UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS, GOVERNANÇA
CORPORATIVA E DESEMPENHO: UM ESTUDO COM DADOS EM PAINEL**

Patrícia Oda

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

São Paulo

2011

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Junior
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Luis Eduardo Afonso
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade

PATRÍCIA ODA

**TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS, GOVERNANÇA
CORPORATIVA E DESEMPENHO: UM ESTUDO COM DADOS EM PAINEL**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Di Miceli da Silveira

Versão Corrigida

(versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

São Paulo

2011

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Oda, Patrícia

Transações com partes relacionadas, governança corporativa e desempenho: um estudo com dados em painel / Patrícia Oda.

– São Paulo, 2011.

98 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2011.

Orientador: Alexandre di Miceli da Silveira.

1. Governança corporativa 2. Desempenho organizacional 3. Modelos para dados em painel – Pesquisa e planejamento I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.4

AGRADECIMENTOS

À Deus.

Ao Prof. Dr. Alexandre di Miceli da Silveira, pelo apoio e orientação do trabalho, e pela amizade e paciência ao longo desse período.

Ao Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, pelas valiosas contribuições a esta dissertação, pelas oportunidades de aprendizado, pelo apoio, amizade e incentivo desde o início do curso, e principalmente pelo exemplo de dedicação à docência.

Ao Prof. Dr. William Eid Junior, pelas críticas e sugestões oferecidas na qualificação.

Aos professores do departamento, pela convivência acadêmica e pelo aprendizado nas disciplinas: Ariovaldo dos Santos, Bruno Salotti, Edson Luiz Riccio, Iran Siqueira Lima, Luis Eduardo Afonso, Luiz João Corrar, Marina Mitiyo Yamamoto, Nelson Carvalho e Reinaldo Guerreiro.

Ao Prof. Dr. Ricardo Humberto Rocha, pelas orientações desde o início de minha carreira, e pelos conselhos de amigo em todas as situações.

Ao Prof. Dr. José Roberto Securato, pelas primeiras oportunidades de desenvolvimento profissional e pelo incentivo em seguir a vida acadêmica.

Aos funcionários da FEA-USP, em especial, Rodolfo Ferrari, Maria Cristina Inacio e Evandro Figueiredo Santos, que sempre me ajudaram tão sollicitamente.

Aos amigos Claudia Yoshinaga e Henrique Castro, pelo apoio e amizade incondicionais, e principalmente por não terem me deixado desistir, quando tudo parecia impossível; Lucas Ayres Barreira de Campos Barros, pelas sugestões e revisão do projeto de qualificação, e Alessandra Montini, pela revisão da metodologia e pelo incentivo e amizade desde o início de minha carreira.

Aos profissionais que ajudaram a complementar a minha formação: José Carlos Luxo, Simone Azevedo e, em especial, Carlos Atushi Nakamuta, que me ensinou as primeiras lições de contabilidade.

Aos amigos da pós-graduação, com quem dividi as agruras e alegrias deste período, pelo companheirismo e pela troca de ideias: Alba Valéria Moraes Amaral Rocha, Anderson Feitosa, Aziz Beiruth, Eduardo Alves de Oliveira, Gisele Sterzeck, Ivan Canan, Luciano Gilio, Marcelo Bicalho Viturino de Araújo, Otto Karl Reiberg Teichmann, Renata Turola Takamatsu, Rodrigo Paiva de Souza, Simone Alves da Costa, Vinicius Simmer de Lima e Zósia Angélica de Sant'Ana. Em especial, Alex Mussoi, Alexandre Gonzalez, Ana Paula Capuano, Carlos Henrique da Silva Carmo, José Elias Feres de Almeida, Josué Pires Braga, Pedro Henrique de Barros e Rafael Sasso, pelas sugestões e críticas fundamentais para a melhoria deste trabalho, e pela ajuda com a coleta de dados.

Aos amigos “da vida inteira”, Caiuby Neves, Maurício Martin, Patrícia Okuyama, Rodrigo Ciofi, Rogério Ciofi, Thaís Raquel Pinheiro e suas famílias, por estarem presentes, mesmo quando fisicamente distantes, e pela amizade e amor infinitos e incondicionais.

Ao meu primo, Zyun Masuda, e ao Dr. Christian Valle Morinaga, pelos exemplos de dedicação às pessoas e à profissão, e pelos cuidados e apoio nas horas mais difíceis.

Às pessoas especiais, que souberam entender os sacrifícios e as ausências deste período, que direta ou indiretamente participaram desse processo, e que tornam a vida mais fácil de ser vivida: Adélia Lopes, Alexandra Eaton, Alexandre Bess, Ana Carmen Oliveira, Ana Maria Nakaza, Eduardo Pozzi Lucchesi, Fabrício Macastropa, Fernanda Furuta, Leonel Molero Pereira, Luis Lentisco, Mariângela Abrão, Raquel Oliveira, Rômulo Fainbaum, Sônia Melo, Tatiana Bukstein Vainboim, Tevy Feldman e Vinícius Leal.

À minha grande família: Akiko Suguino, Andréa de Oliveira, Hiroshi Fujino, Kazuko Sato (*in memoriam*), Masao Fujino, Midori Fujino Narumia, Sathiko Fujino Rey, Tie Fujino Nakaoka; e todos os meus primos, por terem me ensinado a conviver com a diversidade de ideias e opiniões de forma harmoniosa, e pelo amor e amizade sempre constantes. Agradecimentos especiais devo à minha tia, Asa Fujino, pela cuidadosa revisão do texto, e pelo ombro amigo em todos os momentos; ao meu primo, Murilo Rodrigues, pela ajuda com o banco de dados; e aos meus tios Cláudio Rey e Jorge Suguino Kazuo, pelas primeiras lições e pelas enriquecedoras conversas sobre o mercado financeiro.

Ao meu “irmão” Junio Fuentes, pela lealdade, pelo carinho e incentivo ao longo de toda a minha vida e pelo entusiasmo com que sempre acompanhou meu desenvolvimento pessoal e profissional.

Infinidamente grata sou à minha mãe, pelas orações, e pelo amor e carinho imprescindíveis; ao meu pai, pelo exemplo de força e perseverança, pelo amor e pela dedicação de toda uma vida; e ao meu irmão, André, pelo carinho e apoio em todos os momentos, e por ter me ensinado a acreditar nas pessoas.

RESUMO

A pesquisa trata da relação entre as transações com partes relacionadas (RPT's) e o desempenho nas companhias do Novo Mercado. Teve como objetivo identificar se esta relação pode ser afetada pelos mecanismos de governança corporativa, especificamente de supervisão e monitoramento por elas adotados voluntariamente. Foram consideradas as hipóteses dicotômicas apresentadas por Gordon, Henry e Palia (2004), denominadas de “conflitos de interesse” e “transações eficientes”. Na tentativa de mensurar estas relações, adotou-se o modelo de análise de dados em painel por permitir a incorporação de informações temporais e reduzir o problema do viés de variáveis omitidas. Evidências sugerem que há relação entre as transações com partes relacionadas operacionais e o desempenho das companhias estudadas. No entanto, os resultados a respeito do efeito de moderação dos mecanismos de supervisão e monitoramento na utilização de tais contratos foram inconclusivos.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Benefícios Privados de Controle. Transações com Partes Relacionadas. Dados em Painel.

ABSTRACT

The study deals with the relationship between related party transactions (RPT's) and firm performance in the Brazilian “Novo Mercado”, and its goal is to identify whether this relationship can be affected by mechanisms of corporate governance. Audit committee was used to measure corporate governance mechanisms. The two assumptions made by Gordon, Henry and Palia (2004), called "conflicts of interest" and "efficient transactions" were considered in this study. In an attempt to measure these relationships, it was adopted the model of panel data analysis to reduce the problem of omitted variable bias. The empirical results provide evidence that there is a relationship between related party transactions and firm performance. However, the results regarding the moderating effect of the mechanisms of supervision and use of such contracts have been inconclusive.

Keywords: *Corporate Governance. Private Benefits of Control. Related Party Transactions. Panel Data.*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	5
1.1 O Contexto da Pesquisa.....	5
1.2 Caracterização do problema de pesquisa.....	10
1.3 Objetivos.....	12
1.4 Justificativas do trabalho	13
1.5 Hipóteses da pesquisa.....	15
1.6 Delimitações da pesquisa.....	16
1.7 Descrição dos capítulos	18
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1 Governança Corporativa: definições e conceitos	19
2.1.1 O problema do agente-principal e os conflitos de interesses	21
2.1.2 Mecanismos de governança corporativa.....	23
2.1.3 Informação assimétrica, práticas contábeis e governança corporativa	25
2.2 Ambiente legal e estrutura de propriedade	27
2.2.1 Grandes acionistas: Melhor monitoramento ou expropriação?.....	30
2.3 Transações com partes relacionadas.....	33
2.3.1 Contexto e prática	33
2.3.2 Aspectos jurídicos	35
2.3.3 Principais estudos sobre as transações com partes relacionadas	39
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	45
3.1 Classificação da pesquisa	45
3.2 População e amostra	45
3.3 Definições teóricas e operacionais das variáveis.....	47
3.3.1 Variável dependente: desempenho	48
3.3.2 Variáveis independentes	49
3.3.3 Resumo das Variáveis do Estudo.....	56
3.4 Estrutura analítica da pesquisa	57

3.5 Modelo Econométrico	57
3.5.1 Análise de Dados em Panel	58
3.5.2 Cuidados adicionais	62
3.5.3 O Modelo Geral de Pesquisa.....	62
3.6 Limitações da Pesquisa.....	64
4 RESULTADOS.....	67
4.1 Estatísticas Descritivas	67
4.2 Resultados das estimações por modelos de dados em painel	70
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
REFERÊNCIAS	77
APÊNDICE A – EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA DA PESQUISA.....	85
APÊNDICE B – DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIAS DA VARIÁVEL DE SETOR.	89

