
O IMPACTO DAS TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS NA PERFORMANCE OPERACIONAL DAS COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Óscar Miguel da Silva Pinto de Matos¹
Fernando Caio Galdi²

▪ Artigo recebido em: 27/03/2013 •• Artigo aceito em: 21/07/2014 ••• Segunda versão aceita em: 02/04/2014

RESUMO

Este estudo teve como objetivo investigar o impacto das transações entre partes relacionadas na performance operacional das empresas brasileiras. Considerando-se as recentes alterações no cenário contábil brasileiro e a exigência da evidenciação detalhada das operações entre partes relacionadas a partir de 2008, utiliza-se uma amostra de empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) no período de 2008 e 2009. No caso das transações de compras, vendas e empréstimos obtidos com partes relacionadas os resultados encontrados indicam uma relação positiva entre o montante destas transações e a performance operacional da empresa (mensurada pelo EBITDA). . Adicionalmente, os resultados indicam que as transações de empréstimos obtidos entre partes relacionadas influenciam negativamente as métricas de performance das empresas (ROA e EBITDA).

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; *Tunneling*; Transações com partes relacionadas; BM&FBOVESPA.

THE IMPACT OF RELATED PARTY TRANSACTIONS IN OPERATIONAL PERFORMANCE OF COMPANIES LISTED ON BM&FBOVESPA

ABSTRACT

This paper investigates the impact of the intensity of related party transactions in the performance of Brazilian companies. Considering the recent changes in the Brazilian GAAP (it converge to IFRS) and the requirement of detailed disclosure of related party transactions from 2008 on, we use a sample of Brazilian companies listed on the São Paulo Stock Exchange (BMF&BOVESPA) in 2008 and 2009. The results for related parties' transactions show a positive relation between sales, purchases and loans operational performance (measured by EBITDA - earnings

¹ Mestre em Ciências Contábeis. Diretor Financeiro na Fertiberia Brasil Ltda. Endereço: Alameda Mamoré, 911, conj 1002. Alphaville, Barueri-SP - CEP 06454-040. E-mail: oscar-matos@uol.com.br. Telefone: (11) 2172-5888.

² Pós-Doutor em Contabilidade - Professor Associado, FUCAPE Business School. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 1358. Boa Vista, Vitória-ES CEP 29075-505. E-mail: fernando.galdi@fucape.br. Telefone: (27) 4009-4444.

before interest, taxes, depreciation and amortization. Additionally, our results indicate a negative association between loans and ROA and EBITDA.

Keywords: Earnings management; *Tunneling*; Related party transactions; BM&FBOVESPA.

1 INTRODUÇÃO

A divulgação das Transações com Partes Relacionadas (*RPTs – Related Party Transactions*³) merece uma atenção especial, pois essas transações são responsáveis por diversos conflitos de interesse (Johnson et al., 2000), embora possam ter efeitos eficientes (Gordon et al., 2004), o que torna mandatório a qualquer pesquisa no assunto ser capaz de delimitar corretamente a fronteira entre transações com partes relacionadas eficientes e prejudiciais aos seus acionistas e investidores.

Segundo a definição do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, em seu Pronunciamento de número 5, uma parte relacionada é uma entidade ou uma pessoa física, ou um membro próximo da família dessa pessoa física que esteja relacionada à entidade que reporta a informação contábil. Adicionalmente consideram-se partes relacionadas entidades pertencentes a um mesmo grupo econômico, coligada ou controlada em conjunto, além de outras situações detalhadas no Pronunciamento.

Como a estrutura de controle acionário no Brasil é altamente concentrada, mesmo nas companhias abertas (Leal et al., 2002), podem ocorrer incentivos para expropriação de acionistas minoritários (SILVEIRA, 2004).

Henry et al., (2007), pesquisaram o papel das transações com partes relacionadas nos casos envolvendo empresas com relatórios contábeis fraudulentos. Apesar de identificarem fraudes que continham relação com transações com partes relacionadas, não foi possível correlacionar essas fraudes com as transações. Ou seja, essas transações não são realizadas deliberadamente com o intuito fraudulento. Gordon et al., (2007) correlacionam, porém, fraudes que envolvam transações com partes relacionadas com má governança corporativa nos Estados Unidos. Por outro lado, Aharony et al., (2010), pesquisaram os processos de lançamento de ações na China durante o período de 1999 a 2001 e identificaram que algumas transações entre partes relacionadas serviram para gerenciamento de resultados para o período imediatamente anterior a oferta pública de ações.

