

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –  
FECAP**

**MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

**CLEBER ROBERTO DOS SANTOS**

**TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS,  
GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS  
EMPRESAS BRASILEIRAS**

**São Paulo**

**2017**

**CLEBER ROBERTO DOS SANTOS**

**TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS, GOVERNANÇA  
CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio  
Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a  
obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da  
Silveira**

São Paulo

2017

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

**FICHA CATALOGRÁFICA**

S237t Santos, Cleber Roberto dos  
Transações entre partes relacionadas, governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras / Cleber Roberto dos Santos. - - São Paulo, 2017.  
28 f.  
Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira.  
Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Administração.  
1. Governança Corporativa. 2. Desempenho. 3. Empresas - Avaliação.

**CDD 658.046**

**CLEBER ROBERTO DOS SANTOS**

**TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS, GOVERNANÇA  
CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**COMISSÃO JULGADORA:**

---

**Prof. Dr. André Antunes Soares de Camargo**  
**Insper**

---

**Prof. Dr. Joelson Sampaio**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

---

**Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**  
**Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, de de 2017.**

## **Dedicatória**

## **Agradecimentos**

Primeiramente à Deus.

Ao professor Alexandre Di Miceli da Silveira, pela orientação e apoio durante a elaboração deste trabalho.

Aos professores Joelson Sampaio e André Antunes Soares de Camargo pelas valiosas contribuições oferecidas na qualificação.

A todos os demais professores do mestrado que de alguma forma contribuíram para minha formação.

Aos colegas do mestrado, que durante dois anos compartilharam seu tempo e conhecimento, os quais com certeza me agregaram muito. Neste ponto quero destacar os alunos Valter Carvalho e Daniel Maldonado que com certeza se tornaram meus amigos para a vida toda.

Aos meus amigos que direta ou indiretamente contribuíram para que eu chegasse a este ponto.

A minha família pelo apoio durante toda a minha vida. Aqui quero destacar Madalena Biasin, Claudio Biasin, Humberto Biasin, Renata Barry, Ricardo Barry, Giovana Biasin e Henrique Barry, os quais me deram inestimável suporte durante todo o processo.

Ao pai que a vida me ofereceu Eliseu Forte, pela dedicação e cobrança que contribuíram muito para meu desenvolvimento pessoal e profissional.

À minha mãe pelo empenho e doação para minha formação em tempos difíceis e por seu amor que com certeza são imprescindíveis a cada passo de minha vida.

Aos meus filhos Carlos Eduardo e Maria Luiza, que a cada dia me abastecem e me enriquecem por sua existência, fazendo com que sempre eu procure ser o melhor de mim. Inúmeras foram as vezes que as 3 ou 4 da manhã fui até o quarto de vocês e após sorrir contemplando a beleza de sua existência me senti orgulhoso e renovado para mais um dia.

Por fim, a minha estimada esposa Paula Biasin, pela paciência, compreensão, amizade, carinho e companheirismo, que durante os quase 24 meses de curso me fortaleceram. Agradeço pelo apoio incondicional, pelo presente de cada dia que é estar ao seu lado e por me fazer tão feliz.

## Resumo

O presente trabalho investiga a relação entre transações entre partes relacionadas e o desempenho das companhias brasileiras. Adicionalmente, é analisada a relação da incidência destas transações e as práticas de governança corporativa. Para mensurar estas relações utilizou-se do modelo de dados em painel para uma amostra de 107 empresas no período de 2011 à 2015. Os resultados indicam que as transações entre partes relacionadas são frequentemente utilizadas e possuem montantes significativos nas empresas que compõem a amostra. Verificou-se um aumento substancial na incidência e valor destas operações entre 2011 e 2014, com um decréscimo de mesma proporção em apenas um ano em 2015, relacionado possivelmente pela divulgação da nova instrução CVM 552/14, que passou a vigorar em 2015. Adicionalmente, observou-se relação negativa e significativa entre o desempenho das companhias e a relevância das transações entre partes relacionadas frente o ativo e a receita das empresas. Além disso, foi observada relação negativa e significativa entre governança corporativa e a variável relativa a transações entre partes relacionadas com o ativo total das companhias. No geral, os resultados da pesquisa corroboram com a hipótese de conflito de interesse, indicando possível desaprovação do mercado para as transações entre partes relacionadas e/ou entendimento do potencial mecanismo para expropriação dos minoritários propiciados por tais transações.

**Palavras-chave:** Transações entre partes relacionadas; Governança corporativa; Custos de agência; Hipótese de conflito de interesse e hipótese das transações eficientes.

## **Abstract**

This paper investigates the relationship between related party transactions and firm performance for Brazilian companies. Additionally, we analyze the relationship between these transactions and corporate governance quality. In order to measure these relationships, it was adopted a statistical model of panel data for a sample of 107 companies in the period from 2011 to 2015. The results indicate that related party transactions are frequent and have significant amounts among the companies in our sample. There was a substantial increase in the incidence and value of these operations between 2011 and 2014, with a same proportion decrease in 2015, that is possibly related to the disclosure of new instruction CVM 552/14, which became effective in 2015. Furthermore, we found a negative and significant relationship between the firm performance and the financial relevance of the related party transactions. Furthermore, a negative and significant association was observed between corporate governance and related party transactions. Overall, the results corroborate the conflict of interest hypothesis, it indicating a possible market disapproval for related party transactions and/or an understanding of the potential of minority shareholder expropriation mechanism provided by such transactions.

**Key-words:** Related party transactions; Corporate governance; Agency costs; Conflicts of interest hypothesis and efficient transactions hypothesis.



## 1 Introdução

Transações entre partes relacionadas (RPT – acrônimo de “*Related Party Transactions*”) são operações empresariais, com motivações e consequências interdisciplinares, que são cada vez mais discutidas por agentes reguladores, agentes econômicos e pela academia ao redor do mundo (Camargo, 2014).

Escândalos recentes como os da Enron (2001), Tyco (2002), Parmalat (2003), Agrenco (2008), Brasil Ecodiesel (2008), Petrobras (2009), Brasil Agro (2009), Dasa (2009), JBS (2010) e Banco Panamericano (2010) aumentaram consideravelmente a preocupação a respeito do tema, mas, embora as RPTs tenham sido responsáveis ou base potencializadora para estes casos, tais transações não são necessariamente fraudulentas ou ilegais. Além disso, não existe consenso sobre o efeito de tais transações sobre o valor das empresas.

Os principais trabalhos analisam os efeitos das RPTs a partir de duas hipóteses: a hipótese de conflitos de interesse e a hipótese de transações eficientes. A primeira pressupõe que as transações entre partes relacionadas são mecanismos que permitem a expropriação de riquezas dos acionistas minoritários. Já a segunda propõe que, mediante a redução de assimetria de comunicações e custos de agência, estas operações são benéficas às empresas que as praticam (Gordon, Henry, & Palia, 2004).

