressão demonstram que empresas no nível 2 de governança apresentaram menor montante nas TPR, enquanto que empresas sem classificação apresentaram o oposto. Apesar desse resultado, não é possível afirmar que o nível de governança elevado iniba o montante das TPR, dado que o nível Novo mercado se mostrou não significativo ( $p=0,803$ ).

A relação negativa e significativa entre o montante das TPR e o valor adicionado a empresa mostra que quanto maior o valor envolvido nas transações, menor é o valor adicionado a elas. Esse resultado está na mesma direção que os resultados apresentados por Nekhili e Cherif (2011), Koelbek e Mayhew (2010), GE et al (2010), e Lei e Song (2009). Isso mostra que os investidores agem com as empresas brasileiras da mesma forma como agem com as empresas de outros países.

Esse resultado é interessante, dado que as outras variáveis referentes a governança corporativa, desempenho e gerenciamento de resultados não foram confirmadas, o que indicaria que os investidores descontariam o valor das empresas que apresentam um montante alto de TPRs, mesmo que esse montante não indique uma má governança, um pior desempenho ou, até mesmo um gerenciamento de resultados.

Visto esse conflito, reforça-se a sugestão de pesquisar qual o impacto de cada objeto de contrato das TPR, isso ajudaria a entender melhor a tomada de decisão dos investidores.

Por fim, lança-se a necessidade de se verificar a confiabilidade dos dados apresentados pelos formulários de referência. Isso se dá pelo fato de que esses dados não são auditados, e que alguns dos resultados encontrados aqui não se assemelharam a pesquisas anteriores, sendo que o que mais chama a atenção é o fato de que o tamanho das empresas não estar relacionado com o montante das TPR, fato que foi demonstrado pela pesquisa de Oda (2011), que utilizou dados de uma fonte que é auditada – as notas explicativas.

## 5. CONCLUSÃO

Essa dissertação teve como objetivo verificar as variáveis determinantes no montante negociado nas transações entre partes relacionadas. As variáveis testadas no modelo de regressão em painel foram ROE, Valor da empresa (Q de Tobin), gerenciamento de resultados (*accruals* discricionários) e governança corporativa. Essas variáveis foram escolhidas com base na literatura encontrada sobre transações entre partes relacionadas. Além dessas variáveis, também foram inseridos no modelo duas variáveis de controle: alavancagem e tamanho da empresa (log do ativo total).

Entender quais variáveis determinam as transações entre partes relacionadas é importante pelo fato de que essas transações são comumente ligadas ao conflito de agência, isso por que essas transações podem ser usadas para gerenciar resultados (Ahory, Wang e Yuan, 2010), expropriar riquezas (Gordan, Henri e Palia) e fraude (Oda, 2011) e como consequência, as empresas que fazem uso dessas transações têm o seu valor descontado pelos investidores.

A última afirmação do parágrafo anterior se confirmou nesta pesquisa. Foi encontrada uma relação negativa e significativa entre o montante envolvido nas transações entre partes relacionadas e o Q de Tobin.

Outro ponto que se destacou foi em relação à governança corporativa. Os resultados demonstraram que empresa com Nível 2 de governança corporativa apresentaram uma relação negativa e significativa com o montante das transações entre partes relacionadas, enquanto empresas que não possuíam uma classificação apresentaram uma relação positiva e significativa. Esse resultado indicaria que uma governança mais robusta poderia inibir o volume das transações entre partes relacionadas. Contudo as empresas no segmento Novo Mercado não apresentaram o resultado esperado. Essas empresas apresentaram uma relação positiva e não significativa.

Esse resultado das empresas no Novo Mercado não permite afirmar que uma governança corporativa mais forte iniba o volume das transações entre parte relacionadas, dado que empresas no Novo Mercado adotam mais práticas que, em tese, deveriam tornar a governança mais eficiente.

Essa pesquisa confirmou os resultados apresentados por Rodrigues, Paulo e Carvalho (2007) visto que não foi encontrada relação significativa entre o montante envolvido nas transações entre partes relacionadas e *accruals* discricionário, que foi utilizado como *proxie* para gerenciamento de resultados. Esse resultado vai contra o que é

afirmado por Cheng e Xiao (2011) e Aharoni, Wang e Yuan (2010). Observa-se que essas últimas pesquisas foram feitas em empresas de outros países entre outras diferenças no método de pesquisa.