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo das Variáveis do Estudo	56
Tabela 2: Sinais esperados para os coeficientes estimados.....	63
Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis do estudo.....	67
Tabela 4 - Estatísticas Descritivas das variáveis de RPT's após a “winsorização”	68
Tabela 5 – Distribuição de frequências das variáveis de supervisão e monitoramento	68
Tabela 6 – Correlações entre desempenho e RPT's	69
Tabela 7 - Correlações entre desempenho e variáveis de controle	69
Tabela 8 – Comparação dos parâmetros estimados pelos dois métodos: efeitos fixos e efeitos aleatórios	71
Tabela 9 – Testes de especificação do modelo sem termos de interação.....	71
Tabela 10 – Modelo com a inclusão dos termos de interação.....	73
Tabela 11 - Testes de especificação do modelo sem termos de interação	73

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo Geral de Pesquisa	57
Figura 2 – Boxplot: Associação entre Monitoramento e valor de mercado.....	70

1 INTRODUÇÃO

1.1 O Contexto da Pesquisa

A atual e crescente preocupação com a temática da governança corporativa, segundo Silveira (2010, p. 4), está relacionada ao ativismo de investidores institucionais nos anos 80 nos EUA em função da adoção de mecanismos para dificultar aquisições hostis por companhias com resultados financeiros ruins. Posteriormente, os escândalos financeiros com companhias listadas em bolsas de valores nos Estados Unidos e Inglaterra, que causaram enormes prejuízos a acionistas e ao sistema financeiro em geral, chamaram a atenção de governos e sociedade para a necessidade de maior transparência na gestão das companhias e do mercado de capitais.

Em 1992, a Inglaterra editou o documento que ficou conhecido como *Relatório Cadbury (Cadbury Report¹)*, considerado o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa. A partir desse relatório, outros governos e instituições supranacionais, como o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional e a Comunidade Europeia, passaram a definir os princípios que deveriam nortear as relações entre empresas e mercado, incluindo os limites entre propriedade e gestão, visando à proteção de acionistas, credores e, de forma mais ampla, todos os *stakeholders*².

Debates inicialmente focados na busca de alternativas para a proteção dos direitos dos acionistas minoritários foram se ampliando em diversos fóruns econômicos para a proteção de todos os interessados na sociedade anônima, explicitando a necessidade de reformas na legislação societária dos países de economia de mercado. Paralelamente, investidores institucionais que vieram a investir em mercados internacionais, passaram a exigir das companhias, a adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Entretanto, a literatura mostra que o termo ainda carece de sistematização conceitual e de definições operacionais. Neste sentido, a dimensão comunicacional do seu significado é

¹ *The Financial Aspects of Corporate Governance.*

² *Stakeholders são todos aqueles que possuem algum interesse ou participação em uma companhia como, por exemplo, clientes, empregados, fornecedores etc.*

prejudicada pela ambiguidade inerente às diferenças de compreensão do que seja governança corporativa, dados os diferentes tipos de conflitos de interesse a serem harmonizados nas organizações e comunidades de contextos culturais heterogêneos.

Assim, embora o termo seja amplamente discutido no âmbito econômico-financeiro, a noção jurídica do termo governança corporativa ainda carece de consenso entre os estudiosos, e pesquisas para avaliar a conduta de investidores vêm apontando uma crescente tendência de exigência dos investidores internacionais para que os países definam mecanismos e instrumentos de mercado amparados em legislação aplicável à administração de companhias.

É importante ressaltar que na análise do sistema jurídico de cada país, deve-se observar não apenas a existência de leis, mas também a capacidade de execução (*enforcement*) dos reguladores e fiscalizadores. No caso específico, considera-se que legislação e regulação englobam aspectos de proteção ao investidor e as normas específicas da área contábil e de mercado, no que se refere à elaboração e auditoria das demonstrações contábeis.

De acordo com a abordagem legal para a governança corporativa, tanto a estrutura de propriedade preponderante em cada mercado como as práticas de governança adotadas pelas empresas estão relacionadas ao nível de proteção legal dado aos direitos dos investidores. Essas associações têm sido evidenciadas em diversos estudos como, por exemplo, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) e Dyck e Zingales (2001). Sob essa perspectiva, em ambientes com fraca proteção legal, os investidores tenderiam a adquirir maior participação (ou mesmo o controle) nas companhias, com o intuito de garantir que seus direitos sejam respeitados.

No entanto, a presença de um acionista controlador (ou bloco de controle) pode acabar gerando o chamado efeito entrincheiramento, em que, a partir de certo percentual de participação na companhia, os controladores passam a tomar decisões com o objetivo de obter os chamados benefícios privados de controle (maximização de sua utilidade pessoal), e não com o intuito de aumentar o valor da empresa.

Se os acionistas controladores conseguem extrair da companhia benefícios que os outros acionistas não conseguem, parece razoável supor que quanto maior o valor esperado desses benefícios, maior seja o valor pago pelo controle das companhias, principalmente em países

com baixa proteção aos direitos dos acionistas minoritários, como o Brasil. Evidências sobre a validade dessa hipótese para o mercado brasileiro foram encontradas por diversos pesquisadores, como Nenova (2001, p. 1), que afirma: “O valor do controle em companhias brasileiras listadas em bolsa é diretamente afetado por alterações na proteção legal dos investidores minoritários.”³

Uma das formas de se alcançar os chamados benefícios privados de controle é através da utilização de transações com partes relacionadas que, de modo geral, são contratos com quaisquer pessoas, físicas ou jurídicas, que estejam direta ou indiretamente relacionadas com uma companhia. Tais contratos são muito utilizados pelas empresas em todo o mundo, sob o argumento de serem mais eficientes, por não haver necessidade de apresentação de garantias, e também por oferecerem menores riscos de quebra contratual, pelo fato de a contraparte ser conhecida. No entanto, existe grande potencial de conflito de interesses nesse tipo de operação, pois podem ser utilizados como mecanismos de transferência de riqueza.

De fato, a literatura sobre este tópico apresenta duas hipóteses para a utilização de RPT's (do inglês, *Related Party Transaction*) pelas companhias: a denominada “hipótese de conflitos de interesse”, que parte do pressuposto que tais operações são utilizadas como mecanismo de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários; e a denominada “hipótese de transações eficientes”, que parte do pressuposto que tais operações são benéficas e mais favoráveis à companhia, pois o problema de assimetria da informação é reduzido, diminuindo também os custos de agência (GORDON; HENRY; PALIA, 2004).

Pela perspectiva da Teoria da Agência, os gestores (ou controladores) poderão tomar a decisão de realizar operações comerciais com partes relacionadas visando maximizar seu bem-estar pessoal, em detrimento de operações via mercado, que poderiam ser mais vantajosas para as companhias por eles administradas e consequentemente, para os seus acionistas como um todo. Dessa forma, as RPT's seriam utilizadas como forma de obter os chamados benefícios privados de controle, expropriando a riqueza dos acionistas que não possuem poder de voto nessas decisões.

³ “(...) control value for Brazilian listed companies is directly affected by changes in the legal protection for minority shareholders (...)”

Esse risco de expropriação pode ser percebido pelos investidores. A Companhia de Concessões Rodoviárias – CCR, por exemplo, que possuía um grande volume de transações com partes relacionadas na época de sua abertura de capital, precisou criar regras claras para a avaliação e utilização de contratos com partes relacionadas, de modo a sinalizar que tais transações só seriam realizadas se fossem beneficiar todos os acionistas. Isso foi realizado com o intuito de diminuir a percepção anterior do mercado, que acreditava que a companhia poderia querer operar o pedágio apenas para assegurar contratos de construção vantajosos para seus acionistas controladores (IFC, 2006).

O aspecto racional dessa percepção de risco dos investidores, em relação à utilização de RPT's, vem do fato de que administradores e controladores podem utilizar diferentes artifícios para expropriar riqueza das companhias, e não necessariamente de forma fraudulenta, o que impossibilita o ressarcimento via sistema jurídico. O pagamento de altos salários para si mesmos, e para familiares ou pessoas de seu relacionamento, empréstimos para executivos, transferência de lucros (ou prejuízos) para outras empresas, entre outros, são exemplos típicos de mecanismos de expropriação via operações com partes relacionadas, que são juridicamente permitidos.

Sob a hipótese de conflitos de interesse, parece razoável supor que companhias que utilizam grandes volumes de RPT's devem apresentar menores índices de desempenho⁴ e estão associadas àquelas nas quais os mecanismos de governança corporativa são ineficientes ou ausentes. Além disso, os investidores, ao perceberem um maior potencial de expropriação, devem exigir maiores prêmios pelo risco de terem sua riqueza transferida a outros agentes, impactando negativamente o valor dessas companhias.

Em abril de 2006, por exemplo, o conselho de administração da Gerdau decidiu que determinadas empresas do grupo deveriam pagar *royalties* pelo direito de uso da marca “Gerdau”. Embora essa prática fosse legalmente prevista, a decisão teve má repercussão no mercado, dado que tal pagamento seria realizado a uma empresa pertencente à família Gerdau, controladora do grupo.

⁴ No capítulo 3 será apresentada a proxy para o conceito de desempenho utilizada neste estudo, bem como sua definição operacional.

Os investidores reagiram negativamente e a atitude foi considerada um “mau sinal” pelos acionistas minoritários. As ações preferenciais da Gerdau perderam 8,20% do valor em três dias. Em resposta à brusca queda do valor das ações, os controladores recuaram em sua decisão, cancelando o pagamento dos *royalties* e doando à Gerdau S.A. a propriedade da marca. (VALOR ECONÔMICO, 2006).

De fato, como pode ser constatado nos exemplos acima citados, o potencial de expropriação com a utilização de contratos com partes relacionadas é bastante relevante, e pode ter impacto no desempenho das empresas. Sendo assim, acadêmicos, especialistas e agentes de mercado recomendam que essas transações sejam monitoradas pelos órgãos competentes como o conselho de administração, auxiliado pelo comitê de auditoria, e o conselho fiscal, com o intuito de evitar que se estabeleçam esses conflitos; e fornecem diretrizes para a utilização de RPT's, que podem ser encontradas nos códigos e recomendações de melhores práticas de governança corporativa.