Estudos como os de Khana e Palepu (2000) na Índia, Gordon et al. (2004) nos Estados Unidos e Cheung, Jing, Lu, Rau, & Stouraitis (2009) na China, encontram resultados mais alinhados a hipótese de conflito de interesses. Por outro lado, Ryngaert e Thomas (2007), Moscariello (2012) e Chien e Hsu (2010), no mercado americano, italiano e chinês, respectivamente, encontram indícios que corroboram com a hipótese das transações eficientes.

Embora as duas hipóteses sejam validadas em estudos pelo mundo, há indícios de que boas práticas de governança corporativa melhoram o resultado ou inibem a incidência de tais transações nas empresas (Chien & Hsu, 2010; Gordon et al., 2004; Silveira, Prado, & Sasso, 2008). Os estudos no Brasil, como os de Silveira et al. (2008), Oda (2011) e Souza (2014), apontam resultados mais alinhados à hipótese do conflito de interesses de Gordon et al. (2004), justificados pelo ambiente de alta concentração acionária e pela regulação deficiente.

Nesse contexto, visando colaborar para discussão ainda incipiente no Brasil, este trabalho tem por objetivo, analisar o efeito das RPTs sobre o desempenho das empresas do mercado brasileiro. Além disso, como objetivo secundário, deseja-se analisar a relação entre a

incidência de tais transações e a presença de boas práticas de governança corporativa. Deste modo, estabelece-se a seguinte questão de pesquisa: Qual o efeito das transações entre partes relacionadas sobre o desempenho das empresas brasileiras? Para tal, são analisados dados referentes as RPTs das 150 maiores empresas brasileiras por valor de mercado, para o período de 2011 à 2015. Sob esta ótica, visa-se verificar: (i) se existe relação entre a incidência de RPTs e o desempenho das empresas brasileiras; (ii) se o cenário brasileiro está alinhado a hipótese de conflito de interesse ou de transações eficientes; e (iii) se existe relação entre a incidência de tais transações e boas práticas de governança corporativa nas companhias.

Após esta seção introdutória, este trabalho apresenta uma seção com o Referencial Teórico. Em seguida é detalhada a metodologia utilizada e posteriormente os resultados obtidos. Por fim, são apresentadas as conclusões do trabalho.

## **2 Referencial Teórico**

Esta seção apresenta os conceitos de transações entre partes relacionadas, sua abordagem legal e regulatória, bem como principais estudos relacionados ao tema, visando apresentar os efeitos relacionados a tais transações nas companhias. Além disso, serão apresentados conceitos de Governança Corporativa, os conflitos de agência entre controladores e minoritários e os mecanismos que podem ser utilizados para mitigar tais conflitos frente a utilização de RPTs.

### **2.1 Transações entre partes relacionadas**

A BM&FBOVESPA define partes relacionadas como “pessoas físicas ou jurídicas com as quais a companhia tenha possibilidade de contratar em condições que não sejam as de independência que caracterizam as transações com terceiros alheios à Companhia” (BM&FBovespa, 2016, p. 4). O Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, estabelece transações entre partes relacionadas como “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” (CPC, 2010, p. 4).

Já Camargo (2014, p. 75), alertando sobre a amplitude conceitual e aspectos multidisciplinares do tema, traz uma abordagem mais completa. O autor considera transações entre partes relacionadas como toda e qualquer relação contratual, formal ou não, estabelecida entre pessoas físicas e jurídicas ligadas a um grupo de fato, que se manifestam por força de um poder de controle advindo de uma já existente relação societária, contratual, gerencial ou

pessoal (familiar ou relativa a qualquer outro vínculo afetivo), cuja influência traz, na prática, uma unidade econômica nas ações e no processo de tomada de decisão que afeta o agrupamento empresarial como um todo.

Ryngart e Thomas (2007), postulam que “transações com partes relacionadas são mecanismos potenciais de expropriação de acionistas pelos executivos através de auto-negociação”. Uma lista de casos como os da Enron (2001), Tyco (2002), Parmalat (2003), Agrenco (2008), Brasil Ecodiesel (2008), Petrobras (2009), Brasil Agro (2009), Dasa (2009), JBS (2010) e Banco Panamericano (2010), validam tal proposição, bem como a atualidade e dimensão do tema (Camargo, 2014; Oda, 2011; Silveira et al., 2008).

Por outro lado, com base nos estudos de Kraakman (2009) e McCahery e Vermuelen (2008), Camargo (2014) consolida uma lista dos motivos pelos quais tais transações são lícitas, a saber: (a) tal contratação pode ser a única opção de contratação disponível; (b) não há divulgação de informações sigilosas a terceiros; (c) ela contempla termos mais favoráveis e menos onerosos para suas partes; (d) há menos risco de descumprimento envolvido; (e) os benefícios da contratação são aproveitados também por parte de outras sociedades pertencentes a um mesmo grupo; (f) sua simples proibição não tiraria incentivo para *steal-and-run* transactions, que podem ser realizadas por outras formas; (g) baixo custo de capital; e (h) vantagens tributárias.

Como pode ser observado, não existe consenso sobre a definição, manifestação e efeito das transações entre partes relacionadas nas empresas. Camargo (2014), cita que tal indefinição se estabelece em virtude da criatividade humana, e das mais variadas formas de relacionamento que coexistem nas organizações, muitas delas de difícil percepção, exceto para seus próprios agentes.

Analisando pelo viés regulatório, ainda Camargo (2014), discorre que tais transações podem ser vistas de três formas: (a) como uma prática ilícita de favorecimento para determinados agentes (acionista controlador e/ou administrador), verdadeira modalidade de abuso de poder de controle; (b) como mera prática de governança corporativa não recomendável, pela situação de conflito de interesse que normalmente gera; ou (c) como ferramenta eficiente de organização interna em um grupo empresarial.

A mesma indefinição de tendência pode ser observada nos trabalhos acadêmicos. Alguns trabalhos encontram evidências de que as RPTs são ruins para as companhias e não são bem vistas pelo mercado dado o potencial para expropriação de riquezas dos acionistas minoritários. Contudo, existem evidências de que tais transações são benéficas para as empresas que as praticam mediante a redução de assimetria de comunicações e custos de

agência. Gordon et al. (2004) denominam as duas linhas de estudo em questão como hipótese de conflitos de interesse e a hipótese de transações eficientes, respectivamente.

Camargo (2014, p. 261) aponta que apesar dos estudos apontarem fortes indícios de conflito de interesse e até uso fraudulento dessas transações, não se pode afirmar, cientificamente, que elas não possam ser empregadas como uma eficiente e salutar ferramenta de organização empresarial, trazendo diversos benefícios lícitos aos seus contratantes e demais afetados por seus efeitos.

Por fim, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, em sua carta diretriz sobre transações entre partes relacionadas aponta que tais transações são justificáveis desde que agreguem valor mediante a diminuição de custos de transações dado relacionamento estabelecido entre as partes. Contudo, no mesmo material, o instituto alerta sobre os possíveis impactos negativos das RPTs em razão do conflito de interesses e custos de monitoramento. Além disso, neste mesmo documento, o instituto em questão, recomenda que administradores e sócios devem observar as melhores práticas de Governança Corporativa na contratação de RPTs e, assim, zelar pelo interesse da companhia, preservada a equidade entre todos os sócios. (IBGC, 2014).