Apesar do que foi dito no parágrafo anterior. Não se pode abandonar a hipótese de que as transações sejam utilizadas para gerenciar os resultados. Jiam e Wong (2008) afirmam que as transações entre partes relacionadas podem ser usadas com um substituto do gerenciamento de resultados por meio de *accruals* e não um complemento do mesmo. O trabalho de Gordon, Henri e Palia (2004), também dá motivos para que a investigação continue, visto que esses autores afirmam que apenas alguns tipos de TPR podem ser associadas ao gerenciamento de resultados, enquanto essa dissertação considerou todos os tipos de TPR.

Outro fator que pode ter contribuído para essa discordância com os resultados das outras pesquisas, é a amostra, que incluiu apenas as maiores empresas. Dado isso pode-se supor que essas empresas tenham sido melhor monitoradas pelos analistas, o que inibiria o gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2011).

Desta forma sugere-se para próximas pesquisas, usar na amostra empresas de todos os tamanhos e verificar se as empresas brasileiras utilizam as transações entre partes relacionadas como um substituto ao gerenciamento de resultados por *accruals*.

Por fim, a variável ROE também não apresentou relação com o montante das transações entre partes relacionadas. Esse resultado também não segue o que é afirmando na maior parte dos artigos sobre o tema, e reforça o resultado sobre o gerenciamento de resultados, além de também indicar que as TPR não são usadas para expropriar riquezas, visto que se esse fosse o caso, o volume das transações afetaria de alguma forma o ROE, dado que essas expropriações ocorrem muitas vezes pela manipulação do preço de transferência (CHEUNG et al, 2009).

Além de cumprir com o objetivo de pesquisa proposto, esta dissertação também contribui com o assunto a partir de uma proposição de uma padronização da classificação no objeto de contrato e na relação com o emissor das transações entre partes relacionadas. Essa padronização facilitaria a interpretação e análise dos dados expostos nos formulários de referência, visto que as empresas divulgam esses

formulários sem uma classificação padronizada desses itens, o que exige do usuário das informações muito tempo para organizar os dados.

Para pesquisas futuras, sugere-se, em primeiro lugar, que seja investigado como cada objeto de contrato interfere nas variáveis explicativas levantadas neste trabalho. Essa sugestão tem como base o trabalho de Gordon e Palia (2004), em que os autores afirmam que nem todas as TPR são usadas para gerenciar os resultados, e também pelo fato dos resultados apresentados nesta pesquisa.

É importante para o desenvolvimento do tema que seja apurado também o uso das TPR com valor igual a zero. Nesta dissertação os dados referentes a essas TPR foram tabulados, porém as transações com valor igual a zero não foram consideradas no modelo de regressão elaborado, dado que foi utilizada a soma dos montantes envolvidos nas TPR.

Considerando o que foi apresentado em todo o trabalho percebe-se que o campo de pesquisa sobre TPR é grande e que possui grandes oportunidades para novas pesquisas, como as que foram sugeridas nos parágrafos acima. As pesquisas sobre o tema devem continuar, dado que os resultados dessa dissertação, assim como os da Oda (2011) não estão na mesma linha com as pesquisas realizadas em outros países. Deve-se salientar também que, apesar do tema ser muito importante para a tomada de decisão dos investidores, ainda existem poucas pesquisas sobre o assunto no Brasil.

Outro aspecto que se deve considerar é a necessidade de que seja imposta uma auditoria e uma padronização sobre os formulários de referência. A forma como esses formulários estão organizados prejudicam a comparação das empresas, situação que seria amenizada caso ocorresse uma padronização de como os dados são apresentados. Uma auditoria sobre esses formulários tornariam os dados mais confiáveis, dado que, encontrar erros de português ou de preenchimento podem levar ao usuário dos formulários a uma desconfiança sobre a forma que esses documentos foram feitos.