Por exemplo, embora não seja uma norma de adoção obrigatória por todas as companhias de capital aberto, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu, em 2002, uma cartilha com diversas recomendações sobre governança corporativa. De acordo com o referido documento, as decisões de grande importância para a companhia, entre as quais as transações relevantes com partes relacionadas, devem ser deliberadas pela maioria do capital social, cabendo a cada ação um voto, independentemente de classe ou espécie. Além disso, é recomendado que o conselho de administração certifique-se de que as transações entre partes relacionadas estejam claramente refletidas nas demonstrações financeiras e sejam feitas por escrito, e de acordo com o princípio “*arm's length*”⁵. O órgão também recomenda que o estatuto da companhia proíba contratos de prestação de serviços por partes relacionadas com remuneração baseada em faturamento ou receita, e contratos de mútuo com o controlador ou partes relacionadas.

Para evitar o abuso de administradores e controladores foram criadas regras de conduta e transparência para essas operações, com o intuito de regular a utilização das mesmas. No entanto, em muitos países, a capacidade de fiscalização e execução dos agentes reguladores

⁵ Uma relação “*arm's length*” é aquela na qual partes independentes interagem para estabelecer um relacionamento mutuamente benéfico, em que nenhuma das partes possa influenciar indevidamente ou coagir a outra.

pode não ser suficiente para inibir a expropriação de acionistas minoritários, pelo uso de RPT's.

Assim, o tema dessa pesquisa envolve discussão sobre as práticas contábeis, o modelo de governança para decisão sobre tais questões, além de uma reflexão sobre a relação entre o sistema jurídico e a estrutura de propriedade preponderante no mercado brasileiro. Por outro lado, visa contribuir para fomentar a discussão acerca do tema “transações com partes relacionadas” e encontrar evidências empíricas que ajudem a corroborar ou refutar as hipóteses de “transações eficientes” ou de “conflitos de interesse” para o mercado brasileiro.

1.2 Caracterização do problema de pesquisa

Uma característica do mercado acionário brasileiro é a estrutura de propriedade concentrada e a emissão de um alto volume de ações preferenciais. No entanto, tal modelo se encontra em fase de transformação em função do Novo Mercado. Nesse segmento, as companhias voluntariamente se comprometem a adotar melhores práticas de governança corporativa, entre elas a emissão exclusiva de ações ordinárias.

Até 2001, era permitido às companhias de capital aberto, excetuando-se as instituições financeiras⁶, emitir até dois terços de seu capital social em ações preferenciais. Nessa condição, é possível tornar-se controlador de uma companhia possuindo, aproximadamente, apenas 17% do total de seu capital social (50% mais uma ação do total de ações ordinárias). Com a promulgação da Lei 10.303/01, esse percentual tornou-se um pouco maior, já que, a partir de então, as companhias podem emitir, no máximo, 50% de ações preferenciais. Desse modo, para tornar-se controlador de uma companhia de capital aberto, um investidor precisa adquirir 25% mais uma ação do capital social total (em ações ordinárias). No entanto, a referida lei não obrigou as empresas que já possuíam dois terços de ações preferenciais emitidas a equipararem seus percentuais de ações às novas regras.

⁶ A emissão de ações preferenciais pelas instituições financeiras já era limitada a 50% do capital social desde a década de 60, de acordo com a Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (também conhecida como “Lei do Sistema Financeiro Nacional”).

Comparando-se esses valores com uma companhia que possua apenas ações ordinárias emitidas, a diferença de recursos que um possível controlador precisaria investir nessa companhia, em relação a uma companhia nas situações anteriores, é, no mínimo, o dobro, o que pode ser bastante relevante.

Assim, a emissão de ações sem direito a voto e a alta concentração de propriedade facilitam a ocorrência de situações em que um acionista consiga exercer o controle sem precisar alocar um grande volume de recursos próprios na companhia, o que poderia aumentar o incentivo à expropriação de acionistas minoritários, e uma das formas potenciais para que isso ocorra, é a utilização das chamadas transações com partes relacionadas.

De fato, uma das hipóteses citadas no estudo de Gordon, Henry e Palia (2004), denominada de “hipótese de conflitos de interesse”, é exatamente a situação em que acionistas controladores, ou executivos (no caso de empresas com capital pulverizado), utilizam as RPT's como mecanismo de transferência de riqueza. Estudos como Cheung, Rau e Stouraitis (2004) e Jiang, Lee e Yue (2008) trazem evidências da validade dessa hipótese.

Por outro lado, uma hipótese alternativa, denominada “hipótese de transações eficientes”, também é apresentada por Gordon, Henry e Palia (2004). De acordo com os autores, sob essa hipótese, as RPT's podem ser operações mais eficientes do que aquelas realizadas com partes não-relacionadas, e mais favoráveis à companhia, pois o problema de assimetria da informação é reduzido, diminuindo também os custos de agência. Evidências de que essa segunda hipótese também pode ser válida são encontradas em Khanna e Palepu (2000).

De forma mais conciliadora, Chien e Hsu (2010) argumentam que essas duas perspectivas a respeito das RPT's podem não ser mutuamente excludentes. Os autores encontram evidências empíricas de que a existência de mecanismos de governança corporativa, especificamente de supervisão e monitoramento, pode ter um efeito de moderação na utilização de transações com partes relacionadas, fazendo com que as empresas passem a utilizá-las, de fato, de forma eficiente.

No mercado brasileiro, Silveira, Prado e Sasso (2008), encontram evidências de que a utilização dessas operações está negativamente relacionada à qualidade da governança corporativa, e que a relevância das RPT's está negativamente relacionada ao valor de mercado

das companhias, corroborando a hipótese de conflitos de interesse. No entanto, cumpre observar que o estudo não considera o possível efeito da interação entre a qualidade da governança corporativa e a utilização das RPT's, no desempenho das companhias.

Do exposto, espera-se que esse trabalho possa contribuir para a discussão sobre a utilização das RPT's, vis-à-vis à existência de hipóteses antagônicas e evidências empíricas que corroboram ambas as alternativas. Para tanto, a investigação tenta responder à seguinte questão de pesquisa: **Qual é a relação entre as transações com partes relacionadas e o desempenho nas companhias do Novo Mercado, e como esta relação pode ser afetada pelos mecanismos de governança corporativa, especificamente de supervisão e monitoramento, por elas adotados voluntariamente?**

1.3 Objetivos

O objetivo do trabalho é o de verificar se a presença de mecanismos de supervisão e monitoramento de governança corporativa, tais como existência de comitês de auditoria e presença de conselho fiscal instalado pode interferir na relação entre a utilização de RPT's e o desempenho das companhias de capital aberto no Brasil, especificamente aquelas com ações negociadas no segmento denominado Novo Mercado da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa).

Os objetivos específicos são:

- I. Verificar a existência de relação entre o uso de contratos com partes relacionadas e o desempenho das companhias pertencentes ao Novo Mercado da BM&FBovespa; e
- II. Verificar a existência de relação entre a presença de mecanismos de governança corporativa, especificamente, existência de comitê de auditoria ou presença de conselho fiscal instalado, e o desempenho das companhias pertencentes ao Novo Mercado da BM&FBovespa.

1.4 Justificativas do trabalho

Um assunto que mereça ser pesquisado deve atender, ao mesmo tempo, três critérios: importância, originalidade e viabilidade (CASTRO, 1978; MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Sobre o primeiro critério, Martins e Theóphilo (2007, p. 5) afirmam que:

O tema será importante quando, de alguma forma, for ligado a uma questão que polariza, ou afeta, um segmento substancial da sociedade ou está direcionado a uma questão teórica que merece atenção: isto é, melhor definição, maior precisão.

Neste sentido, a escolha do tema se justifica pela possibilidade de construção de panorama teórico-conceitual a partir da sistematização de conceitos e definições que permitam contextualizar a discussão dessas questões no âmbito acadêmico.

No âmbito social, esta pesquisa justifica-se pela proposta de reunião de evidências empíricas, capazes de prover melhores orientações para as práticas de mercado. Para os investidores, a possibilidade de ter sua riqueza expropriada se traduz por um aumento da sua percepção de risco e, portanto, ou ele não se dispõe a investir em ações de empresas com essas características, ou exige um prêmio de risco muito alto para isso. Desse modo, melhorar o entendimento dessas relações e direcionar a adoção de melhores práticas de governança corporativa deve contribuir para o desenvolvimento de um mercado de capitais mais saudável.

O aumento do número de pesquisas teóricas e empíricas, qualitativas ou quantitativas, sobre governança corporativa, desempenho e valor nos últimos anos, também destaca a importância do tema, na busca de soluções que possam minimizar os conflitos de interesse nas corporações.

Ainda segundo Martins e Theóphilo (2007, p. 5): “Um tema é original quando há indicadores de que os resultados da pesquisa podem surpreender, trazer novidades, possibilitar um novo entendimento do fenômeno sob investigação”.

Desse modo, a dicotomia entre as hipóteses de conflitos de interesse e de transações eficientes, reforça a originalidade da discussão sobre a utilização de transações com partes relacionadas. Complementarmente, a falta de consenso entre as recomendações de acadêmicos e especialistas e as práticas de mercado, também pode ser indicada como um

argumento que justifica a escolha do tema. A possibilidade de encontrar evidências de que a presença de mecanismos de monitoramento e supervisão pode influenciar as decisões corporativas, de forma que operações utilizadas como mecanismos de expropriação passem a ser utilizadas como transações, de fato, eficientes, gerando valor para os acionistas, traz novas perspectivas em relação ao assunto.

A escolha do tema também pode ser justificada pelo desejo de aprofundar o estudo de uma questão, no interesse sobre determinado assunto ou, ainda, aprofundar estudos realizados anteriormente. Para satisfazer o critério de originalidade deve-se apresentar um novo enfoque, novos argumentos e pontos de vista, visando contribuir para o esclarecimento do assunto (ANDRADE, 1999).