No Brasil até alguns anos atrás, não havia trabalhos empíricos e estudos dedicados exclusivamente a esse tema, até que Silveira et al., (2008) investigaram a relação entre RPTs e o valor das empresas no Brasil e observou-se que empresas com menor utilização de RPTs apresentam maior valor de mercado. Todavia não foi possível permitir qualquer tipo de inferência de causalidade de que a maior utilização de RPTs levaria a um menor valor de mercado das empresas brasileiras, pois um limitante do estudo foi apenas avaliar o número de RPTs e montante. Um dos resultados significativos do estudo foi a observação da relação negativa entre o nível de utilização de transações

³ Neste artigo optou-se por usar a abreviatura em inglês por ser a mais usada.

com partes relacionadas e a qualidade da governança corporativa, um dos coeficientes utilizados. Inferiu-se, assim, um aspecto de conflito de interesses, indicando que as empresas que usam mais essas transações recebem, pelos investidores, um desconto maior no seu valor de mercado.

Chen et al., (2009) demonstram que empresas com transações de venda e compra entre partes relacionadas levam a uma melhor performance operacional nas empresas controladoras, mas empresas que são controladas por outra têm um desempenho pior. Em vez de se fazer análises sob a ótica do valor de mercado da empresa, ou seja, sob o preço da ação, este estudo se propõe a fazer suas análises do ponto de vista de seu resultado operacional.

Devem ser levados em consideração os efeitos do *tunneling*, que é o fenômeno da transferência de ativos e lucros para benefício dos controladores (JOHNSON et al., 2000). Shleifer & Vishny (1997) demonstram que a expropriação de recursos por parte dos gestores pode se dar a partir de vendas com preços baixos para outra empresa, pertencente a esses gestores. Empresas têm grande tendência a adquirir ativos de partes relacionadas pagando valores mais altos em comparação a transações com partes não relacionadas e, quando há venda, recebem valores menores em comparação a partes não relacionadas (Cheung et al., 2008), o que pode configurar expropriação de minoritários e conflitos de interesses.

Importante ressaltar que as transações com partes relacionadas são uma forma de causar efeitos positivos às companhias, pois quando esses tipos de transações são feitas apropriadamente, as empresas podem fazer uso delas para reduzir os custos de transação e atingir a eficiência na utilização de seus ativos (CHEN et al., 2009).

O Objetivo deste trabalho é discutir até que ponto transações entre partes relacionadas podem influir nos resultados operacionais de uma empresa. Nomeadamente, se uma empresa controladora, através de transações entre sua controlada pode, de alguma forma, usufruir de algum benefício para seus resultados em detrimento da sua controlada.

Neste contexto, foram utilizadas as variáveis ROA (*return on assets*) e EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) como *proxies* da performance das empresas e foram coletadas, nas notas explicativas das demonstrações financeiras das empresas da amostra, os montantes de transações com partes relacionadas. De maneira a investigar a relação entre a performance operacional e as transações entre partes relacionadas, foi adaptado o modelo utilizado no trabalho de Chen et al., (2009).

Os principais resultados empíricos mostram que no caso das transações de compras, vendas e empréstimos obtidos com partes relacionadas há uma associação positiva entre o montante destas transações e a performance operacional da empresa (mensurada pelo EBITDA). Adicionalmente, os resultados indicam que as transações de empréstimos obtidos entre partes relacionadas influenciam negativamente as métricas de performance das empresas (ROA e EBITDA). O restante do artigo está dividido da seguinte maneira. A seção 2 apresenta o referencial teórico do trabalho. A seção 3

detalha a metodologia utilizada. A seção 4 apresenta os resultados. A seção 5 conclui o trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Tunneling é o desvio de recursos corporativos de outra corporação ou de seus acionistas minoritários para o controlador (JOHNSON et al., 2000). É uma prática bastante utilizada em países emergentes e uma das formas são as transações com partes relacionadas, já que há diversas formas legais de *tunneling*. Algumas formas são compra e vendas a preços maiores ou menores que o mercado, empréstimos com taxas de juros menores ou maiores, garantias usando ativos colaterais. Essas formas, sempre visando o benefício do controlador, acontecem principalmente em países sob regime jurídico *civil-law* (JOHNSON et al., 2000). Esse regime jurídico é o utilizado no Brasil.

Por meio da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), sabe-se que pessoas ou corporações procuram obter vantagens e que, apesar ou por causa de contratos estabelecidos entre as partes não é possível evitar atitudes oportunistas que um agente pode vir a ter em detrimento da riqueza do principal, devido a assimetria informacional entre o agente e o principal. Quanto maior a riqueza de informações, menor essa assimetria (NARDI; NAKAO, 2009). Supondo-se que uma controladora pode exercer pressão para que se faça uma determinada transação em seu benefício e em detrimento de uma controlada - por exemplo, vender uma mercadoria para a controlada a um preço acima do valor de mercado, mas com um prazo de pagamento longo - pode-se prever que transações entre partes relacionadas permitem ao gestor atuar com discricionariedade diante de procedimentos contábeis. Outro fator importante é a questão do gerenciamento de resultados. Pesquisando as firmas chinesas cotadas em bolsa, do período de 1998 a 2002, Jian & Wong (2010) encontraram evidências que o aumento de vendas para partes relacionadas está associado com o aumento do lucro operacional além de fazer com que empresas mantenham seus índices operacionais de forma satisfatória perante o mercado, ou seja, evitar o reporte de maus resultados. Vendas e compras são ferramentas em potencial para gerenciamento de resultado, seja para incrementar performance (KHANNA; YAFEH, 2005), seja para expropriar minoritários, o *tunneling*.