Neste sentido, o tópico a seguir aborda a Governança Corporativa pelo prisma da teoria de agências, destacando os mecanismos que podem ser utilizados para mitigar potenciais problemas advindos das realizações de transações entre partes relacionadas nas organizações.

## **2.2 Governança corporativa**

Silveira (2015, p. 6) conceitua governança corporativa como conjunto de atividades de acultramento e mecanismos – internos ou externos, de incentivo ou controle - que visam fazer com que: (1) do ponto de vista interno, as pessoas tomem decisões no melhor interesse de longo prazo da organização, cumpram as regras e se comportem de forma ética; e (2) do ponto de vista externo, as empresas sejam transparentes com seus *stakeholders* e assegurem os direitos plenos a todos os seus acionistas de forma equitativa.

Jensen e Meckling (1976), em seu trabalho seminal, discorrem sobre os potenciais conflitos oriundos da relação agente-principal, os quais originam-se da possibilidade dos agentes agirem em benefício próprio em detrimento do melhor interesse do principal. Este conflito, pode ser visualizado na relação entre administradores (agentes) e acionistas (principal), ou, em um ambiente de proteção legal aos investidores deficiente, como é

considerado o caso do Brasil, na relação entre controladores (agentes) e minoritários (principal). Neste sentido, Oda (2011) discorre sobre a tendência de os investidores ampliarem suas participações em ambientes com fraca proteção legal, visando a garantia de seus direitos. A autora alerta sobre o possível efeito entrenchamento oriundo deste movimento, onde um acionista controlador (ou bloco de controle) pode, a partir de certo percentual de participação, passa a priorizar decisões que maximizam sua utilidade pessoal invés de ações benéficas a empresa, obtendo os chamados benefícios privados de controle.

Sob fundamentação da teoria de agências, diversos artifícios podem ser utilizados pelos administradores e/ou controladores para expropriar riqueza das companhias. Neste sentido, Silveira et al. (2008) alertam sobre o potencial das RPTs para conflitos de interesses entre acionistas e administradores ou entre acionistas controladores e minoritários. Em contraponto a tal afirmação, ainda de acordo com a teoria de agências, mecanismos de governança corporativa são mecanismos econômicos e legais que podem ser alterados para diminuir os conflitos de interesses, que estabelecem garantias aos fornecedores de recursos sobre o recebimento de seus investimentos (Shleifer & Vishny, 1997). Alinhado a tal afirmação, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998), ao estudar governança corporativa pela ótica legal, evidenciam que a proteção legal dos investidores está relacionada a estrutura de propriedade e práticas de governança das empresas.

Gordon et al. (2004) citam que, para controlar potenciais custos de agência oriundos da relação entre administradores e acionistas, as companhias podem lançar mãos a vários mecanismos de governança corporativa. Silveira (2015) divide os mecanismos de governança corporativa como internos e externos. Os mecanismos internos são: conselho de administração, sistema de remuneração, concentração acionária e atuação dos acionistas, e estrutura de capital. Já os mecanismos externos são: proteção legal, possibilidade de aquisição hostil, grau de competição no mercado e transparência e fiscalização dos agentes de mercado.

Oda (2011), enfatiza sobre a necessidade de existência em conjunto destes mecanismos para mitigação de conflitos de agência. A autora acrescenta que tais conflitos são agravados pela existência de assimetria informacional, as quais podem ser reduzidas com a divulgação de informações, preparadas em consonância aos princípios e normas contábeis, aumentando a abertura de informações relevantes sobre a empresa (*disclosure*) e conseqüentemente a credibilidade da empresa perante os interessados, objetivos os quais, estão alinhadíssimos com as recomendações de boa governança corporativa.

A seção a seguir apresenta alguns estudos sobre transações entre partes relacionadas ao redor do mundo, os quais permeiam a hipótese do conflito de interesses e de transações

eficientes de Gordon et al. (2014) já mencionadas neste trabalho, bem como a influência da governança corporativa sobre o efeito de tais transações.

### 2.3 Estudos sobre o tema

Conforme citado anteriormente existem evidências sobre as duas hipóteses a respeito do efeito das RPTs ao redor do mundo – hipótese de conflito de interesse e hipótese de transações eficientes. A seguir serão citados alguns trabalhos também referenciados nos estudos de Oda (2011) e na obra de Camargo (2014):

Gordon et al. (2004), encontram evidências de relação negativa tanto entre a frequência quanto ao volume financeiro das RPTs, e o retorno ajustado das companhias. Contudo os autores encontram relação negativa entre qualidade de governança corporativa e utilização de grandes volumes de RPTs.

Em (2005), Gordon e Henry, analisando companhias americanas anterior a edição da SOX, concluem que: (a) as RPTs são muito comuns no ambiente americano; (b) prevaleciam transações operacionais não financeiras entre tais sociedades; (c) mecanismos fracos de governança corporativa estão associados a mais transações entre partes relacionadas e a maiores valores envolvidos. (d) os resultados ajustados do ramo de atividade no qual está inserida a companhia não são diretamente associados às transações entre partes relacionada e a maiores valores envolvidos. Neste mesmo trabalho os autores afirmam que os acionistas não só não se beneficiam das RPTs, como também são lesados por elas.

Ainda no mercado americano Ryngaert e Thomas (2007), analisando 234 empresas de médio porte, entre 1999 e 2000, citam que transações entre partes relacionadas não são necessariamente maléficas aos demais acionistas da companhia. Os resultados encontrados pelos autores apontam que a existência das RPTs está negativamente relacionada ao valor da empresa e sua performance, no momento anterior a sua abertura de capital ou a parte se tornar relacionada a outra, e, positivamente relacionado após abertura de capital e uma parte passar a ser relacionada a outra.

No mercado Europeu, destaque para o estudo de Moscariello (2012), também encontra evidências da grande incidência de transações entre partes relacionadas na Itália, as quais segundo o autor possuem papel importante na execução dos negócios do grupo. Contudo o autor não encontra relação significativa que indiquem que tais transações sugiram comportamento oportunista e incentivos para *tunneling*. Alertando sobre a possibilidade do uso das RPTs como ferramenta para extração dos chamados benefícios privados de controle,

bem como outros conflitos de interesse, o autor enfatiza as vantagens da celebração destas transações em grupos.

Khanna e Palepu (2000), ao analisarem empresas indianas, afirmam que devido a problemas de agência e assimetria informacional, gerada pelo mau funcionamento de instituições econômicas e legais, os grupos econômicos têm maior potencial para gerar benefícios ou destruir valor das suas empresas afiliadas. Os autores encontram evidências de que o desempenho das empresas, medidos pelo Q de Tobin e ROA, cai à medida que o grupo se torna mais diversificado. Além disso, os autores encontram que empresas pertencentes a grupos empresariais possuem melhores desempenhos que as não filiadas, sugerindo que transações entre partes relacionadas são benéficas para organizações, dado sua maior ocorrência em grupos empresariais.