Por fim, destaca-se que esta pesquisa deu um passo importante para ajudar a entender como as TPR interferem nas 100 maiores empresas brasileiras, sendo que, a informação que mais chamou atenção foi o fato de os investidores descontarem valor da empresas, mesmo que os aspectos negativos das TPR não estarem associados ao montante total dessas transações. Esse fato pode se dar pelos investidores que estão precificando de forma equivocada as empresas, ou pelo fato de que cada tipo de contrato de transação tem um impacto diferente, o que não

permitiria tratar todas as transações em um grupo só, como foi o caso desta pesquisa.

## REFERÊNCIAS

- AHARONY, J.; WANG, J.; YUAN, H. Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 29, n. 1, p. 1-26, jan 2010.
- ANDERSON, David Ray; SWEENEY, Dennis J; WILLIAMS, Thomas Arthur. Estatística aplicada à administração e economia. 2. ed. São Paulo (SP): Cengage Learning, c2007. 642p.
- BRASIL Lei Nº11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras, obtido via internet: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8080.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8080.htm), acesso 18/11/2012
- BRONZATTO, T. BVA transferiu R\$ 135 milhões à empresa de seu controlador, obtido via internet: <http://exame.abril.com.br/negocios/empresas/noticias/bva-transferiu-r-135-milhoes-a-empresa-de-seu-controlador>, acesso em 24/1/2013
- BURGSTÄHLER, D.; DICHEV, I. Accounting. **Journal of Accounting and Economic**, v. 24, n. 24, p. 99-1263, 1997.
- CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de Capital no Brasil. **RAM. Revista de Administração Mackenzie (Online)**, v. 10, n. 6, p. 25-46, dez 2009.
- CHANLAT, Jean-François. **Gestão empresarial: uma perspectiva antropológica**. São Paulo: Cengage Learning, 2010.
- CHEN, S. K.; LIN, B.-X.; WANG, Y.; WU, L. The frequency and magnitude of earnings management: Time-series and multi-threshold comparisons. **International Review of Economics & Finance**, v. 19, n. 4, p. 671-685, out 2010.
- CHEN, Y.; CHEN, C.; CHEN, W. The impact of related party transactions on the operational performance of listed companies in China. **Journal of Economic Policy Reform**, v. 12, n. 4, p. 285-297, dez 2009.
- 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. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 17, n. 3, p. 372-393, jun 2009.
- CHEUNG, Y.-L.; QI, Y.; RAGHAVENDRA RAU, P.; STOURAITIS, A. Buy high, sell low: How listed firms price asset transfers in related party transactions. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 5, p. 914-924, maio 2009.

COMISSÃO DE VALERES MOBILIÁRIOS, ofício-circular nº 01/2006, Orientação sobre a elaboração de Informações Contábeis pelas Companhias Abertas, obtido via internet:

[http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01\\_2006.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2006.asp), acesso em 17/11/2012

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento técnico CPC 05 R1, de 03 de setembro de 2010. Divulgação sobre Partes Relacionadas. Disponível em: [www.cpc.org.br](http://www.cpc.org.br). Acesso em 15 de dezembro de 2012.

CUPERTINO, C. M. Qualidade da Auditoria e Earnings Management : Risk Assessment através do Nível dos Accruals Discricionários. n. 71, p. 69-93, 2008.

ERNST & YONG. FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. Manual de normas internacionais de contabilidade: IFRS versus Normas Brasileiras. 2. ed. atual São Paulo: Atlas, 2010.

FITCH RATINGS, Fitch Assigns Austria-based Meinel Bank AG 'B' IDR; Outlook, obtido via internet:

Stable [http://www.fitchratings.com/creditdesk/press\\_releases/detail.cfm?pr\\_id=780022](http://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=780022), acesso em 24/1/2013

FRIEDMAN, E.; JOHNSON, S.; MITTON, T. Propping and tunneling. **Journal of Comparative Economics**, v. 31, n. 4, p. 732-750, dez 2003.  
GE, W.; DRURY, D. H.; FORTIN, S.; LIU, F.; TSANG, D. Value relevance of disclosed related party transactions. **Advances in Accounting**, v. 26, n. 1, p. 134-141, jun 2010.

GODFREY, J.; MATHER, P.; RAMSAY, A. Earnings and impression management in financial reports: the case of CEO changes. *Abacus*. V. 39 (1), p.95-123, 2003.