Em função do referencial acima, onde transações entre partes relacionadas podem influir nos resultados operacionais de uma empresa, sob a ótica da teoria da agência com a finalidade de gerenciar resultados, não obstante o impacto negativo que possa haver em uma controlada, neste estudo serão abordadas as seguintes hipóteses: Hipótese 1: quanto maior o volume de transações entre partes relacionadas feitas pela empresa controladora, melhor a sua performance operacional, no sentido de que o incremento dessas transações servem de ferramentas para gerenciamento de resultados.

Hipótese 2: empresas controladas mostram maus desempenhos operacionais quanto maior o volume de transações entre ela e sua controladora, com referência ao *tunneling*.

3 METODOLOGIA

A amostra utilizada consistiu em 315 empresas listadas na Bolsa brasileira a BMF&BOVESPA. Dentre essas empresas, algumas têm características puramente de controladoras e outras de controladas. Os dados dessas empresas foram coletados por meio da observação individual de cada empresa da amostra nas suas demonstrações financeiras. Em alguns casos, foram consideradas, para uma mesma empresa, transações como sendo de controladora e controlada ao mesmo tempo. O período utilizado foram os anos de 2008 e 2009.

As transações com partes relacionadas podem ser um instrumento eficiente para diminuir o custo de transação das empresas – e assim melhorar o seu desempenho operacional - por meio de um planejamento fiscal não evasivo que traga benefícios fiscais às empresas. Por exemplo, políticas de preços de transferência entre partes relacionadas se constituem em uma característica relevante de uma estratégia competitiva para a minimização legal da carga tributária (ROSSETO, 1998), a qual impacta diretamente no retorno sobre os ativos (ROA) das empresas.

Foi utilizado, para a regressão, um modelo empírico baseado nos estudos de Chen et al. (2009), da seguinte forma:

1. Variável dependente (Performance operacional): ROA;
2. Variáveis independentes (relacionadas a transações com partes relacionadas): vendas de bens e provisão de serviços, aquisições de bens e receita de serviços, vendas e compras de ativos, empréstimos, garantias, *lease*. No estudo, os valores de cada tipo de RPT são divididos pelo total de ativos para determinar a extensão de cada transação empenhada na companhia.
3. Variáveis de controle: o tamanho da empresa é medido por meio do log dos ativos totais; Dívida, taxa de crescimento da receita.

Foi utilizada regressão linear, usando as estimativas de Mínimos Quadrados Ordinários.

A equação é a seguinte:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 RP_Sales_{it} + \beta_2 RP_Purchase_{it} + \beta_3 RP_Asset_{it} + \beta_4 RP_Loanto_{it} + \beta_5 RP_Loanfr_{it} + \beta_6 RP_Guarantee_{it} + \beta_7 RP_Lease_{it} + \beta_8 RP_Other_{it} + \beta_9 DEBT_{it} + \beta_{10} SALES_{it} + \beta_{11} ASSET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

ROA é a medida de performance operacional obtida em função da divisão do lucro líquido e dos ativos; RP_Sales é o montante de vendas entre partes relacionadas dividido pelo ativo; RP_Purchase é a divisão das compras entre partes relacionadas pelo ativo; RP_Asset é o total de compra e venda de ativos entre partes relacionadas dividido da receita de despesas operacionais dividido pelos ativos; RP_Loanto são os saldos dos empréstimos concedidos entre partes relacionadas dividido pelos ativos da empresa; RP_Loanfr são os saldos dos empréstimos obtidos entre partes relacionadas dividido pelo ativos das empresas; RP_Guarantee são as hipotecas, fianças e hipotecas entre partes

relacionadas divididos pelos ativos; RP_Lease é o total de alugueis entre partes relacionadas dividido pelo ativo; RP_Other são as outras transações entre partes relacionadas dividido pelo ativo; DEBT é o total de empréstimos tomados, inclusive debêntures, dividido pelo ativo; SalesG é o crescimento das receitas operacionais em relação ao ano anterior; ASSET é o log dos ativos das empresas. Essas três últimas variáveis são variáveis de controle, utilizadas em função dos empréstimos e vendas dessas empresas cujos montantes devem ser observados levando em conta o tamanho da empresa.