Cheung et al. (2009), analisando companhias abertas chinesas entre 2001 e 2002, evidencia maior incidência de RPTs com objetivo de expropriação de acionistas minoritários do que transações para simples reorganização de ativos e valores entre empresas do mesmo grupo. Além disso, o trabalho aponta menor divulgação de informações ao mercado para as transações do primeiro grupo.

Outro importante trabalho no mercado asiático é o de Chien e Hsu (2010), que analisando mais de 6 mil companhias de Taiwan, entre 1997 e 2006, encontram evidências que contrapõem a grande maioria dos resultados encontrados pelo mundo. Os autores defendem que a existência e funcionamento de grandes empresas de auditoria e conselhos de administração independentes, minimizam os potenciais impactos causados pelas RPTs e trariam resultados positivos as empresas, reforçando assim, a hipótese de que tais transações são eficientes.

No Brasil, destaque especial ao trabalho de Silveira et al. (2008), onde em um trabalho pioneiro sobre no país, trazem contribuições preciosas ao estudo do tema. No aspecto jurídico, os autores identificam as principais estratégias jurídicas para disciplinar as RPTs no país, sendo elas: (a) transparência obrigatória de informações por regras estabelecidas pelo CPC, CVM e níveis de listagens especiais da BM&FBovespa; e (b) regras de conduta com análise *ex post*. Do ponto de vista quantitativo, os autores evidenciam que transações entre partes relacionadas são operações com alto potencial de incidência de conflitos de interesses entre acionistas e administradores ou entre acionistas controladores e não controladores (minoritários). Os autores observam uma relação negativa entre valor relativo de mercado das empresas e utilização de RPTs. Ainda no mercado brasileiro, resultado similar é observado

para as RPTs financeiras no trabalho de Oda (2011), ao analisar 123 companhias listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa.

Por fim, analisando resultado de uma das questões do formulário contido no estudo anual da Revista Capital Aberto denominado Anuário de Governança Corporativa das Companhias Abertas, observa-se, conforme citado por Camargo (2014), que a falta de transparência sobre o tema continua sendo um problema nas companhias abertas brasileiras. A questão referida é: “Há regras claras e formais para operações com partes relacionadas? ”. Abaixo tabela com resultados apresentados pelas empresas entre 2009 e 2013:

Tabela 1  
**Evolução da aderência a regras formais para RPTs**

Ano	2009	2010	2011	2012	2013
% da amostra que possuem regras formais para operações com partes relacionadas.	7,5%	36,4%	20,21%	18%	23%

Conforme pode ser observado nesta seção não existe consenso sobre o efeito das transações entre partes relacionadas ao redor do mundo. Contudo pode ser observado que a legislação do país, presença de órgãos reguladores e os mecanismos de governança corporativa adotados pelas empresas, podem melhorar o efeito destas transações sobre a performance da empresa, bem como a percepção do mercado sobre tais.

### 3 Metodologia

#### 3.1 Classificação da pesquisa

Do ponto de vista da natureza, a pesquisa é classificada como aplicada, pois aborda a utilização de práticas dirigidas à solução de problemas específicos. Quanto aos objetivos a pesquisa é descritiva com uma abordagem quantitativa, dado estudo de relações entre variáveis sob uma ótica quantificável. Por fim, do ponto de vista dos procedimentos técnicos a pesquisa é classificada como experimental, pois objetiva a análise dos efeitos das variáveis de um modelo sobre o objeto de estudo.

#### 3.1 Seleção da amostra



A amostra da pesquisa compreende inicialmente as 150 maiores empresas por valor de mercado listadas na BM&FBovespa no ano de 2015. A amostra em questão foi constituída em três etapas: inicialmente foram selecionadas as empresas com maior valor de mercado, para o exercício de 2015, do banco de dados do Economática. Posteriormente, da mesma base, foram coletadas as demais informações financeiras - ativo total, receita líquida, alavancagem, crescimento, liquidez e tangibilidade - das 150 maiores empresas no período entre 2011 e 2015. Por fim, na seção empresas listadas do site da BM&FBovespa são disponibilizados os formulários de referência das companhias, onde foram colados os dados referentes as transações entre partes relacionadas, divulgadas no item 16.2 desses formulários.

Mediante a diversas inconsistências encontradas nos dados algumas empresas foram descartadas da amostra. Esta dificuldade também foi relatada em trabalhos similares como o de Silveira et. al (2008) e Oda (2011). Dentre as principais inconsistências nos dados destacam-se: (i) não divulgação de dados sobre transações entre partes relacionadas para pelo menos 1 dos anos do período de análise (20 empresas); (ii) não divulgação de informações financeiras para o período (25 empresas); e (iii) dados incoerentes, preenchidos em campo incorreto, divulgado em formato diferente e/ou simplesmente zerados (11 empresas). Para evitar a eliminação de todas estas empresas do estudo e consequentemente uma grande diminuição no número de observações, optou-se por utilizar o procedimento de painel desbalanceado, dado que em alguns casos apenas algumas variáveis da amostra apresentam dados faltantes para um período específico. Deste modo a amostra final foi composta por 107 empresas para o período de 2011 e 2015, sendo que para 2011, 2014 e 2015 a série possui 103, 106 e 105 observações respectivamente, e para 2012 e 2013 a série está completa.

### **3.3 Resumo das variáveis de estudo**

Conforme citado anteriormente, o objetivo deste trabalho é analisar o efeito das RPTs sobre o desempenho das empresas. Para tal, como proxy para variável desempenho, foi escolhido o VMAT, o qual é composto pelo valor de mercado dividido pelo ativo total.

Já para análise do efeito das RPTs foram selecionadas 4 variáveis: valor absoluto das RPTs, quantidade de RPTs, valor absoluto das RPTs dividido pela receita e valor absoluto das RPTs dividido pelo ativo total.

A tabela a seguir apresenta as variáveis utilizadas neste estudo de forma resumida:

Tabela 2  
Resumo das Variáveis do Estudo

Variável	Descrição	Operacionalização
VMAT	Desempenho	$VMAT = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Ativo Total}}$
l_RPT	Valor das transações entre partes relacionadas	L_RPT = Log da soma do valor absoluto de todas as RPTs disponibilizadas na seção 16.2 do formulário de referência de cada companhia.
qRPT	Quantidade das transações entre partes relacionadas	qRPT = Contagem de RPTs disponibilizadas na seção 16.2 do formulário de referência de cada companhia.
RPT/REC	Relevância das RPTs em relação a receita.	$vRPT/Rec = \frac{vRPT}{\text{Receita Líquida}}$
RPT/AT	Relevância das RPTs em relação ao ativo total.	$vRPT/Rec = \frac{vRPT}{\text{Ativo Total}}$
dGov	Nível de governança corporativa	Variável <i>dummy</i> referente ao nível de governança corporativa da companhia que recebe 1 caso a companhia seja aderente Novo Mercado ou ao Nível 2 da BM&FBovespa e 0 caso contrário.
Tam	Tamanho	$\ln(\text{Ativo Total})$
Cresc	Crescimento	$Cresc = \frac{\text{Receita Líquida}_t}{\text{Receita Líquida}_{t-1}} - 1$
Liq	Liquidez	$Liq = 100 \times \left(\frac{p}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{v}{V}\right)}$ Fórmula Economática
Tang	Tangibilidade	$Tang = \frac{\text{Ativo Imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$
Alav	Alavancagem	$Alav = \frac{\text{Dívida Financeira Total}}{\text{Ativo Total}}$
Setor	Setor Economática	Variável <i>dummy</i> que recebe o valor 1 caso a companhia pertença a um determinado setor e 0, caso contrário.
Ano	Ano	Variável <i>dummy</i> que recebe o valor 1 caso a observação pertença a um determinado ano e 0, caso contrário.