Assim, o presente trabalho também pode ser considerado original, na medida em que pretende investigar se a possível ocorrência de expropriação de acionistas minoritários no mercado brasileiro via utilização de transações com partes relacionadas, pode ser impedida pela adoção voluntária de mecanismos de supervisão e monitoramento, empregando-se modelos adaptados, utilizados em estudos internacionais, como Chien e Hsu (2010). Adicionalmente, tem o intuito de aprofundar o estudo de Silveira, Prado e Sasso (2008) no Brasil, por meio da ampliação da amostra de companhias.

Observa-se, ainda, que a escassez de pesquisas empíricas sobre governança corporativa que incorporam o tema transações com partes relacionadas, no Brasil, contribui para a importância do presente estudo. As características institucionais (aspectos culturais, ambiente legal e estrutura de propriedade predominante no mercado) podem ser bem diferentes entre os países, reforçando a relevância de se desenvolver pesquisas voltadas para o mercado brasileiro.

Em linhas gerais, a carência de pesquisa desse tipo no universo brasileiro deve-se à inexistência de bases de dados consolidadas e disponíveis aos acadêmicos e ao público em geral. A coleta de dados primários junto às companhias torna-se inviável, não somente pelos custos envolvidos no trabalho de coleta e conferência dos dados, mas também devido às condições de prazo da pesquisa.

Assim sendo, como forma de solucionar o problema da coleta de dados e atender ao critério de viabilidade, foram utilizados, nessa pesquisa, dados secundários obtidos em documentos

disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários, principalmente o chamado “Formulário de Referência”, de divulgação obrigatória somente a partir de 2010, e as notas explicativas às demonstrações financeiras. Os dados econômicos e financeiros necessários também foram obtidos de fonte secundária, especificamente o sistema de informações Económica[®].

Além disso, de acordo com Chow e Harrison (2002), a pesquisa deve ter uma utilidade prática. O desenvolvimento de novos conhecimentos na literatura acadêmica deve estar relacionado com a evolução para a solução de um problema real das organizações. Neste sentido, busca-se evidenciar a importância do tema “transações com partes relacionadas”, contribuindo para a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas companhias, chamando a atenção dos agentes reguladores para a importância do aumento da fiscalização e capacidade de execução das normas existentes, o que evidencia sua utilidade prática.

Por fim, salienta-se que a proposta de incrementar as discussões a respeito do tema e, principalmente, contribuir com estudos interdisciplinares a respeito das interfaces de governança corporativa com outras áreas do conhecimento, como contabilidade, direito e finanças, também contribui para justificar a relevância deste estudo.

1.5 Hipóteses da pesquisa

Uma hipótese é um enunciado conjectural das relações entre duas ou mais variáveis e é essa conjectura que será testada ao longo do desenvolvimento da pesquisa. As hipóteses são muito importantes na pesquisa científica, porque são passíveis de teste e podem ser mostradas como possivelmente verdadeiras ou falsas, independentemente das crenças e valores do pesquisador. Problemas e hipóteses podem ser quase idênticos. No entanto, geralmente as hipóteses são mais específicas e se caracterizam por sentenças afirmativas. Já os problemas são sentenças interrogativas (KERLINGER, 1980).

Assim, de acordo com a pergunta apresentada no item 2 desse capítulo, são propostas as seguintes hipóteses, apresentadas em sua forma nula, que devem ser comprovadas ou refutadas ao longo do estudo:

H_{0,1} (hipótese nula 1): Não existe relação significativa entre a utilização de contratos com partes relacionadas e o desempenho das companhias com ações negociadas no segmento Novo Mercado.

H_{0,2} (hipótese nula 2): Não existe relação significativa entre a existência de mecanismos de governança corporativa de supervisão e monitoramento, e o desempenho das companhias com ações negociadas no segmento Novo Mercado.

H_{0,3} (hipótese nula 3): Não existe relação significativa da interação entre a presença de mecanismos de governança corporativa de supervisão e o uso de contratos com partes relacionadas com o desempenho das companhias com ações negociadas no segmento Novo Mercado.

As suposições foram motivadas por estudos internacionais como Johnson *et alii* (2000), Jian e Wong (2003), e, mais recentemente como os de Cheung *et alii* (2008 e 2009) e Chien e Hsu (2010). No Brasil, o estudo de Silveira, Prado e Sasso (2008) encontrou evidências empíricas de que as RPT's podem ser utilizadas como forma de expropriação. Embora Rodrigues, Paulo e Carvalho (2007) tenham encontrado indícios de que as companhias de capital aberto brasileiras realizam gerenciamento de resultados (*earnings management*), os autores não encontraram evidências de que isso seja realizado por meio de operações com partes relacionadas. Essa escassez de pesquisas para o mercado brasileiro também contribuiu para motivar a realização desse estudo.

1.6 Delimitações da pesquisa

Por sua característica interdisciplinar, a governança corporativa apresenta inúmeras possibilidades de pesquisa, sob diversos pontos de vista. Assim, no campo teórico, são duas as delimitações deste trabalho.

A primeira refere-se ao arcabouço teórico utilizado, que se apresenta, especificamente, sob a perspectiva da Teoria da Agência. Outra abordagem, utilizando conceitos da Economia dos Custos de Transação, por exemplo, poderia ser apresentada. No entanto, optou-se em seguir os estudos alinhados às definições propostas por Jensen e Meckling (1976).

Desse modo, a ênfase de todo o trabalho está relacionada às duas hipóteses antagônicas em relação à utilização de RPT's: (i) o potencial de expropriação da riqueza dos investidores por aqueles que, efetivamente, tomam as decisões corporativas, em um ambiente de separação entre propriedade e controle, como caracterizado por Berle e Means (1932); e (ii) o argumento de eficiência dessas operações por aqueles que se utilizam das mesmas.

Vale ressaltar, nesse ponto, que embora o ambiente seja, de fato, de separação, o modelo de estrutura de propriedade pulverizada idealizado pelos autores supracitados não é condizente com o modelo brasileiro, em que muitas companhias ainda possuem estrutura de propriedade concentrada. Esse fato faz com que o principal tipo de conflito de interesses nas companhias brasileiras ocorra entre acionistas controladores e minoritários, diferentemente do que ocorre em países como Estados Unidos e Inglaterra, por exemplo. No entanto, esse caráter não é uma barreira à utilização da Teoria da Agência como referencial teórico para esse estudo.

A segunda delimitação no campo teórico está relacionada à forma de obtenção dos benefícios privados de controle. Essa pesquisa destina-se a investigar a relação entre a existência de mecanismos de governança corporativa e a possibilidade de expropriação da riqueza dos investidores, via utilização de transações com partes relacionadas. Outras formas de expropriação, como a não concessão ao direito de *tag along*, por exemplo, não são avaliadas nesse trabalho.

Em relação às delimitações operacionais, devem ser levados em consideração os mecanismos de governança utilizados nessa pesquisa. São enfatizadas variáveis que se referem à existência de órgãos de supervisão e monitoramento. Outros mecanismos, como a existência de um mercado de aquisições hostis, o ativismo dos investidores institucionais ou a política de remuneração dos executivos, por exemplo, não são contemplados nessa pesquisa.

As delimitações de caráter metodológico se referem à composição do *corpus* de pesquisa e das fontes de coleta de dados, como detalhados no capítulo 3.

1.7 Descrição dos capítulos

Esta dissertação está organizada em cinco capítulos. O primeiro capítulo trata do contexto da pesquisa, da caracterização do problema, dos objetivos e hipóteses e da delimitação do problema. O capítulo seguinte traz a fundamentação teórica e apresenta o corpo conceitual sob o qual foi desenvolvida a presente pesquisa. O terceiro capítulo apresenta os procedimentos metodológicos adotados e o *corpus* analisado. O quarto capítulo traz a análise e a discussão dos resultados. Nas considerações finais são apresentadas as conclusões e limitações da pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A discussão sobre transações com partes relacionadas ocorre no contexto das teorias sobre governança corporativa e suas interfaces com o ambiente legal e as práticas contábeis de cada país, não apenas pela existência de leis, mas também pela capacidade de execução dos reguladores e fiscalizadores.

Deste modo, o panorama da literatura privilegiou três recortes: (i) aspectos conceituais relativos à governança corporativa, seus mecanismos e as questões de assimetria de informação; (ii) discussões sobre a abordagem legal para a governança corporativa; e (iii) principais estudos sobre transações com partes relacionadas.

2.1 Governança Corporativa: definições e conceitos

A literatura especializada traz diversas definições de governança corporativa. Possíveis explicações para isso seriam a existência de diferentes tipos de conflitos de interesse que a separação entre propriedade e controle pode gerar, e a dicotomia criada pela presença de duas correntes de pensamento no que se refere à definição da função-objetivo das empresas: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas, e a teoria de equilíbrio de interesses dos *stakeholders*.

Além disso, ao longo do tempo, o conceito vem se estendendo por diversos campos do conhecimento, e cada autor tenta definir o conceito de acordo com o tipo de conflito preponderante em sua própria pesquisa, ou de acordo com sua área de pesquisa, já que, conforme Silveira (2002, p. 5): “A governança corporativa é uma ampla área de pesquisa envolvendo finanças, economia e direito”.

Do ponto de vista de Shleifer e Vishny (1997, p. 737), o termo se relaciona com “os meios pelos quais os provedores de recursos das companhias tentam garantir, para si, o retorno sobre seus investimentos.”⁷, enfatizando os aspectos financeiros da governança corporativa. Vista

⁷ “*Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.*”

por outro prisma, a CVM (2002, p. 2), enquanto órgão regulador, se preocupa em chamar a atenção para a governança como um “conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores [...]”.

Por sua vez, Silveira (2004, p. 32) apresenta conceituação mais específica, ao defini-la “como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela redução dos problemas de agência, numa situação de separação entre propriedade e gestão”.