3.1 Modelo Utilizando o Índice EBITDA

O modelo apresentado na equação (1) leva em conta, como índice de desempenho operacional, o retorno sobre os ativos (ROA). Entretanto, o método contábil que as empresas que investem em controladas e coligadas utilizam para o reconhecimento em seus balanços do valor do investimento é o método da equivalência patrimonial, o que faz com que o resultado e o patrimônio líquido do controlador já incorporem a sua parte nos resultados (IUDÍCIBUS et al., 2010).

Sendo assim, há o risco de que a variável ROA sofra os efeitos da utilização do referido método. Uma forma de se isolar esse risco e decompor esse efeito do ROA é a utilização do EBITDA, que é o resultado do lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização das empresas.

Portanto foi utilizada, também, outra variável dependente com a finalidade de agregar evidências para a análise dos efeitos das transações com partes relacionadas nas empresas brasileiras. Foi criada, então, a seguinte equação:

$$EBITDA_{it} = \alpha + \beta_1 RP_Sales_{it} + \beta_2 RP_Purchase_{it} + \beta_3 RP_Asset_{it} + \beta_4 RP_Loanto_{it} + \beta_5 RP_Loanfr_{it} + \beta_6 RP_Guarantee_{it} + \beta_7 RP_Lease_{it} + \beta_8 RP_Other_{it} + \beta_9 DEBT_{it} + \beta_{10} SALES_{it} + \beta_{11} ASSET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

EBITDA é o valor do resultado das empresas antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização. Neste modelo o EBITDA foi dividido pelo seu ativo, já excluindo o efeito da equivalência patrimonial.

As variáveis independentes e as de controle são as mesmas descritas na equação (1).

4 RESULTADOS OBTIDOS

4.1 Resultados Utilizando o ROA como Variável Dependente

As tabelas a seguir investigam a relação entre as transações com partes relacionadas e o retorno sobre os ativos das empresas controladoras através de regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO). É utilizada a variável dependente ROA (*return on asset*). Além das variáveis independentes, cujo

montante é dividido pelo ativo total da empresa em cada ano, são utilizadas as variáveis de controle relativas ao endividamento da companhia sobre o seu ativo (DEBT), o crescimento da sua receita do ano t para o ano $t-1$ (SALESG) e o log dos seus ativos totais (ASSET). O nível de significância corresponde a 5%. Em todas as tabelas foi usado o teste de White para as estatísticas- t em função da heteroscedasticidade.

Tabela 1 - Relação entre Transações com Partes Relacionadas e Retorno Sobre os Ativos – Principais Resultados

	1	2	3	4	5	6
	CONTROLADORA POOLED	CONTROLADORA 2009	CONTROLADORA 2008	CONTROLADA POOLED	CONTROLADA 2009	CONTROLADA 2008
RP_Sales	0,263 (0.92)	0,564 (0.82)	0,088 (1.46)	0.256** (2.56)	0.356*** (3.51)	0,176 (1.36)
RP_Purchase	0.214** (2.17)	0,157 (1.28)	0.314** (2.36)	0,192 (1.11)	0,082 (0.32)	0,248 (1.13)
RP_Asset	3,521 (1.14)	8,743* (1.83)	-0,179 (-0.52)	0,811 (0.83)	0,481 (0.35)	1,983 (1.39)
RP_Loanfr	-1,274 (-1.41)	-1,594 (-1.47)	-0.083*** (-13.16)	-0.045*** (-14.48)	-0.042*** (-8.47)	-0.050*** (-32.02)
RP_Loanto	0,319 (1.12)	0,082 (0.28)	-0,023 (-0.14)	-0,253 (-0.47)	-0,878 (-1.08)	0,206 (0.45)
RP_Guarantee	-0.089* (-1.81)	-0,196 (-1.55)	-0,015 (-1.49)	0,002 (0.02)	-0,029 (-0.17)	0,209 (0.98)
RP_Lease	-0,413 (-0.09)	0,985 (0.1)	1,626 (0.81)	-4,450 (-1.24)	-1,880 (-0.27)	-6.868*** (-5.35)
RP_Other	5,406 (1.51)	6,618 (1.54)	-4.379*** (-7.07)	-2,147 (-0.93)	-0,297 (-0.04)	-3,634 (-1.28)
DEBT	-0.243*** (-6.00)	-0.197*** (-5.11)	-0.227*** (-10.29)	-0.116*** (-8.89)	-0.099*** (-44.13)	-0.136*** (-188.53)
SALESG	-0.000** (-1.99)	0,000 (-0.50)	0,002 (0.23)	-0,003 (-0.79)	0,000 (0.08)	-0,040 (-1.24)
ASSET	0.213* (1.89)	0,314 (1.36)	0.077*** (3.70)	0.087*** (3.04)	0.102* (1.90)	0.066*** (3.77)
Intercepto	-1.208* (-1.74)	-1,831 (-1.28)	-0.413*** (-2.89)	-0.487** (-2.55)	-0.580* (-1.62)	-0.345*** (-3.07)
N	439	225	214	225	116	109
R ²	0,941	0,950	0,994	0,944	0,934	0,985