Devido à grande dispersão dos valores apresentados optou-se pela utilização do logaritmo natural do montante total de algumas variáveis do estudo, são elas: valor das transações entre partes relacionadas (VRPT) e ativo total, as quais serão respectivamente referenciadas por  $\ln\_VRPT$  e Tam.

### 3.4 Modelo econométrico

A proposta de pesquisa baseia-se na análise da relação entre transações entre partes relacionadas e o desempenho das companhias brasileiras, frente a hipóteses de conflito de interesse e hipótese das transações eficientes proposta por Gordon et al. (2004).

- H1: existe relação significativa entre o desempenho das companhias e o valor das transações entre partes relacionadas;
- H2: existe relação significativa entre o desempenho das companhias e a quantidade de transações entre partes relacionadas;

De acordo com as variáveis apresentadas na seção anterior, visando entendimento das relações entre as mesmas para validação das hipóteses estabelecidas, optou-se pela utilização de um modelo de dados em painel, que, conforme citado por Oda (2011), é uma técnica muito utilizada quando se pretende controlar características constantes não observadas no tempo, e que podem estar correlacionadas com as variáveis explicativas do modelo (Wooldridge, 2010).

Para composição deste modelo, assumiu-se como variável dependente o desempenho das companhias (VMAT) e como independentes 2 variáveis absolutas referentes ao valor e a quantidade de transações entre partes relacionadas, e outras 2 variáveis relativas da proporcionalidade de RPTs com o ativo total (RPT/AT) e com a receita (RPT/REC) das companhias. Além disso, diversas pesquisas discutem o efeito de outras variáveis sobre o desempenho das empresas. Deste modo, em alinhamento a tais estudos no intuito de isolar os efeitos destas variáveis sobre as variáveis de estudo, optou-se pela inclusão das seguintes variáveis de controle: tamanho (Tam), crescimento (Cresc), liquidez (Liq), Alavancagem (Alav) e Tangibilidade (Tang).

O objetivo secundário deste trabalho é analisar a relação das práticas de governança corporativa com a incidência das transações entre partes relacionadas. Para tal, também foi utilizado procedimento de dados em painel, tendo como variáveis dependentes as variáveis referentes às RPTs e variável independente a *dummy* de governança. As variáveis de controle

permaneceram as mesmas utilizadas no modelo anterior. Deste modo as seguintes hipóteses são estabelecidas:

- H3: existe relação significativa entre o valor das transações entre partes relacionadas e melhores práticas de governança corporativa;
- H4: existe relação significativa entre a quantidade de transações entre partes relacionadas e melhores práticas de governança corporativa.

A próxima seção apresenta os resultados das análises sobre os modelos dispostos.

#### 4 Análise dos Resultados

Esta seção é dividida em três partes: análise descritiva das transações entre partes relacionadas para as empresas e período que compõe a amostra; análise da relação das RPTs com o desempenho das empresas; e análise da relação das RPTs e governança corporativa.

##### 4.1 Estatísticas descritivas

Tabela 3  
Estatísticas descritivas das variáveis de estudo

	n	Média	Mediana	DP	Mínimo	Máximo
VMAT	545	1.0	0.7	0.9	0.0	5.8
l_RPT	538	19.7	19.8	3.3	0.0	28.2
qRPT	538	38.0	23.0	55.1	1.0	530.0
RPT/AT	538	0.6	0.1	8.4	0.0	193.6
RPT/REC	538	2.2	0.1	28.0	0.0	638.3
Tangibilidade	545	0.2	0.2	0.2	0.0	0.9
Liquidez	545	1.1	0.8	1.0	0.1	7.5
Alavancagem	545	1.2	1.5	6.2	-40.2	24.1
Tamanho	545	22.8	22.6	1.3	19.5	27.5
Crescimento	545	0.2	0.1	0.3	-0.7	3.7

A tabela anterior apresenta indícios de *outliers* nas variáveis de estudo referente aos valores das transações entre partes relacionadas. Analisando novamente os dados foram

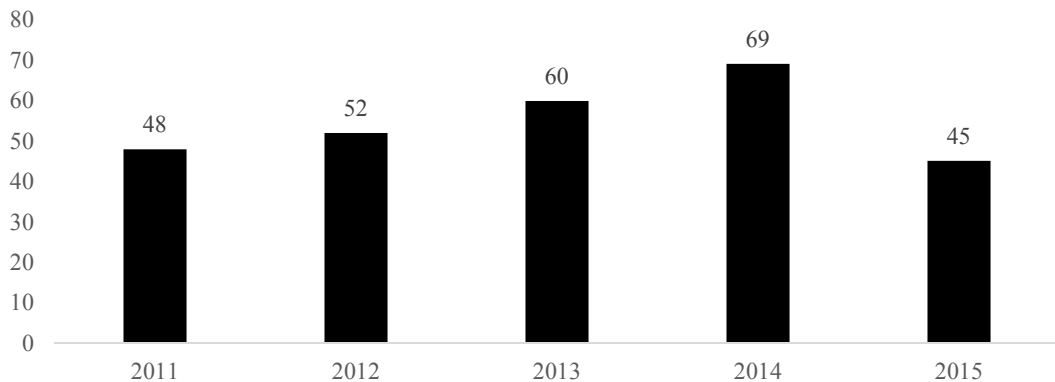
identificadas transações com valores totalmente discrepantes da média amostral. Deste modo, para reduzir a influência destas observações no resultado da pesquisa optou-se pela técnica de “winsorização”. Conforme Barnett e Lewis (1994), a técnica em questão permite manter as observações e consiste em gerar novas variáveis baseadas nos valores extremos mediante a um valor de corte “h” escolhido (Oda, 2011). Para esta pesquisa optou-se por um valor h de 0,5%, deste modo, 0,5% dos valores extremos superiores e 0,5% dos inferiores serão substituídos respectivamente pelos maiores e menores valores adjacentes na distribuição.

Tabela 4  
Estatísticas descritivas após “winsorização”

	<b>n</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>DP</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
l_RPT	527	19.9	19.8	2.7	9.4	27.6
RPT/AT	527	0.19	0.07	0.3	0.0	1.7
RPT/REC	527	0.66	0.14	1.3	0.0	8.4

Conforme pode ser observado na tabela 3, a média (mediana) das transações entre partes relacionadas reportadas pelas empresas no período entre 2011 e 2015 é de 38.0 (23.0). Apenas 6 empresas compõem a lista das 10 maiores quantidades de transações realizadas em um único ano. Neste ponto, destaca-se a CPFL Energia detentora das 4 primeiras posições com 530 (2013), 476 (2011), 434 (2012) e 380 (2014). Constata-se ainda que 84% das empresas da amostra realizaram no mínimo 10 RPTs em um ano e todas elas realizaram ao menos uma. Deste modo, pode-se inferir, que tais transações são um mecanismo comumente utilizado pelas companhias abertas brasileiras.