GORDON, Elizabeth A.; HENRY, Elaine e PALIA, Darius. Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value. 2004. Disponível em SSRN: <http://www.ssrn.com>. Acesso em 02 de setembro de 2012.

HIGGINS, T. GM Reports CFO's Wife in 2011 Related-Party Transaction, obtido via internet: <http://www.bloomberg.com/news/2012-05-25/gm-reports-cfo-s-wife-in-2011-related-party-transaction.html>, acesso em 25/3/2013

HU, S.; SHEN, Y.; XU, Y. Determinants of related-party transactions: Evidence from China's listed companies during 2002–2006. **Frontiers of Business Research in China**, v. 3, n. 2, p. 190-206, 2009.

IUDICIBUS, Sergio de. FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAS E FINANCEIRAS. Manual de

contabilidade das societária: aplicável a todas sociedades. São Paulo (SP): Atlas, 2010. 792p.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

JIAN, Ming; WONG, T. J. Propping through related party transactions. *Review Of Accounting Studies*, v. 15, p.70-105, 2010.

JONES, J. J. Earnings Management During Import Relief Investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

JONES, Michael (Ed.). **Creative Accounting, Fraud and international Accounting Scandals**. Great Britain: Wiley, 2011. 576 p.

KAO, J. L.; WU, D.; YANG, Z. Regulations, earnings management, and post-IPO performance: The Chinese evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 1, p. 63-76, jan 2009.

KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 3, p. 375-400, ago 2002.

KOHLBECK, M.; MAYHEW, B. W. Valuation of firms that disclose related party transactions. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 29, n. 2, p. 115-137, mar 2010.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, set 2003.

LI, S.; SELOVER, D. D.; STEIN, M. “Keep silent and make money”: Institutional patterns of earnings management in China. **Journal of Asian Economics**, v. 22, n. 5, p. 369-382, out 2011.

LIN, W.-YI; LIU, Y. A. Related Party Transactions , Firm Performance and Control Mechanisms : Evidence from Taiwan. **International Research Journal of Finance and Economics**, v. 35, n. 35, p. 83-97, 2010.

LIU, Q.; LU, Z. J. Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies : A tunneling perspective ☆. v. 13, p. 881-906, 2007.

LO, A. W. Y.; WONG, R. M. K.; FIRTH, M. Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 2, p. 225-235, abr 2010.

LO, K. Earnings management and earnings quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2-3, p. 350-357, ago 2008.

MARTINEZ, A. L. DETECTANDO EARNINGS MANAGEMENT NO BRASIL : ESTIMANDO OS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS \*. n. 4, p. 7-17, 1995.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MARTINEZ, A. L. The Role of Analysts as Gatekeepers : Enhancing Transparency and Curbing Earnings Management in Brazil. **RAC**, v. 15, n. 4, p. 712-730, 2011.

MARTINEZ, A. L.; ANGEL, M.; CASTRO, R. The Smoothing Hypothesis , Stock Returns and Risk in Brazil. **Brazilian Administration Review**, v. 8, n. 1, p. 1-20, 2011.

MCNICHOLS, M. F. Research design issues in earnings management studies. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, n. 4-5, p. 313-345, dez 2000.

MODÉ, L.; FRIEDLANDER , D. BVA tem buraco de R\$ 1,5 bi até o momento, obtido via internet:

<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,bva-tem--buraco-de-r-15-bi-ate-o-momento--,974992,0.htm>, acesso em 24/1/2013

MULFORD, Charles W.; COMISKEY, Eugene E.. **The financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices**. Eua: Wiley, 2002. 407 p.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia ; NAKAO, S. H. . Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. Revista Contabilidade & Finanças, v. 20, p. 77-100, 2009.

PARFET, W. U. Accounting Subjectivity and Earnings Management: A Preparer Perspective. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 4, p. 481-488, 2000.

PINHEIRO, V., CVM avaliará transparência da operação da Petrobras, obtido via internet:<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/cvm-avaliara-transparencia-operacao-petrobras-589484>, acesso dia 17/09/2012

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 77, jul. 1999.

RODRIGUES, A.; PAULO, E.; CARVALHO, L. N. Gerenciamento de resultados por meio das transações entre companhias brasileiras interligadas. **Revista de Gestão USP**, v. 42, n. 2, p. 216-226, 2007.