No contexto jurídico, ressalta-se a concepção de Souza (2005, p.105) que entende que a governança corporativa pode ser simultaneamente compreendida como um conjunto de princípios que norteiam objetivos e finalidades; e um meio de consecução de tais objetivos, fixando atribuições e organizando as relações entre os diversos órgãos da sociedade anônima. Neste sentido, a autora observa que a governança corporativa tem conotações práticas diferentes, dependendo se é vista como instrumento de auxílio na interpretação da lei ou como norma legal, um meio para impor a reestruturação da sociedade anônima e assegurar o equilíbrio entre seus órgãos e os diversos interesses envolvidos.

O IBGC (2009, p. 19) define governança corporativa de forma abrangente e atenta para os aspectos positivos decorrentes das boas práticas. Assim, é vista como

[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Considerando que o IBGC é uma instituição que agrega interesses profissionais e acadêmicos diversos, e de acordo com os objetivos e as justificativas para a realização dessa pesquisa, optou-se em seguir a definição proposta pelo referido instituto.

2.1.1 O problema do agente-principal e os conflitos de interesses

O atual ambiente empresarial é cada vez mais propício a mudanças em seus instrumentos de gestão. Desde a Revolução Industrial, as companhias vêm se desenvolvendo rapidamente, adotando gestões profissionalizadas, baseadas na remuneração, em detrimento de gestões centralizadas, realizadas por seus proprietários – ou fundadores. Neste sentido, afirmam Lopes e Martins (2005, p. 28) que foi o aparecimento da moderna corporação, com separação entre propriedade e controle, que fez surgir a possibilidade de que ocorram conflitos de interesse entre acionistas e administradores.

Em seu clássico trabalho, Berle e Means (1932) afirmavam que essa separação divide os indivíduos em duas categorias: dos que não têm posse, mas detêm o poder de decisão na empresa, e dos acionistas que não possuem controle sobre sua propriedade. Os autores chamavam atenção para a importância de se estudar quais as relações que se estabelecem entre esses dois grupos e como estas podem afetar a condução dos negócios.

Em sua obra, o advogado Adolf Berle e o economista Gardiner Means não fazem referência ao termo “relação de agência”. No entanto, já atentavam para o fato que, mais de 40 de anos depois, se tornaria o cerne das questões oriundas da moderna Teoria da Agência (do inglês, *Agency Theory*): frequentemente, os interesses dos administradores de uma empresa e seus proprietários são divergentes.

Em seu estudo seminal, Jensen e Meckling (1976, p. 310) definem uma relação de agência “[...] como um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) contratam os serviços de uma outra pessoa (agente) para desempenhar uma tarefa em seu benefício, delegando poder de decisão a esse agente.”⁸ Nesse artigo, os autores argumentam que, se tanto o agente como o principal visam à maximização de suas utilidades pessoais, então é razoável a suposição de que o primeiro poderá agir oportunisticamente, em detrimento do melhor interesse do segundo.

⁸ “We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”

Dessa forma, os conflitos de interesse oriundos das relações de agência são conhecidos por conflitos de agência – ou problemas de agência; e torna-se necessário tentar harmonizar os possíveis conflitos que surgem das relações entre acionistas e administradores (executivos), fornecendo incentivos para que os últimos tomem suas decisões no melhor interesse dos fornecedores de recursos. No entanto, alinhar os interesses desses grupos pode não ser viável em algumas situações.

Assim sendo, os acionistas tentam limitar o poder de decisão dos executivos estabelecendo formas de monitorar as atividades dos mesmos. Os gastos incorridos com esse monitoramento, na tentativa de alinhar interesses entre acionistas e executivos (principal e agente), são conhecidos como custos de agência.

De acordo com Becht, Bolton e Röell (2002), os problemas de agência entre acionistas e administradores são agravados pela estrutura de propriedade pulverizada. Nesse estudo, os autores realizam uma ampla análise dos problemas de agência em países com estrutura de propriedade predominantemente dispersa.

No entanto, Shleifer e Vishny (1997) afirmam que mercados com estrutura de propriedade pulverizada não são frequentes. De acordo com os autores, a presença de grandes acionistas é a situação mais comum em todo o mundo. Nesses casos, em que a estrutura de propriedade é concentrada, o conflito de agência se caracteriza pela possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos controladores.

Silveira (2004) atenta para outro tipo de conflito importante, que é aquele que surge com os credores, que também forneceram recursos e pretendem receber o retorno sobre seus investimentos, assim como os acionistas. Nesse caso, o conflito se apresenta na medida em que os recursos obtidos através da assunção de dívidas (por exemplo, financiamentos bancários ou emissão de debêntures), podem ser investidos de maneira sub-ótima por administradores e acionistas.

Para mitigar os riscos de expropriação, considerando os conflitos de interesse oriundos da separação entre propriedade e controle, os fornecedores de recursos utilizam diversos mecanismos de gestão, incentivo e controle, que são conhecidos, em conjunto, como

governança corporativa. Tais mecanismos podem ser classificados como internos e externos, e podem ser vistos no item a seguir.

2.1.2 Mecanismos de governança corporativa

De acordo com a Teoria da Agência, mecanismos de governança corporativa são as instituições econômicas e legais que podem ser alteradas pelo processo político, com o intuito de diminuir os conflitos de interesses, garantindo aos fornecedores de recursos que estes receberão o retorno por seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Para Silveira (2002), os mecanismos de governança corporativa podem ser divididos em:

- **Mecanismos externos:**

- **Mercado de aquisição hostil:**

A existência de um mercado de aquisições hostis funciona como um mecanismo de governança corporativa, alinhando interesses de administradores e acionistas na medida em que a possibilidade de uma troca de controle serve como incentivo para que os administradores mantenham o valor da companhia elevado. O racional por trás desse argumento seria que ineficiências ou expropriações que ocasionassem uma diferença expressiva entre valor da empresa hoje e seu potencial valor percebido pelo mercado poderia incentivar investidores externos a adquirirem o seu controle.

- **Mercado de trabalho e de produtos competitivo:**

Em um mercado de trabalho e produtos competitivo, as empresas que não conseguem alocar recursos eficientemente, de forma a entregar os produtos ou serviços demandados por seus clientes, ou tornam-se alvos de aquisições, ou são obrigadas a trocar seus administradores, levando à perda do *status* e do emprego desses últimos. Por isso, esse também é considerado um mecanismo externo de alinhamento de interesses.

- **Relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente**
(auditoria e agentes do mercado financeiro):

As informações contábeis auditadas e divulgadas pelas empresas funcionam como uma ferramenta para que os acionistas possam monitorar os gestores. Neste sentido, Bushman e Smith (2001, p. 238) afirmam que a utilização das informações contábeis divulgadas para o público externo como mecanismo de controle, estimula a eficiência da governança nas corporações. Além disso, de acordo com Silveira (2002, p. 17): “Como boa parte dos contratos de incentivo entre gestores e acionistas se baseiam em medidas contábeis da companhia, ressalta-se o papel fundamental da contabilidade na governança corporativa”.

Por ter um papel fundamental na diminuição dos conflitos de agência, as práticas contábeis serão retomadas na próxima seção.

- **Mecanismos internos**

- **Conselho de administração:**

Há consenso na literatura sobre a relevância do conselho de administração nos sistemas de governança corporativa das empresas. Sua importância para a diminuição dos problemas de agência não é contestada, uma vez que os conselheiros são eleitos pelos próprios acionistas, em assembleia geral, e suas principais e exclusivas funções são: monitorar as atividades dos executivos, garantindo que estes estejam agindo no melhor interesse dos acionistas, e ratificar as decisões mais importantes, que possam pôr em risco a sobrevivência da companhia no longo prazo. No entanto, para que a companhia seja, de fato, bem governada, é necessário garantir o papel ativo e independente dos membros do conselho.

- **Sistema de remuneração:**

A utilização da remuneração variável, com o objetivo de que os administradores passem a agir no melhor interesse de todos os acionistas também funciona como um mecanismo interno de governança corporativa. O argumento, nesse caso, é que se os administradores possuem parte de sua remuneração atrelada ao desempenho da companhia, então eles devem estar

mais motivados a agir de acordo com os interesses dos proprietários (acionistas).

- **Estrutura de propriedade**

- (posse de ações pelos gestores e conselheiros):**

- Sobre a estrutura de propriedade, Okimura (2003, p. 25) afirma que a literatura também considera a posse significativa de ações por investidores externos à empresa. Para conceituar a posse significativa, o autor utiliza a definição aceita por Denis (2001), de que um investidor que possua mais de 5% das ações de uma empresa é um acionista significativo, tendo maior incentivo e poder para monitorar a administração.

Quando presentes individualmente, os mecanismos de governança não são capazes de inibir amplamente a ocorrência dos conflitos de agência. Cada um atua em níveis diferentes e de formas específicas para o alinhamento de interesses dentro das organizações.

Assim, cada empresa possui um sistema de governança próprio, que pode ser mais eficiente na medida em que contribui para a diminuição dos conflitos de interesse, assegurando que o objetivo de maximizar valor para os acionistas esteja sendo cumprido.

2.1.3 Informação assimétrica, práticas contábeis e governança corporativa

O conflito de agência é agravado pela existência de problemas de assimetria informacional, que se caracterizam quando, em uma operação, uma das partes possui mais informação do que a outra (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007; LOPES, 2004).

É nesse contexto de conflitos de agência e informação assimétrica que surge a governança corporativa. Neste sentido, afirmam Gillan e Starks (2003, p.1):

A necessidade de governança corporativa emerge dos potenciais conflitos de interesse entre os *stakeholders* na estrutura corporativa. Esses conflitos, frequentemente chamados de problemas de agência, surgem de duas fontes principais. Primeiro, diferentes participantes possuem diferentes objetivos e

preferências. Segundo, os participantes possuem informação imperfeita em relação às ações, conhecimentos e preferências uns dos outros.⁹

Assim, a divulgação de informações, preparadas em consonância com os princípios e normas contábeis, contribui para aumentar a credibilidade da empresa perante todos os interessados, já que quanto maior a abertura de informações relevantes sobre a empresa (*disclosure*), maior a redução da assimetria informacional, o que deve levar à diminuição dos conflitos de agência e ao aumento da qualidade da governança corporativa.