Ainda analisando a quantidade de RPTs por período observa-se um aumento gradual, ano a ano, deste tipo de transação. Conforme pode ser observado na figura 1, é possível perceber um aumento de 43,7% entre 2011 e 2014. Este aumento é ainda mais agressivo caso comparemos estes números com o achado de Silveira et al. (2008), o qual encontrou uma média 6 para a quantidade de transações para o ano de 2006. Neste caso, comparado ao ponto máximo da amostra (2014), poderíamos citar que a média de RPTs/ano aumentou em aproximadamente 11 vezes em 8 anos.



**Figura 1.** Evolução da média de RPTs por ano

Fonte: do autor.

O último ponto de destaque na figura acima, referente a evolução na média anual de RPTs, é a diminuição expressiva no ano de 2015, o qual apresentou o menor valor dentre os 5 anos que compõem a amostra. O mesmo fenômeno também aconteceu para o valor absoluto das transações que apresentou uma redução de 48,2% de 2014 para 2015. Tal redução está possivelmente relacionada a instrução CVM 552/14, que passou a vigorar no ano de 2015 e dentre outras mudanças, exclui a obrigatoriedade de divulgação de operações realizadas entre emissor e sociedades que este detenha direta ou indiretamente, a totalidade do capital social (CVM, 2014). Como exemplo deste caso, pode-se citar as Lojas Renner que, na seção 16.2 de seu formulário de referência para o exercício de 2015, menciona a seguinte nota: “Justificativa para não prestação da informação: A Companhia não apresenta nenhuma transação com parte relacionada entre emissor e sociedades, em que não detenha, direta ou indiretamente, a totalidade do capital social nos últimos três exercícios 2015, 2014 e 2013”.

Referente aos montantes relativos, verifica-se que as RPTs são operações substanciais para as empresas da amostra, dado que estas representam, considerando a mediana, cerca de 14% da receita operacional líquida anual e 7% do ativo total destas companhias.

A tabela 5, a seguir, apresenta os principais tipos de transações entre partes relacionadas realizadas pelas empresas observadas entre 2011 e 2015. Neste ponto é importante destacar a inconsistência e até ausência de informações em parte considerável dos registros. Deste modo, o resultado apresentado abaixo é uma aproximação baseada na análise das 27.779 transações entre partes relacionadas que compõem a base de dados deste trabalho.

Tabela 5  
**Incidência de RPTs por tipo de transação**

<b>Tipo de Operação</b>	<b>% de valores envolvido</b>	<b>% de ocorrência</b>
Empréstimos/Financiamentos/Investimentos	25.5%	21.6%
Compra e Venda de Ativos	23.6%	14.0%
Aval/Garantias/Fianças	16.8%	2.0%
Prestação de Serviços	11.9%	22.0%
Fornecimento e Transferência de Ativos	10.9%	3.3%
Aluguel	6.9%	11.3%
Contrato de Mútuo	1.1%	9.6%
Arrendamento de Ativos	0.6%	0.9%
Dividendos e Proventos	0.2%	2.4%
Adiantamento para Aumento de Capital	0.2%	7.5%
Outros faltante	2.4%	12.8%

*Nota.* A estrutura da tabela foi baseada no trabalho de Souza, Knupp e Borba 2013

Com base nos dados da tabela acima, observa-se que as RPTs mais relevantes estão relacionadas a operações de Empréstimo/Financiamentos/Investimentos, representando pouco mais de 25% do montante total. Ainda relacionado aos montantes, na sequência aparecem as operações de Compra e Venda de ativos e Aval/Garantias/Fianças com 23,6% e 16,8% respectivamente.

No que tange quantidade de transações lidera a lista as operações referentes a Prestação de Serviços com 22% das observações, seguida das transações de Empréstimos, Financiamentos e Investimentos com 21,6%, e, das transações de Compra e Venda de Ativos com 14%.

Por fim, pode-se observar que 12,8% dos registros foram classificados como Outros. Esta classificação deve-se ao fato de tais registros não apresentaram dados que possibilitassem entendimento da operação e, conseqüentemente, classificação precisa do tipo de transação.

A tabela 6 a seguir apresenta a matriz de correlação entre o desempenho medido pelo VMAT e as variáveis referentes a transações entre partes relacionadas. Conforme pode ser observado a variável VMAT apresentou uma correlação negativa significativa a 1% com o log

do valor absoluto das RPTs ( $l\_RPT$ ) e com as medidas relativas do Valor absoluto por Ativo. As variáveis referentes a quantidade de RPTs ( $qRPT$ ) e relativa do Valor absoluto por Receita ( $RPT/REC$ ), também apresentaram coeficientes de correlação negativos com o VMAT, e se demonstraram significantes a 10% e 5% respectivamente.

Este resultado está alinhado as evidências apresentadas nos trabalhos de Silveira et al. (2008) e Oda (2011) e sugere alinhamento dos dados da amostra à hipótese de conflito de interesses de Gordon et al. (2004). Contudo para validação de tal hipótese faz-se necessário utilização de modelos mais robustos utilizando controles para isolar o efeito das RPTs.

Tabela 6

**Correlação entre Desempenho e RPTs**

	VMAT	qRPT	l_RPT	RPT/AT	RPT/REC
VMAT	1				
qRPT	-0.162*	1			
l_RPT	-0.411***	0.454***	1		
RPT/AT	-0.295***	0.528***	0.721***	1	
RPT/REC	-0.237**	0.320***	0.472***	0.689***	1

*Nota.* \*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

**4.2 Relação entre desempenho e as RPTs**

A análise da relação entre o valor da empresa e as transações entre partes relacionadas instancia o objetivo primário deste trabalho, bem como as hipóteses H1 e H2 citadas na seção anterior. Para tal análise, foi utilizado o modelo de dados em painel com dados das 150 maiores empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2011 a 2015. Contudo após a retirada de observações por inconsistências diversas e “winsorização” das variáveis relacionadas às RPTs, a amostra final foi composta de 107 empresas para o período entre 2011 e 2015, e utilizado um modelo de painel desbalanceado.

Para verificação do método de estimação de painel, que seria mais apropriado para o modelo em questão, foi realizado o teste de Hausman, o qual testa a hipótese nula de que o modelo deve ser especificado com um efeito aleatório (Wooldridge, 2010). O resultado do teste apresentou um  $Prob > \chi^2 = 0,1178$ , e deste modo não podemos descartar a hipótese nula e, neste caso, o efeito aleatório é o mais recomendado e foi utilizado para estimação.

A tabela a seguir apresenta os resultados do modelo econométrico.