NOTA: CONTROLADORA são os resultados para controladoras. CONTROLADA são os resultados para controladas. RP_Sales é o montante de vendas dividido pelo ativo; RP_Purchase é a divisão das compras pelo ativo; RP_Asset é o total de compra e venda de ativos, menos receita de despesas operacionais dividido pelos ativos; RP_Loanto são os saldos dos empréstimos concedidos dividido pelos ativos das empresas; RP_Loanfr são os saldos dos empréstimos obtidos dividido pelo ativos das empresas; RP_Guarantee são as hipotecas, fianças e hipotecas divididos pelos ativos; RP_Lease é o total de aluguéis dividido pelo ativo; RP_Other são as outras transações entre partes relacionadas dividido pelo ativo; DEBT é o total de empréstimos tomados, inclusive debêntures, dividido pelo ativo; SalesG é o crescimento das receitas operacionais em relação ao ano anterior; ASSET é o log dos ativos das empresas. Essas três últimas variáveis são variáveis de controle. Os resultados apresentados nas colunas 1-6, usam o método dos mínimos quadrados ordinários e

estatísticas-t entre parênteses. Os níveis de significância são * para 10%; ** para 5% e *** para 1%.

Na tabela 1, a coluna 1 apresenta os resultados significativos das operações com partes relacionadas das controladoras nos anos de 2008 e 2009. A coluna 2 mostra esses resultados somente em relação ao ano de 2009 e a coluna 3 em relação ao ano de 2008. Na coluna 4 encontram-se os resultados mais significativos das operações com partes relacionadas dos anos de 2009 e 2008 das empresas controladas. A coluna 5 mostra os principais resultados das controladas para o ano de 2009 e a coluna 6 mostra os resultados significativos do ano de 2008. As variáveis de controle foram obtidas a um nível de significância de 5%.

Esses resultados foram obtidos dividindo o tipo de transação com parte relacionada com o ativo total da empresa. Por exemplo, o montante de transações com vendas de uma controladora para uma controlada durante o ano foi dividido pelo ativo total da empresa controladora. Esse resultado foi comparado com o resultado do retorno sobre os ativos e investigada a sua correlação.

Na coluna 1 da tabela 1 os resultados empíricos mostram que os coeficientes das transações com partes relacionadas relativas a compras realizadas pela controladora têm impacto positivo em seus resultados operacionais. Os coeficientes são significativos. Esses resultados confirmam parcialmente a hipótese 1 deste estudo, pois é possível que empresas controladas estejam a comprar com valores abaixo de mercado de suas controladas.

Com a finalidade de analisar mais profundamente os resultados das transações feitas pela controladora, foram gerados resultados independentes para os anos de 2008 e 2009. Nota-se que houve um resultado bastante significativo e positivo para o coeficiente de compras e transações com ativos em 2009 e de compras e empréstimos para controladas em 2008.

Por outro lado, vendas em 2009 não tiveram tanto impacto, ao contrário de compras. Esses resultados podem ter relação com a crise econômica global, cujo seu ponto mais crítico aconteceu de meados de 2008 até meados de 2009. Encontra-se, assim, evidências que para um melhor desempenho operacional na crise, as controladoras se utilizaram do recurso da transação com compras para melhorar o seu resultado, ao passo que tomaram mais recursos de suas controladas devido a crise de crédito, na qual os bancos interromperam suas operações de concessão de empréstimos.

Já com relação a compras, a transação de comprar com ou sem o expediente de preços menores ou prazos maiores, tem um efeito positivamente relacionado com o retorno sobre os ativos. Esse impacto é muito mais significativo na coluna 3, para o ano de 2008, corroborando para a hipótese da crise global mundial pode ter causado um aumento do endividamento das controladoras com as controladas, haja vista a escassez de crédito naquela época, tendo a controladora que recorrer ao caixa da controlada. Nesse caso, deve-se monitorar os movimentos futuros, quais sejam o efetivo pagamento a controlada ou o não pagamento.