SIREGAR, S. V.; UTAMA, S. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance

practices: Evidence from Indonesia. **The International Journal of Accounting**, v. 43, n. 1, p. 1-27, mar 2008.

YEH, Y.-H.; SHU, P.-G.; SU, Y.-H. Related-party transactions and corporate governance: The evidence from the Taiwan stock market. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 20, n. 5, p. 755-776, nov 2012.

YU, Q.; DU, B.; SUN, Q. Earnings management at rights issues thresholds—Evidence from China. **Journal of Banking & Finance**, v. 30, n. 12, p. 3453-3468, dez 2006.

YU, Q.; DU, B.; SUN, Q. Earnings management at rights issues thresholds—Evidence from China. **Journal of Banking & Finance**, v. 30, n. 12, p. 3453-3468, dez 2006.

ZENG, Carlos Noronha And Yun; VINTEN, Gerald. Earnings management in China: an exploratory study. **Managerial Auditing Journal**, v. 23, n. 4, p.367-385, 2008.

## ANEXO I

Nº	Nome	Setor	Montante total	Quantidade total
1	Petrobras	Petróleo e Gas	498.905.726.116,89	107
2	Itausa	Outros	-	0
3	Vale	Mineração	8.750.343.664,75	98
4	Eletrobras	Energia Elétrica	46.215.000.000,00	6
5	Telef Brasil	Telecomunicações	7.598.853.743,11	49
6	Gerdau Met	Siderur & Metalur	15.607.875.125,00	40
7	Gerdau	Siderur & Metalur	30.546.450.000,00	61
8	JBS	Alimentos e Beb	2.885.776.569,44	15
9	Sid Nacional	Siderur & Metalur	50.424.196.781,00	139
10	Ambev	Alimentos e Beb	-	0
11	Cemig	Energia Elétrica	36.814.523.000,00	96
12	Braskem	Química	45.292.243.616,00	29
13	P.Acucar-Cbd	Comércio	230.430.000,00	15
14	Usiminas	Siderur & Metalur	28.221.732.642,91	232
15	Oi	Telecomunicações	11.835.133.535,95	36
16	BRF Foods	Alimentos e Beb	351.852.000,00	49
17	Fibria	Papel e Celulose	7.108.879.000,00	19
18	CPFL Energia	Energia Elétrica	3.770.508.000,00	448
19	Sabesp	Outros	-	0
20	Marfrig	Alimentos e Beb	222.653.000,00	5
21	Tim Part S/A	Telecomunicações	187.886.000,00	6
22	Embratel Part	Telecomunicações	6.732.351.223,29	11
23	Suzano Hold	Outros	40.826.510.457,81	47
24	Suzano Papel	Papel e Celulose	7.333.160.367,39	36
25	Copel	Energia Elétrica	6.190.798.000,00	59
26	Tele Nort Cl	Telecomunicações	14.866.596.000,00	15
27	Cesp	Energia Elétrica	100.000,00	1
28	PDG Realt	Construção	2.327.313,68	14

29	Jereissati	Outros	12.000.000,00	1
30	Embraer	Veiculos e peças	10.523.600.303,31	180
31	OGX Petroleo	Petróleo e Gas	717.100,00	7
32	All Amer Lat	Transporte Serviç	755.824.000,00	38
33	BR Malls Par	Outros	1.919.148.074,79	20
34	La Fonte Tel	Telecomunicações	215.437.000,00	2
35	Ultrapar	Química	1.670.256.928,13	18
36	Energias BR	Energia Elétrica	117.048.000,00	40
37	Cyrela Realty	Construção	163.659.000,00	373
38	Hypermarcas	Outros	21.781.606,48	1
39	Rede Energia	Energia Elétrica	-	14
40	CCR SA	Transporte Serviç	1.710.505.698,32	57
41	Klabin S/A	Papel e Celulose	15.000,00	1
42	Tractebel	Energia Elétrica	2.411.643.040,17	15
43	Viavarejo	Comércio	991.890.614,64	19
44	Light S/A	Energia Elétrica	194.542.000,00	5
45	Eletropaulo	Energia Elétrica	1.170.124.451,91	14
46	Bradespar	Outros	5.290.161,04	3
47	Gol	Transporte Serviç	11.802.053,00	15
48	Lojas Americ	Comércio	233.667.253,50	18
49	Gafisa	Construção	1.124.239.580,00	32
50	MRV	Construção	602.719.000,00	28
51	Weg	Máquinas Indust	31.415.000,00	7
52	Brookfield	Construção	2.909.785.000,00	19
53	Net	Outros	1.723.171.225,50	2
54	MPX Energia	Energia Elétrica	816.953.981,78	40
55	Tran Paulist	Energia Elétrica	10.028.800,00	9
56	Rossi Resid	Construção	14.117.396,53	9
57	Duratex	Outros	9.651.325.232,70	140
58	Gp Invest	Outros	4.000,00	1
59	Dufry Ag	Comércio	88.500.000,00	6
60	AGconcessoes	Transporte Serviç	-	0