Tabela 7  
Relação entre Desempenho e RPTs

Variáveis independentes	VMAT			
	(1)	(2)	(3)	(4)
l_RPT	-0,006 (0,0241)			
qRPT		0,00008 (0,0003)		
RPT/AT			-0,209*** (0,0641)	
RPT/REC				-0,0402*** (0,0110)
Tamanho	-0,237** (0,110)	-0,247** (0,0993)	-0,232** (0,0971)	-0,239** (0,0948)
Liquidez	0,0723 (0,0843)	0,0720 (0,0882)	0,0724 (0,0860)	0,0717 (0,0867)
Crescimento	-0,0112 (0,0402)	-0,0114 (0,0387)	-0,0106 (0,0369)	-0,0111 (0,0365)
Tangibilidade	-0,230 (0,264)	-0,243 (0,252)	-0,222 (0,246)	-0,212 (0,255)
Alavancagem	0,0149** (0,00740)	0,0147* (0,00778)	0,0163** (0,00781)	0,0139* (0,00781)
d_2011	0,245*** (0,0602)	0,243*** (0,0597)	0,252*** (0,0601)	0,256*** (0,0614)
d_2012	0,456*** (0,110)	0,454*** (0,112)	0,462*** (0,109)	0,460*** (0,113)
d_2013	0,316*** (0,0780)	0,313*** (0,0798)	0,327*** (0,0770)	0,325*** (0,0805)
d_2014	0,176*** (0,0544)	0,174*** (0,0555)	0,184*** (0,0555)	0,182*** (0,0566)
Observações	527	527	527	527
Número de empresas	107	107	107	107
R <sup>2</sup>	0,2113	0,2135	0,2124	0,2120

*Nota.* Parâmetros ajustados utilizando a correção de White, sendo os erros-padrões para dados agrupados por empresa, robustos a heteroscedasticidade e a autocorrelação. Utilizadas *dummies* com os anos das observações para controlar o efeito tempo. \*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Na tabela 7, pode-se verificar que as variáveis relativas de RPTs com Receita e de RPTs com Ativos apresentaram significância estatística de 1%. Tais relações aparecem com coeficientes negativos indicando uma relação negativa entre o desempenho, medido pelo VMAT, e as variáveis em questão.

Estes resultados confirmam os apontamentos da matriz de correlação e estão alinhados aos achados de Silveira et al. (2008) e Oda (2011). Além disso, eles corroboram com a hipótese de conflitos de interesse, de que as transações entre partes relacionadas destroem valor nas companhias.

As variáveis absolutas referentes ao valor da RPTs ( $l\_RPT$ ) e  $qRPT$  não apresentaram significância estatística, não possibilitando qualquer inferência sobre tal. Deste modo não foram encontradas evidências de que tais variáveis suportem a hipótese de conflito de interesse ou de transações eficientes.

Dentre as variáveis de controle a Alavancagem e o Tamanho se mostraram significantes a 5% em todas as análises, apresentando coeficientes positivos e negativos respectivamente. Além disso, as variáveis de controle por tempo também se mostraram significantes. As demais variáveis de controle não apresentaram significância estatística.

#### **4.3 Relação entre RPTs e os governança corporativa**

O objetivo secundário deste trabalho é analisar a influência das boas práticas de governança corporativa sobre a incidência das transações entre partes relacionadas nas companhias brasileiras. Para tal, utilizou-se como *proxy* de governança corporativa o fato da empresa estar listada no Novo Mercado ou no Nível 2 de governança da BM&FBovespa.

Assim como na seção anterior utilizou-se um modelo de dados em painel desbalanceado, para as 107 empresas que compõem a amostra no período entre 2011 e 2015. Novamente foi realizado o teste de Hausman para verificação do modelo mais adequado para estimação. O resultado do teste apresentou um  $Prob > \chi^2 = 0,3228$ , e novamente podemos descartar a hipótese nula e o efeito aleatório foi utilizado para estimação. A Tabela 8 apresenta os resultados do modelo econométrico.

A tabela 8, apresenta significância estatística apenas para a variável relativa de RPTs com Ativos sendo que esta apresenta sinal negativo. Este resultado sugere que empresas listadas nos maiores níveis de governança da BM&FBovespa em média apresentaram menor relevância das RPTs para o período estudado. Tal resultado está alinhado aos achados de

Silveira et al. (2008), Gordon et al. (2004) e Chien & Hsu, (2010) de que boas práticas de governança estão relacionadas a montantes menores de transações entre partes relacionadas.

Tabela 8  
**Relação entre RPTs e Governança Corporativa**

Variáveis independentes	(1)	(2)	(3)	(4)
	L_RPT	qRPT	RPT/AT	RPT/REC
dgov	-0.159 (0.166)	7.242 (10.84)	-0.0443** (0.0221)	-0.0475 (0.161)
Tamanho	1.157*** (0.170)	10.86*** (3.090)	0.0618** (0.0274)	0.271*** (0.0980)
Liquidez	0.0298 (0.117)	-1.476 (2.917)	0.0129 (0.00807)	0.0532 (0.117)
Crescimento	0.174 (0.271)	2.959 (1.984)	-0.01000 (0.0133)	0.131 (0.0908)
Tangibilidade	1.488*** (0.331)	12.52 (7.803)	0.174** (0.0770)	0.986* (0.587)
Alavancagem	1.224 (0.833)	-22.87** (9.469)	0.0845 (0.0774)	0.479 (0.608)
d_2011	0.224 (0.232)	-2.200 (2.098)	0.0439* (0.0229)	0.676* (0.392)
d_2012	0.168 (0.168)	2.183 (1.824)	0.0353** (0.0151)	0.143** (0.0690)
d_2013	0.252 (0.191)	6.270*** (1.913)	0.0470*** (0.0158)	0.182*** (0.0612)
d_2014	0.186 (0.117)	10.99*** (2.568)	0.0384*** (0.0141)	0.165*** (0.0562)
Observações	527	527	527	527
Número de empresas	107	107	107	107
R <sup>2</sup>	0,057	0,12	0,014	0,024

*Nota.* Parâmetros ajustados utilizando a correção de White, sendo os erros-padrões para dados agrupados por empresa, robustos a heteroscedasticidade e a autocorrelação. Utilizadas *dummies* com os anos das observações para controlar o efeito tempo. \*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

As demais variáveis referentes ao valor absoluto (L\_RPT), quantidade de transações (qRPT) e ao valor relativo das transações com a receita da empresa (RTP/REC), não

apresentaram significância estatística, impossibilitando qualquer inferência sobre seus resultados.

Dentre as variáveis de controle apenas a Alavancagem se mostrou significativa no resultado que traz significância estatística também na variável de estudo.

## **5 Conclusão**

Este trabalho objetivou a análise da relação entre as transações entre partes relacionadas e o desempenho das 150 maiores companhias listadas na BM&FBovespa, entre 2011 e 2015. Para tal, foram coletados dados da seção 16.2 dos formulários de referência das companhias e do banco de dados do Economática. Após análise dos dados, devido a inconsistências e até ausência de dados, apenas 107 empresas continuaram no estudo. Neste ponto é importante destacar que embora entidades como o CVM, IBGC e a BM&FBovespa explicitem regras claras sobre declaração de transações entre partes relacionadas, muitas empresas apresentam dados reportados de forma incoerente, preenchidos em campo incorreto, divulgado em formato diferente e/ou zerados.