As colunas 4, 5 e 6 mostram as mesmas análises sob a ótica da controlada. No período de 2009 e 2008 (pooled), os coeficientes das vendas tiveram um resultado positivamente relacionado com o retorno sobre os ativos das controladas. Esse resultado não corrobora com a hipótese 2. Entretanto, a transação com parte relacionada de tomada de empréstimos, Loan From, a uma correlação negativa com os resultados. A análise conjunta dessas duas variáveis pode sugerir gerenciamento de resultados, já que o aumento do nível de vendas melhora os índices da empresa, mas a tomada de empréstimos em condições anormais resulta na expropriação de recursos.

Vale ressaltar que tais resultados empíricos não são suficientes para uma análise definitiva, já que não foi possível inferir a quantidade de desembolso de caixa na empresa controlada para pagamento de empréstimos e o desembolso de caixa na empresa controladora para o pagamento das vendas efetuadas pela sua controlada.

Em 2009, novamente tendo a crise econômica global como base de explicação para a relação positiva do coeficiente vendas, nota-se um aumento significativo para esse coeficiente em relação a 2008. Entretanto o artefato de gerenciamento de resultados continua podendo encontrar uma correlação com os resultados encontrados. Apesar de não ser significativo em quantidade de transações, o tipo *lease* teve um significativo efeito negativo nos retornos da controladas em 2008, resultado não encontrado em 2009. Um fator explicativo para esse efeito pode ser a publicação de parecer – um dos primeiros – definindo o tratamento contábil para o arrendamento mercantil e operacional. Isso pode ter inibido a prática dessa transação com parte relacionada controladora, porque várias empresas controladoras deixaram de registrar o aluguel mercantil como receitas, não refletindo, como consequência, despesas na controlada.

4.2 Resultados Utilizando o EBITDA como Variável Dependente

A tabela 2 apresenta os resultados significativos da relação entre as transações com partes relacionadas e o lucro das empresas antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA). O EBITDA foi usado como variável dependente da regressão.

Tabela 2 - Relação entre Transações com Partes Relacionadas e Ebitda - Principais Resultados

	1	2	3	4	5	6
	CONTROLADORA	CONTROLADORA	CONTROLADORA	CONTROLADA	CONTROLADA	CONTROLADA
	POOLED	2009	2008	POOLED	2009	2008
RP_Sales	0.152*** (3.38)	0.208*** (5.05)	0.146** (2.09)	0,271 (1.20)	0.479*** (4.34)	0,094 (0.34)
RP_Purchase	0.314*** (5.51)	0.280*** (4.74)	0.318*** (3.33)	0,076 (0.38)	-0,199 (-0.64)	0,075 (0.40)
RP_Asset	2,230 (0.96)	5.474** (2.16)	-0,351 (-0.59)	0,289 (0.20)	0,141 (0.11)	-7.388*** (-3.02)
RP_Loanfr	0.022*** (4.11)	0.026*** (3.83)	-0,721 (-1.21)	-0.020*** (-5.59)	-1,692 (-1.29)	-0.024*** (-18.20)
RP_Loanto	0,113 (0.63)	-0.286** (-2.41)	0.304* (1.80)	-0,385 (-0.66)	-1,352 (-1.47)	0,109 (0.25)
RP_Guarantee	-0.034* (-1.80)	-0.056** (-2.50)	-0.032*** (-2.76)	9.199*** (45.13)		9.172*** (37.13)
RP_Lease	-0,534 (-0.28)	1,418 (0.65)	-3.796* (-1.68)	-6.241** (-2.21)	-7.209* (-1.67)	-9.464*** (-3.18)
RP_Other	-5.071* (-1.69)	-1,478 (-0.36)	-7.641* (-1.86)	7,638 (1.44)	16.608* (1.73)	10.505*** (3.56)
DEBT	-0,016 (-0.68)	0,021 (0.79)	-0.041* (-1.86)	0.018** (-2.31)	0,108 (1.16)	-0.0322*** (-53.29)
SALESG	-0.001*** (-12.62)	-0.001*** (-8.08)	0,000 (0.05)	-0,006 (-1.46)	-0.008* (-2.02)	-0,030 (-0.99)
ASSET	0.073*** (3.15)	0.062* (1.67)	0.074*** (3.11)	0.076** (1.88)	0,061 (1.22)	0.043*** (2.71)
Intercepto	-0.369** (-2.39)	-0,314 (-1.24)	-0.34** (-2.24)	-0,369 (-1.37)	-0,274 (-0.83)	-0,134 (-1.39)
N	381	195	186	175	90	85
R ²	0,139	0,197	0,212	0,534	0,379	0,889