61	Taesá	Energia Eléfrica	849.217.752,86	20
62	BR Properties	Outros	1.044.630.442,44	22
63	MMX Miner	Mineração	1.007.066.000,00	7
64	Coelba	Energia Eléfrica	20.126.678,64	5
65	Sanepar	Outros	142.858.145,17	2
66	Arteris	Transporte Serviç	-	0
67	Amil	Outros	-	24
68	Celesc	Energia Eléfrica	34.021.000,00	2
69	Magnesita SA	Mineração	4.963.000,00	57
70	Alfa Consorç	Outros	12.159.298,00	4
71	Whirlpool	Eletroeletrônicos	-	91
72	Cielo	Software e Dados	-	1
73	Celgpar	Energia Eléfrica	-	0
74	Multiplan	Outros	12.685.000,00	14
75	Ampla	Energia Eléfrica	424.000,00	2
76	Ger Paranap	Energia Eléfrica	9.164.600,00	6
77	Comgas	Petróleo e Gas	259.855.754,04	8
78	Dasa	Outros	303.980.574,12	38
79	Energisa	Energia Eléfrica	104.443.104,40	24
80	Souza Cruz	Outros	1.189.998.616,08	35
81	Ecorodovias	Transporte Serviç	1.590.331.092,18	39
82	B2W Varejo	Comércio	688.582.391,39	17
83	Celpe	Energia Eléfrica	252.419.488,08	6
84	Randon Part	Veículos e peças	1.602.802.220,11	65
85	Localiza	Outros	96.261.000,00	13
86	Tecnisa	Construção	3.215.086.542,13	68
87	Ceee-D	Energia Eléfrica	455.267.342,20	7
88	Natura	Comércio	478.487.000,00	18
89	Parapanema	Siderur & Metalur	50.000.000,00	6
90	Ceee-Gt	Energia Eléfrica	101.203.342,20	3
91	Inepar	Outros	330.100.000,00	4
92	Guararapes	Textil	-	0

93	Anhanguera	Outros	1.371.073.317,33	58
94	SLC Agricola	Agro e Pesca	23.025.329,86	4
95	Wembley	Textil	69.473.000,00	18
96	Cemat	Energia Elétrica	-	2
97	Hrt Petroleo	Petróleo e Gas	94.264.528,28	23
98	even	Construção	8.476.606,00	7
99	Tupy	Veiculos e peças	-	18
100	Minerva	Alimentos e Beb	671.329.666,66	20

ANEXO 2

16.2 - Informações sobre as transações com partes relacionadas

BRASOIL		Parte relacionada	
Relação com o emissor	Controlada	Objeto contratado	Empréstimo
Data transação	22/03/2010	Saldo existente	R\$ 0,00
Montante envolvido	676.222.864,17	Não aplicável	Não aplicável
Montante		Duração	364 dias
Garantias e seguros	Não aplicável	Sim	
Empréstimo ou outro tipo de dívida	Não pagamento de juros, principal, taxas ou despesas devidas ou previstas no contrato. Falência, liquidação ou intervenção na tomadora. Inulcidez do contrato ou efeito material adverso a critério da controladora.		
Rescisão		Taxa juros cobrados	3,000000
Natureza e razão para a operação	Capital de giro		