Espera-se que o aumento da transparência pelas empresas resulte na diminuição da assimetria da informação. Assim, a informação contábil tem um importante papel nos sistemas de governança corporativa, funcionando como um instrumento de monitoramento dos gestores pelos investidores e, portanto, diminuindo o risco de expropriação tomado pelos financiadores da empresa (BUSHMAN; SMITH, 2003; LIMA, 2009).

Sob o prisma da Teoria da Agência, administradores e controladores podem utilizar diferentes artifícios para expropriar riqueza das companhias. Um deles é fazendo uso das transações com partes relacionadas. Como exemplo, podem ser citados a realização de operações comerciais ou financeiras, envolvendo ativos ou títulos das companhias a preços abaixo daqueles praticados no mercado com outras empresas do mesmo grupo; e a transferência de lucros (ou prejuízos) para empresas nas quais possuem maiores (ou menores) participações. Essa prática é conhecida na literatura por *tunneling* e, de acordo com Silveira (2002, p. 16), embora esses mecanismos sejam, eventualmente, legais, produzem o mesmo efeito que um roubo.

Sobre as operações de *tunneling*, afirmam Atanasov, Black e Ciccotello (2008, p. 39): “Especialmente em um ambiente de crescimento corporativo global, a transparência necessária para detectar e medir as operações de *tunneling* depende de um tratamento contábil uniforme e de regras de evidenciação.”¹⁰

⁹ “The need for corporate governance arises from the potential conflicts of interest among participants (stakeholders) in the corporate structure. These conflicts of interest, often referred to as agency problems, arise from two main sources. First, different participants have different goals and preferences. Second, the participants have imperfect information as to each others’ actions, knowledge, and preferences.”

¹⁰ “Especially in an increasingly global corporate environment, the transparency necessary to detect and measure tunneling is dependent upon uniform accounting treatment and disclosure requirements.”

Dessa forma, o processo contábil – identificação do fenômeno econômico, mensuração de seu valor, reconhecimento e divulgação da informação, quando realizado respeitando a primazia da essência sobre a forma, atua como importante redutor da assimetria informacional, já que as informações sobre a realidade econômica, financeira e patrimonial das companhias, antes de domínio exclusivo dos administradores, passam a ser divulgadas para acionistas, credores e outros *stakeholders*. A exemplo disso, Hendriksen e Van Breda (2007, p. 50) afirmam que:

[...] à medida que empreendimentos comerciais foram dando lugar a companhias permanentes, e mais capital era exigido para empreendimentos industriais, as contas de capital dos proprietários e as demonstrações de lucro adquiriram maior importância e a contabilidade começou a produzir relatórios periódicos aos proprietários.

Portanto, espera-se que aumentar a transparência em relação aos atos da administração e harmonizar as práticas contábeis, seja benéfico para o mercado, na medida em que contribui para amenizar possíveis conflitos de agência, mitigando o risco de expropriação da riqueza de acionistas e credores, e melhorando a qualidade da governança corporativa nas companhias.

Adicionalmente, acredita-se que essa maior transparência e a harmonização das práticas contábeis também tenham reflexos sobre a abertura de informações em relação às transações com partes relacionadas, aumentando o poder de monitoração dos acionistas minoritários, o que deve diminuir o potencial de expropriação intrínseco a essas operações.

2.2 Ambiente legal e estrutura de propriedade

O ambiente legal de um país pode ser entendido como o conjunto de normas ou medidas legais, emanadas pelo Estado e de caráter coercitivo, que regem suas instituições. Já a regulação é um fenômeno da vida em sociedade, e pode ser analisada de forma multidisciplinar. A sociologia, por exemplo, busca explicar como os valores de alguns indivíduos são legitimados e impostos a outros, fazendo surgir a necessidade de se adotar medidas de controle social. Por outro lado, a visão antropológica procura explicar o surgimento e a evolução da regulação como manifestação cultural do homem enquanto homem, bem como as formas que ela assume nas diferentes raças e culturas (POHLMANN; ALVES, 2004).

Outros autores também acreditam que os valores humanos, individuais e sociais, têm grande influência sobre a forma como os sistemas legais operam em diferentes países. Glaeser e Shleifer (2001, p. 2), por exemplo, argumentam que “a exigência central na concepção de um sistema jurídico é a proteção dos aplicadores da lei da coerção pelos litigantes, quer através de violência ou subornos. Quanto maior o risco de coerção, maior a necessidade de proteção e controle das forças da lei pelo Estado.”¹¹

Essa é a principal premissa que os autores utilizam nesse estudo para justificar muitas das diferenças que até hoje se perpetuam entre os dois principais sistemas legais existentes atualmente: a do direito codificado (que possui muitas de suas práticas advindas do direito francês – *civil law*) e do direito consuetudinário (originário das tradições inglesas – *common law*).

O fato de a Inglaterra ser historicamente mais pacífica permitiu o aparecimento e o desenvolvimento de julgamentos com a utilização de júris populares. Já a França, por ser mais violenta e, portanto, mais propensa à coerção dos executores da lei pelos acusados, gerou a necessidade para o Estado em designar e proteger os juízes indicados tanto para coletar as evidências como para efetivamente julgar os litigantes (GLAESER; SHLEIFER, 2001).

Assim, acredita-se ser verossímil a hipótese de que os sistemas jurídicos são decorrências naturais da interação entre os membros de uma sociedade, seus valores e princípios. Possuindo diversas facetas, a regulamentação pode ser analisada sob vários enfoques, entre os quais o sociológico e o antropológico, que estão diretamente relacionados aos aspectos culturais de cada povo. Desse modo, as diferenças culturais também podem ser consideradas fatores importantes quando se analisam os sistemas legais e, consequentemente, as práticas contábeis e de governança corporativa adotadas pelos países.

Embora não tenham sugerido, explicitamente, que o aspecto cultural seja um dos fatores determinantes da escolha do modelo contábil adotado pelos diversos países, os estudos de Hofstede (1984 e 1991) estão entre os pioneiros a relacionar aspectos culturais e práticas de negócios. Apoiado nos conceitos de dimensões culturais propostos por Hofstede em seu

¹¹ A central requirement in the design of a legal system is the protection of law enforcers from coercion by litigants through either violence or bribes. The higher the risk of coercion, the greater the need for protection and control of law enforcers by the state.

estudo seminal, Gray (1988) propõe quatro dimensões de valores contábeis, relacionando diretamente os fatores culturais com a contabilidade. Mais recentemente, Zarzeski (1996), Nobes (1998) e Douppnik e Riccio (2006) também trazem evidências de que existem relações entre aspectos culturais e práticas contábeis.

A ideia de que as práticas contábeis adotadas pelos países são influenciadas por fatores de diversas naturezas, entre os quais, aspectos históricos, culturais e institucionais tem grande aceitação entre os pesquisadores. Nobes, em 1987, já apresentava diversas razões para as diferenças encontradas entre as práticas contábeis internacionais e, entre elas, a influência do ambiente legal.

Complementarmente, Jaggi e Low (2000) encontram evidência empírica de que companhias inseridas em países de direito consuetudinário possuem maior grau de evidenciação em suas demonstrações contábeis do que as companhias de países de direito codificado. Segundo Weffort (2005), isso ocorre porque em países de direito codificado a proteção aos direitos do investidor é mais fraca, tanto em relação às leis, como em relação ao *enforcement*. Assim, esses se sentem menos propensos a investir, inibindo o desenvolvimento do mercado de capitais e, portanto, desestimulando a evidenciação.

De acordo com Lopes e Martins (2005, p. 47), “a liberdade dada aos administradores pela legislação societária de cada país tem papel significativo nas decisões tomadas sobre assuntos contábeis”. Sob essa perspectiva, quando a legislação é falha, ou o poder de execução da autoridade é fraco, os problemas de agência e informação assimétrica podem se agravar, já que os executivos não se sentem motivados a cumprir as regras impostas pela regulamentação societária e pelos modelos contábeis adotados.

Além disso, em países com legislações societárias flexíveis, que permitem aos administradores realizar escolhas contábeis sem critérios bem definidos, esses podem vir a tomar decisões de forma a gerenciar resultados, visando seus próprios interesses, como, por exemplo, postergar despesas ou antecipar receitas; ou ainda, manipular políticas de investimento e de distribuição de dividendos. Fica evidente que, nesses casos, o uso da contabilidade como instrumento de redução da assimetria informacional pode ficar prejudicado, gerando falhas no sistema de governança das companhias.

Se por um lado existem indícios de que a fraca proteção legal aos investidores desestimula a transparência por parte dos administradores, por outro lado, Lanzana (2004, p. 14) argumenta que em países com legislação menos rígida, como os emergentes, os investidores sentem-se mais inseguros e, portanto, a abertura voluntária de informações é mais importante.

Sobre a insegurança dos investidores, Lopes e Martins (2005, p. 45-46) argumentam que se os investidores não confiam no sistema legal operante, eles procuram obter o controle da companhia, de forma a limitar o poder dos gestores.

Assim, argumenta-se que as diferentes práticas contábeis adotadas pelos países, estão relacionadas ao ambiente legal, e esses, por sua vez, estão associados, pelo menos em parte, à presença de grandes acionistas, assunto que será discutido na próxima seção.

2.2.1 Grandes acionistas: Melhor monitoramento ou expropriação?

Como foi apresentado na seção anterior, parece razoável supor que os investidores procurem obter o controle das companhias em ambientes jurídicos nos quais possuem uma percepção de risco de expropriação maior.

De fato, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) afirmam que a existência de estruturas de propriedade concentradas está negativamente relacionada à proteção dos direitos dos investidores. Complementarmente, Gorga (2005, p. 116) afirma que: “como a qualidade da proteção ao investidor está diretamente relacionada com a ocorrência de companhias com propriedade pulverizada, os países de direito consuetudinário, naturalmente, terão um maior número delas”.