NOTA: CONTROLADORA são os resultados para controladoras. CONTROLADA são os resultados para controladas. RP_Sales é o montante de vendas dividido pelo ativo; RP_Purchase é a divisão das compras pelo ativo; RP_Asset é o total de compra e venda de ativos, menos receita de despesas operacionais dividido pelos ativos; RP_Loanto são os saldos dos empréstimos concedidos dividido pelos ativos das empresas; RP_Loanfr são os saldos dos empréstimos obtidos dividido pelo ativos das empresas; RP_Guarantee são as hipotecas, fianças e hipotecas divididos pelos ativos; RP_Lease é o total de aluguéis dividido pelo ativo; RP_Other são as outras transações entre partes relacionadas dividido pelo ativo; DEBT é o total de empréstimos tomados, inclusive debêntures, dividido pelo ativo; SalesG é o crescimento das receitas operacionais em relação ao ano anterior; ASSET é o log dos ativos das empresas. Essas três últimas variáveis são variáveis de controle. Os resultados apresentados nas colunas 1-6, usam o método dos mínimos quadrados ordinários e estatísticas-t entre parênteses. Os níveis de significância são * para 10%; ** para 5% e *** para 1%.

A coluna 1 da tabela 2 apresenta os resultados significativos das operações com partes relacionadas das controladoras nos anos de 2008 e 2009. A coluna 2 mostra esses resultados somente em relação ao ano de 2009 e a coluna 3 em relação ao ano de 2008. Na coluna 4 encontram-se os resultados mais significativos das operações com partes relacionadas dos anos de 2009 e 2008 das empresas controladas. A coluna 5 mostra os principais resultados das

controladas para o ano de 2009 e a coluna 6 mostra os resultados significativos do ano de 2008. As variáveis de controle foram obtidas a um nível de significância de 5%. Esses resultados foram obtidos dividindo o tipo de transação com parte relacionada com o ativo total da empresa. Por exemplo, o montante de transações com vendas de uma controladora para uma controlada durante o ano foi dividido pelo ativo total da empresa controladora. Esse resultado foi comparado com o índice EBITDA e investigada a sua correlação.

Na coluna 1 os resultados empíricos mostram que os coeficientes das transações com partes relacionadas relativas a compras realizadas pela controladora têm impacto positivo em seus resultados operacionais. Os coeficientes são significativos. Esses resultados corroboram com os resultados encontrados usando o ROA como variável dependente e confirmam parcialmente a hipótese 1 deste estudo, pois é possível que empresas controladas estejam a comprar com valores abaixo de mercado de suas controladas.

Nos resultados específicos para os anos de 2009 e 2008 – colunas 2 e 3 respectivamente – nota-se que houve um resultado positivo para compras nos anos de 2009 e 2008. Nota-se que, com relação a vendas, houve um resultado positivo significativo 2009. Esses resultados evidenciam que as controladoras utilizaram as transações de compras com partes relacionadas para melhorar seu desempenho operacional.

Ao analisar as colunas 4, 5 e 6, que mostram os resultados encontrados sob a ótica da controlada, verifica-se que os coeficientes de vendas tiveram resultados positivamente relacionados com o índice EBITDA das empresas, principalmente no ano de 2009. Pode-se notar que no mesmo ano de 2009 há uma correlação negativa quando a transação é a tomada de empréstimos da controlada pela controladora, o que pode sugerir gerenciamento de resultados, já que mais vendas melhoram o índice operacional da empresa, mas a tomada de empréstimos pode embutir o significado de expropriação de recursos.

5 CONCLUSÃO

Os resultados empíricos analisados neste estudo indicam que empresas controladoras fazem uso de transações de compras com controladas para aumentar seus retornos operacionais, o que confirma parcialmente a hipótese 1 deste estudo.

Também foram encontradas algumas evidências de que o fornecimento ou o recebimento de garantias podem ser utilizados para transferência de recursos da controlada para a controladora.

Esses resultados empíricos vão ao encontro das conclusões obtidas em estudos internacionais como Chien et al., (2009), Aharony et al., (2010), Jian & Wong (2010), Cheung et al., (2008) que concluem que transações com partes relacionadas são importantes ferramentas para a potencialização de interesses de controladoras, gerenciamento de resultados e expropriação de recursos de minoritários.

Com relação ao papel das controladas, este estudo não chega a uma relação significativa entre transações com controladoras e gerenciamento de resultados como demonstra Aharony et al., (2010), mas identifica uma relação positiva entre vendas para controladas e o seu ROA e o EBITDA.

A crise econômica global iniciada em 2008 pode ter ocasionado efeitos no nível de empréstimos de controladoras para controladas devido a escassez de crédito na banca internacional.

Outro fator importante, limitante deste trabalho por não ter sido pesquisado, é a relação das transações com partes relacionadas nos períodos anteriores e posteriores a emissão de ações por parte das empresas listadas na bolsa. É importante investigar o tratamento, a eficiência e a finalidade que as empresas dão a transações entre partes relacionadas nesses períodos.