Em relação a incidência das transações entre partes relacionadas foi possível verificar que tais transações são bastante frequentes, tratando-se de um mecanismo comumente utilizado pelas companhias, dado que 84% das empresas da amostra apresentaram um mínimo de 10 transações por ano. Observou-se que as RPTs mais relevantes estão relacionadas a operações de “Empréstimo/Financiamentos/Investimentos”, “Compra e Venda de Ativos” e “Aval/Garantias/Fianças”, representando 25,5%, 23,6% e 16,8% respectivamente do total das 27.779 transações realizadas no período pelas empresas que compõem a amostra.

Além disso, foi possível verificar que as RPTs são operações que totalizam montantes substanciais para as empresas, dado que estas representam 14% da receita operacional líquida anual e 7% do ativo total das empresas deste estudo.

Ainda com relação a análise descritiva dos dados, observou-se um aumento gradativo, ano a ano, na quantidade média de transações realizadas no período entre 2011 a 2014, chegando ao ápice da média em 69 RPTs em 2014. Este número corresponde a um aumento de 43,7% comparado a 2011. Todavia, em 2015, verificou-se uma diminuição expressiva na média anual, a qual apresentou o menor valor dentre os 5 anos que compõem a amostra. O mesmo fenômeno também foi observado para o valor absoluto das transações que apresentou uma redução de 48,2% de 2014 para 2015. Conforme mencionado anteriormente, este fenômeno pode estar relacionado a divulgação da instrução CVM 552/14, que passou a

vigorar no ano de 2015 a qual, dentre outras mudanças, exclui a obrigatoriedade de divulgação de operações realizadas entre emissor e sociedades que este detenha, direta ou indiretamente, a totalidade do capital social (CVM, 2014).

Com base nos resultados do modelo de painel desbalanceado estabelecido para análise da relação entre o desempenho das companhias e as transações entre partes relacionadas, encontrou-se relação negativa e significativa para os valores das variáveis relativas às RPTs com Receita e Ativos. Deste modo, mediante a significância encontrada pode-se confirmar a hipótese H1. Além disso, estes resultados estão alinhados a hipótese de conflito de interesse Gordon et al. (2004) e corroboram os achados de Silveira et al. (2008) e Oda (2011), indicando possível desaprovação do mercado para as RPTs e/ou entendimento do potencial mecanismo para expropriação dos minoritários propiciados por tais transações.

Como objetivo secundário este trabalho analisou a influência das boas práticas de governança corporativa na incidência e relevância das transações entre partes relacionadas. Para esta análise, baseado na mesma amostra, utilizou-se também um modelo de dados em painel, tendo como proxy para governança corporativa as empresas listadas no Novo Mercado ou no Nível 2 de governança da BM&FBovespa. O modelo apresentou significância estatística de 5% com coeficiente negativo entre a *proxy* de governança corporativa e a variável relativa a RPTs com o ativo total das companhias, indicando que as empresas listadas nos maiores níveis de governança da BM&FBovespa, em média, realizam transações que totalizam montante de menor relevância comparado ao seu ativo total. O resultado em questão possibilita a confirmação da hipótese H3 desta pesquisa.

Devido à ausência de significância nos demais testes, impossibilitando qualquer inferência estatística, não foi possível a validação das hipóteses H2 e H4, referentes a relação entre a quantidade de transações entre partes relacionadas com desempenho das organizações e com a qualidade da governança corporativa respectivamente.

Para pesquisas futuras sugere-se a ampliação da amostra cobrindo uma maior quantidade de companhias, bem como a inclusão de testes por tipo de transação. Além disso, pode-se analisar o efeito da CVM 552/14 nas relações que envolvem transações entre partes relacionadas. Por fim, no intuito de ampliar a robustez da validação dos mecanismos de governança, pode-se incluir variáveis mais específicas, possibilitando uma análise mais criteriosa sobre a influência da governança corporativa sobre as transações entre partes relacionadas.

## Referências

- Barnett, V., & Lewis, T. (1994). *Outliers in statistical data*. Chichester: John Wiley.
- BM&FBovespa (2016). *Políticas para transações com partes relacionadas e demais situações de conflito de interesse*. Recuperado de [www.ri.bmfbovespa.com.br](http://www.ri.bmfbovespa.com.br)
- Camargo, A. A. S. (2014). *Transações entre partes relacionadas: Um desafio regulatório complexo e multidisciplinar*. São Paulo: Leya.
- Cheung, Y. L., Jing, L., Lu, T., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2009). Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(3), 372-393.
- Chien, C. Y., & Hsu, J. (2010). The role of corporate governance in related party transactions [Working paper]. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1539808](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1539808)
- Instrução CVM nº 552, de 9 de Outubro de 2014*. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 e altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 e da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br>
- Pronunciamento técnico CPC 05 R1, 2010*. Divulgação sobre Partes Relacionadas Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 24 (IASB – BV2010). Recuperado de [www.cpc.org.br/pdf/CPC05R1\\_final.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC05R1_final.pdf)
- Gordon, E. A., & Henry, E. (2005). Related party transactions and earnings management [Working paper]. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=612234](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=612234)
- Gordon, E. A., Henry, E., & Palia, D. (2004). Related party transactions and corporate governance. *Advances in Financial Economics*, 9(1), 1-27.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. Carta Diretriz 4: Transações entre partes relacionadas. 2014. Recuperado de [http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Carta\\_Diretriz\\_4.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Carta_Diretriz_4.pdf)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *The Journal of Finance*, 55(2), 867-891.
- Kraakman, R. H. (2009). *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press on Demand.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- McCahery, J. A., & Vermeulen, E. P. (2008). *Corporate governance of non-listed companies*. Oxford: Oxford University Press.

- Moscariello, N. (2012). Related party transactions in continental European countries: Evidence from Italy. *International Journal of Disclosure and Governance*, 9(2), 126-147.
- Oda, P. (2011). *Transações com partes relacionadas, governança corporativa e desempenho: Um estudo com dados em painel* (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Ryngaert, M. D., & Thomas, S. (2007). *Related party transactions: Their origins and wealth effects*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=970689>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silveira, A. D. M. (2015). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: Teoria e prática*. São Paulo: Elsevier Brasil.
- Silveira, A. D. M., Prado, V. M., & Sasso, R. D. C. (2008). *Related party transactions: Legal strategies and associations with corporate governance and firm value in Brazil*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1307738>
- Souza, J. A. S. D. (2014). *Transações com partes relacionadas: Determinantes e impactos no desempenho das empresas*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal do Espírito Santo, Espírito Santo, ES, Brasil.
- Souza, M. M., Knupp, P., & Borba, J. A. (2013). Características associadas às transações com partes relacionadas nas empresas de capital aberto brasileiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(3), 123-137.
- Wooldridge, J. (2010). *Introdução à Econometria: Uma abordagem moderna*. São Paulo: Cengage Learning.