Existem diversas evidências de que grande parte das companhias brasileiras apresentam estrutura de propriedade concentrada: Valadares e Leal (2000), por exemplo, conduziram um estudo sobre a estrutura de controle e propriedade em 325 companhias de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa, atual BM&FBovespa). Os resultados evidenciaram um elevado nível de concentração de propriedade, sendo que em 62% dos casos, um único acionista possuía mais de 50% das ações com direito a voto, o que garante o controle efetivo da companhia.

Confirmando e atualizando tal estudo, Silveira (2002, p. 96) apresenta um perfil médio da estrutura de propriedade das empresas não-financeiras de capital aberto brasileiras, para os anos de 1998, 1999 e 2000. De acordo com o levantamento do autor, os participantes dos acordos de acionistas (bloco de controle) possuíam, em média, nos respectivos anos, 75,0%, 76,2% e 77,1% das ações com direito a voto. Tais resultados são importantes, pois além de corroborar estudos anteriores, já na década passada reforçavam a importância da necessidade de aperfeiçoamento do ambiente jurídico brasileiro.

Assim, considera-se válida a premissa de que a diversidade dos sistemas legais está associada à estrutura de propriedade preponderante nos mercados de capitais de diferentes países. Mais especificamente, acredita-se que países de direito codificado, como o Brasil, estão associados à menor proteção legal aos investidores, e à existência de companhias com estruturas de propriedade concentrada.

Argumenta-se, do exposto anteriormente, que o principal problema de agência no Brasil, não é o conflito entre acionistas e administradores (executivos), como em países como Estados Unidos e Inglaterra, mas sim entre os acionistas controladores e minoritários.

Embora existam conflitos causados pela estrutura de propriedade concentrada, a literatura também descreve que a presença de grandes acionistas pode trazer benefícios para as companhias (CLAESSENS *et alii*, 2002).

O principal benefício é o chamado efeito incentivo. Os grandes acionistas estariam mais motivados a monitorar os gestores, já que possuem maior quantidade de recursos investidos nas companhias. A premissa, nesse caso, é de que quanto maior a participação do controlador na companhia, maior o seu interesse na maximização do valor da mesma. No entanto, essa premissa só é válida quando os direitos sobre o fluxo de caixa são maiores do que os direitos de controle.

Quando os direitos de controle passam a ser maiores, a presença dos grandes acionistas pode gerar o que ficou conhecido na literatura por efeito entrenchamento (do inglês, *entrenchment*). Nesse caso, os acionistas controladores passam a utilizar seu direito de voto com o intuito de obter benefícios para si mesmos, em detrimento do benefício de todos os

acionistas, o que acarreta aos controladores um ganho acima do que conseguem obter os demais investidores.

De acordo com a literatura, um ambiente institucional propício à expropriação dos acionistas minoritários, ou seja, com fraca proteção legal, pode ser um dos motivos que explicam o elevado “prêmio de voto” nos processos de alienação de controle das companhias. A premissa por trás dessa afirmação é que quanto maior o valor esperado para os benefícios que podem ser extraídos das companhias, em detrimento dos acionistas minoritários, maior o prêmio pago pelas ações com direito a voto (NENOVA, 2001 e 2003; CROCI; CAPRIO, 2007; SAITO; SILVEIRA, 2008).

Todas as formas pelas quais os acionistas controladores conseguem enriquecer às custas dos acionistas minoritários são conhecidas, na literatura, pelo termo "benefícios privados de controle". As principais formas utilizadas pelos controladores para a obtenção de tais benefícios são, basicamente, através de (i) salários acima do mercado, (ii) operações abusivas de auto-negociação com a corporação, (iii) *insider trading*, ou (iv) a emissão de ações para si mesmos a preços diluidores. Em todas as jurisdições, a legislação societária tenta inibir tais práticas, mas com variados graus de sucesso. É importante ressaltar que nem sempre tais benefícios são pecuniários. Por exemplo, a satisfação pessoal de deter o poder de administrar uma grande empresa, o elevado prestígio pessoal oriundo da gestão de uma companhia com boa reputação, nepotismo e, até mesmo, o simples desejo de “fazer o que quer que seja de acordo com o próprio gosto pessoal” também podem ser considerados benefícios privados de controle (COFFEE, 2001; EHRHARDT; NOWAK, 2003).

Para efeitos desse trabalho, serão enfatizados os benefícios oriundos das operações abusivas de auto-negociação (*self-dealing*), conhecidas na literatura como transações com partes relacionadas e *tunneling*.

2.3 Transações com partes relacionadas

2.3.1 Contexto e prática

De acordo com Ryngaert e Thomas (2007, p.1), “transações com partes relacionadas são mecanismos potenciais de expropriação de acionistas pelos executivos através de auto-negociações”.¹²

Escândalos envolvendo questões de governança corporativa, em diversos países, estão associados, pelo menos em parte, à utilização de transações com partes relacionadas e à prática de gerenciamento de resultados, que são mecanismos empresariais intimamente relacionados no que se refere à transferência de riqueza. Entre os casos mais emblemáticos no mercado norte-americano, considerado um ambiente de forte proteção legal aos direitos dos investidores e de companhias com estrutura de propriedade pulverizada, podem ser citados:

- Enron (2001): pela norma contábil americana vigente na época, apenas as controladoras eram obrigadas a consolidar os resultados das SPE's (Sociedades de Propósito Específico). Os executivos da Enron, utilizando mecanismos de participações cruzadas e minoritários, constituíram diversas dessas empresas, nas quais eram sócios, mas nas quais a Enron detinha menos de 3% de participação. Dessa forma, essas empresas não apareciam no balanço consolidado da Enron, e eram utilizadas para gerar lucros fictícios e omitir passivos, transferindo a riqueza dos acionistas para si mesmos, por meio de remunerações variáveis baseadas em métricas contábeis e de contratos em condições muito diferentes das de mercado.
- Tyco (2002): embora tudo tenha começado com investigações em função de erros contábeis, na Tyco o grande problema não foi de fraude contábil. Diversos executivos da companhia, incluindo diretores e um conselheiro, tomaram empréstimos milionários do programa de empréstimos a empregados que a Tyco mantinha, e que nunca foram pagos, por entrarem no programa de perdão de dívidas também promovido pelos executivos da companhia.

¹² “*Related party transactions are potential mechanisms for insiders to expropriate outside shareholders via self-dealing*”.

Em resposta aos diversos escândalos ocorridos nos Estados Unidos, entre os quais os acima citados, o congresso norte-americano aprovou, em julho de 2002, a conhecida Lei Sarbanes-Oxley que, entre outras regras, proíbe os empréstimos a executivos (seção 402) e obriga que as empresas de capital aberto implementem diversos mecanismos de controles internos (seção 404).

Já nos ambientes jurídicos com baixa proteção legal aos direitos dos investidores, as operações com partes relacionadas que merecem mais atenção são aquelas realizadas entre a companhia e outras empresas do mesmo grupo, ou instituições de interesse dos controladores, como aquelas pertencentes a familiares e amigos. Entre os casos mais conhecidos nessas situações, estão:

- Parmalat (2003): os recursos eram desviados através de operações realizadas com outras empresas da família Tanzi, que controlava 51% do capital da Parmalat. Calisto Tanzi ocupava, simultaneamente, os cargos de presidente executivo e presidente do conselho de administração; e o comitê de auditoria era composto por dois executivos e um único conselheiro de independência não comprovada.
- Agrenco (2008): apenas oito meses após ter captado quase setecentos milhões de reais em sua estreia na bolsa de valores, a Agrenco entrou em dificuldades financeiras. O presidente executivo (que também ocupava o cargo de presidente do conselho de administração), seus principais sócios e executivos foram acusados de desvio de recursos, lavagem de dinheiro e fraudes contábeis. O escândalo também está associado às operações com partes relacionadas. Nesse caso, a empresa de um dos conselheiros independentes prestou serviços de assessoria na distribuição pública dos BDR's (*Brazilian Depositary Receipts*), o banco de investimentos que coordenou a operação havia emprestado mais de duzentos milhões para que a Agrenco pudesse alcançar as condições necessárias para abrir capital, e o único analista que fazia a cobertura das ações da empresa trabalhava para o banco coordenador.

Os fundos de investimento também possuem grande potencial de conflitos com a utilização de transações com partes relacionadas. Muitos administradores pertencem a instituições financeiras, as quais têm permissão para emitir títulos de crédito (CCB's – Cédulas de Crédito Bancário) e, embora a prática de adquirir tais títulos pelos fundos de investimento da mesma

instituição não seja permitida, a quebra do Banco Santos, em novembro de 2004, mostrou que o poder de fiscalização e *enforcement* do regulador ainda não é o ideal.

Apesar das regras de *Chinese wall*, que separam os recursos dos investidores dos ativos da instituição, as carteiras dos fundos de investimento geridos pelo Banco Santos possuíam diversas CCB's emitidas por essa mesma instituição financeira. Assim sendo, a liquidação do banco acabou afetando diretamente a *Santos Asset Management* – empresa responsável pela gestão dos fundos de investimento, e que deveria ser totalmente independente do banco (SADDI, 2005).

Do exposto, pode-se perceber que as RPT's são potencialmente conflituosas porque, de acordo com a Teoria da Agência, preconizada por Jensen e Meckling (1976), existe uma divergência entre as decisões que maximizam a utilidade pessoal dos executivos (ou controladores, que possuem, efetivamente, o poder de decisão), e aquelas que maximizam o valor da companhia. Além disso, fica claro que existem diversas maneiras não necessariamente ilegais, pelas quais essas operações podem ser prejudiciais às companhias e aos seus acionistas. Portanto, torna-se necessário entender os principais aspectos jurídicos que se relacionam com a utilização de transações com partes relacionadas no mercado brasileiro.