Transações com partes relacionadas podem ser um instrumento eficiente para diminuir o custo de transação das empresas por meio de uma política responsável de preços de transferência, otimização de recursos internos, competitividade em função de economia de escala, planejamento fiscal não evasivo entre outros benefícios. Ou seja, este estudo deve ser continuado para verificar se as empresas brasileiras seguem a tendência de *tunneling* e gerenciamento de resultados como costumam fazer as empresas chinesas e as americanas principalmente antes do lançamento da lei Sarbanes-Oxley (SOX) ou se estão partindo para um nível melhor de governança corporativa, com o conseqüente sucesso da legislação do CPC e CVM.

REFERÊNCIAS

AHARONY, Joseph; WANG, Jiwei; YUAN, Hongqi. Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. **J. Account. Public Policy**, v.29, 2010, p.1-26.

BERKMAN, Henk; COLE, Rebel A.; FU, Lawrence J. Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 1, 2009, p. 141-156.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. 1 ed. 6 reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

CARDOSO, Ricardo Lopes; SILVA, Marcelo Adriano; TENÓRIO, Fernando Guilherme, SARAIVA, Enrique Jeronimo. **Regulação da contabilidade e regulação contábil: teorias e análise da lei nº 11.638/07**. 2008. Disponível em: http://www.congressocfc.org.br/hotsite/trabalhos_1/340.pdf.

CHEN, Yenpao; CHEN, Chien-Hsun; CHEN, Weiju. The impact of related party transactions on the operational performance of listed companies in China. **Journal of Economic Policy Reform**, v. 12, n. 4, 2009, p.285-297.

CHEUNG, Yan-Leung; QI, Yuehua; RAU, Raghavendra; STOURAITIS, Aris. **Buy High, Sell Low: How Listed Firms Price Asset Transfers in Related Party Transactions**. 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1286883>>.

_____**COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS**.2008. Disponível em <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC05R1_final.pdf>;<<http://www.cpc.org.br/pdf/PC18final.pdf>>.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; CORRAR, Luiz João. A Concentração de Controle Acionário e a Política de Dividendos das Empresas Listadas na Bovespa: Uma Abordagem Exploratória à Luz da Teoria da Agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**. v. 1, n. 1, 2007, p.10-23.

DAMODARAN, Aswath.**Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação de Qualquer Ativo**.1 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

GORDON, Elizabeth A.; HENRY, Elaine; PALIA, Darius.**Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value**. 2004.EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 4377; AFA 2006 Boston Meetings Paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=558983>>.

GORDON, Elizabeth A.; HENRY, Elaine; LOUWERS, Timothy J.; REED, Brad J. Auditing Related Party Transactions: A Literature Overview and Research Synthesis. **Accounting Horizons**, v.21, n. 1, 2007, p.81-102

HENRY, Elaine; GORDON, Elizabeth A.; REED, Brad; LOUWERS, Tim.**The Role of Related Party Transactions in Fraudulent Financial Reporting**.2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=993532>>.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo.**Manual de Contabilidade Societária**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, M.; MECKLING, W.H.Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976, p.305-360.

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

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael;LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei.Tunneling. **The American Economic Review**,v.90, n. 2, 2000, p.22-27.

KHANNA, Tarun; YAFEH, Yishay, 2005. Business Groups and Risk Sharing Around the World. **Journal of Business**,v. 78, n. 1, 2005, p.301-340.

LEAL, Ricardo Pereira; CARVALHAL DA SILVA, André; VALADARES, Silvia. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, pp. 7-18, 2002.

MATIAS-PEREIRA, José.A economia brasileira frente à crise financeira e econômica mundial.**Observatorio de la Economía Latinoamericana**, n. 116, 2009.

MONTEIRO, Luciana. Jardim Botânico fará gestão de Brasil para fundo francês. **Valor Econômico**, (16 Mar. 2011), D2.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; NAKAO, Silvio Hiroshi. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v.20, n.50, 2009, p. 77-100.

ROSSETO, Vicente. Preços de Transferência: Comentários á Lei nº 9.430/96. **Caderno de Estudos, São Paulo, FIECAFI**, v.10, n.17, p. 79-85.

ROTHSCHILD, Michael. Shareholders Pay for ROA. **Strategic Finance**, v.88, n.5, 2006, p. 27-31.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v.52, n.2, 1997, p. 737-783.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; PRADO, Viviane Muller; SASSO, Rafael. 2008. **Related Party Transactions: Legal Strategies and Associations with Corporate Governance and Firm Value in Brazil**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1307738>>.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado em Administração); São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

TORRES, Fernando. Blitz nos balanços. **Valor Econômico**, (22 Fev. 2011), D1.

WATANABE, Marta. Prejuízos em 2008 e 2009 geram dedução e reduzem arrecadação de IR. **Valor Econômico**, (09 Jan. 2011), E1.