2.3.2 Aspectos jurídicos

Embora a legislação brasileira estabeleça normas para a utilização de transações com partes relacionadas visando proteção aos pequenos investidores, é importante observar que se trata muito mais de um conjunto de princípios orientadores de boas práticas que de regras de conduta. Assim, o regulador prevê que o administrador possa se valer do auto juízo sobre o potencial benefício de tais operações para realizá-las.

O aspecto positivo dessa abordagem é o não engessamento das práticas empresariais, conferindo autonomia para que os executivos possam utilizar seus conhecimentos e experiência sobre o mercado para selecionar as opções mais benéficas para sua companhia. Por outro lado, quando a decisão sobre a avaliação de mérito das operações fica subordinada a um administrador, abre-se a possibilidade de que ocorram conflitos de interesse com os acionistas minoritários, dado que a eleição do administrador passa pela aprovação em

assembleia de acionistas. Isto significa que, em teoria, o administrador pode favorecer os interesses daqueles que o elegeram, em detrimento do benefício da companhia em geral.

Sendo assim, a observância dos aspectos jurídicos depende dos princípios éticos que norteiam as decisões dos administradores, cujos resultados podem ser interpretados positivamente, ou negativamente, dependendo dos impactos das suas decisões para a empresa e todos os seus acionistas. Esta é a razão pela qual os aspectos jurídicos ganham relevância na governança corporativa e devem ser analisados no contexto dessa pesquisa.

Tecnicamente, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, no documento intitulado Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1), define:

Parte Relacionada é a parte que está relacionada com a entidade:

- (a) direta ou indiretamente por meio de um ou mais intermediários, quando a parte:
 - (i) controlar, for controlada por, ou estiver sob o controle comum da entidade (isso inclui controladoras ou controladas);
 - (ii) tiver interesse na entidade que lhe confira influência significativa sobre a entidade; ou
 - (iii) tiver controle conjunto sobre a entidade;
- (b) se for coligada da entidade;
- (c) se for *joint venture* (empreendimento conjunto) em que a entidade seja um investidor;
- (d) se for membro do pessoal-chave da administração da entidade ou de sua controladora;
- (e) se for membro próximo da família ou de qualquer pessoa referido nas alíneas (a) ou (d);
- (f) se for entidade controlada, controlada em conjunto ou significativamente influenciada por, ou em que o poder de voto significativo nessa entidade reside em, direta ou indiretamente, qualquer pessoa referida nas alíneas (d) ou (e); ou
- (g) se for plano de benefícios pós-emprego para benefício dos empregados da entidade, ou de qualquer entidade que seja parte relacionada dessa entidade.

Além disso, o referido documento (CPC, 2010, p. 4) define: “Uma transação com parte relacionada é a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida”.

É importante ressaltar que a Lei 6.404/76 (vulgarmente conhecida por “Lei das S.A.”), alterada recentemente pela Lei 11.941/2009, em seu artigo nº 243, fornece as definições de sociedades coligadas e controladas, bem como o conceito de influência significativa, como transcrito a seguir:

§1º São coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa.

§2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

[...]

§4º Considera-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la.

§ 5o É presumida influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.

Em relação à transparência de seus investimentos, o mesmo artigo da referida lei determina que a administração da companhia aberta deve divulgar, anualmente, os investimentos realizados em sociedades controladas e coligadas, incluindo as modificações ocorridas durante o exercício social. Além disso, em seu terceiro parágrafo, consta que a administração deve fornecer qualquer informação adicional sobre essas partes relacionadas que forem exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

No entanto, a aprovação dos atos da administração ocorre em assembleia de acionistas, em que o poder de voto é concentrado nos próprios controladores, que são os que elegem os administradores, e exclui a participação de detentores de ações preferenciais, razão pela qual pode se detectar vícios de origem na composição da assembleia, uma vez que em eventual situação de irregularidade, os potenciais prejudicados não teriam direito a voto ou veto.

Sobre as transações entre empresas relacionadas ao acionista controlador, a Instrução CVM 323/2000 considera como exercício abusivo do poder de controle “a celebração de contratos de prestação de serviços, inclusive de gerência e de assistência técnica, com sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado.” Tal instrução define, ainda, outras quatorze hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave. No entanto, para os propósitos dessa pesquisa, considera-se que esta seja a mais importante.

Em relação ao acionista controlador e seus deveres, o artigo 116 da “*Lei das S.A.*”, estabelece:

Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, e que use, efetivamente, seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Ainda de acordo com a legislação societária brasileira, o acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal deve cumprir com os deveres e responsabilidades do cargo, incluindo os deveres de diligência e lealdade para com a companhia. Quando em situação de conflito de interesse com a companhia, é vedado ao administrador (ou controlador exercendo tal função) intervir na operação social ou deliberação tomada pelos outros administradores, sendo obrigado a fazer constar, da ata de reunião, a extensão de seu interesse. O problema, nesse caso, é que a declaração do eventual conflito de interesse depende da manifestação voluntária do administrador, controlador ou conselheiro fiscal e os acionistas minoritários não detém essa informação, e não podem, *a priori*, intervir no processo para evitar a expropriação da própria riqueza. A assimetria de informação entre os controladores e outros acionistas está na base desse conflito.

A respeito das situações em que existam interesses conflitantes com os da companhia, a legislação societária brasileira estabelece que, nessa condição, qualquer acionista deve abster-se de votar, sob pena de ser responsabilizado pelos danos causados à companhia, e de transferir, obrigatoriamente, para a companhia, os benefícios que tiver auferido. Assim sendo, em eventual irregularidade, os procedimentos para correção só podem ser adotados após a ocorrência do prejuízo, quando os mecanismos jurídicos deveriam contribuir para prevenir tais situações.

Do exposto anteriormente, percebe-se que no Brasil, as principais estratégias jurídicas adotadas com o intuito de evitar conflitos de interesses na utilização de RPT's são: (i) o estabelecimento de princípios com o objetivo de nortear o comportamento de administradores e controladores; e (ii) a transparência obrigatória de informações relevantes sobre as RPT's (SILVEIRA; PRADO; SASSO, 2008).

Portanto, os administradores, controladores, ou empresas do mesmo grupo econômico, somente deveriam contratar com a companhia em condições idênticas às que prevalecem no mercado, ou quando é possível provar a todos os acionistas, que tais contratos, de fato, trazem vantagens competitivas e de qualidade para todos.

2.3.3 Principais estudos sobre as transações com partes relacionadas

Como foi exposto anteriormente, não há consenso na literatura de que as RPT's sejam totalmente nocivas para as companhias, e existem evidências que corroboram ambas as hipóteses: tanto a hipótese de conflitos de interesse, como a hipótese de transações eficientes.

Além disso, frequentemente, as pesquisas sobre transações com partes relacionadas associam a expropriação de acionistas minoritários a ambientes jurídicos com fraca proteção aos direitos dos investidores.

Neste sentido, utilizando dados sobre as normas jurídicas que regulam as operações com partes relacionadas de 72 países, Djankov *et alii* (2008) constroem um índice anti-auto-negociação, com o intuito de estudar a expropriação de minoritários por *insiders* (administradores e controladores). Os autores encontram indícios de que países com melhor proteção aos direitos dos acionistas minoritários estão associados a mercados de capitais mais desenvolvidos, e a estruturas de propriedade predominantemente dispersas. Além disso, mostram evidências de que países com menor proteção legal apresentam maior número de empresas estatais e familiares, e menor grau de separação entre propriedade e gestão.

Por sua vez, Khanna e Palepu (2000) afirmam que os mercados emergentes, como a Índia, têm mau funcionamento de suas instituições econômicas e legais, o que gera graves problemas de agência e assimetria de informação. Portanto, nesses mercados, os grupos empresariais têm potencial tanto para oferecer benefícios para suas empresas afiliadas, como para destruir valor. Usando o Q de Tobin e o índice ROA como medidas de desempenho, os autores encontram uma relação quadrática entre a diversificação do grupo empresarial e o desempenho, de forma que o desempenho cai à medida que o grupo se torna mais diversificado, isto é, com o aumento de partes relacionadas. No entanto, após um determinado nível de diversificação, o desempenho das empresas do grupo volta a melhorar.

Adicionalmente, outras análises do estudo de Khanna e Palepu (2000) evidenciam que, na Índia, empresas que pertencem a grupos empresariais possuem melhor desempenho que aquelas que não são afiliadas a nenhum grupo, o que evidencia que tais transações podem ser benéficas, mesmo em mercados emergentes com fraca proteção legal aos direitos dos investidores.

Contrariando as suposições de que problemas de expropriação de minoritários se relacionam a ambientes com fraca proteção legal, como os mercados emergentes, Johnson *et alii* (2000) apresentam três exemplos de obtenção dos benefícios privados de controle (expropriação de acionistas minoritários) ocorridos de forma legal, em países considerados desenvolvidos (Bélgica, França e Itália). De acordo com os autores, que intitulam seu estudo por “*Tunneling*”, o termo foi originalmente usado para caracterizar a expropriação dos acionistas minoritários na República Tcheca, descrevendo a transferência de riqueza das empresas para seus controladores, como se os ativos fossem removidos através de um túnel subterrâneo¹³.

Por outro lado, de acordo com Jian e Wong (2003), o fraco sistema jurídico encontrado na China é um dos fatores que torna favorável a utilização de transações com partes relacionadas como mecanismos de *tunneling*. Usando uma amostra de 131 empresas listadas em bolsa, os autores constataam que aquelas que são controladas por grupos empresariais se envolvem com mais frequência em operações com partes relacionadas. O estudo mostra que antes da emissão de novas ações, por exemplo, essas empresas têm incentivos para inflar seus ganhos e reportar altas receitas. Assim sendo, são encontrados níveis anormais (bastante altos) de vendas para partes relacionadas, principalmente para seus acionistas controladores e empresas do grupo. No entanto, assim que essas empresas conseguem gerar fluxos de caixa livres, desviam os recursos de volta, fornecendo generosos créditos comerciais às outras empresas do grupo.

Os resultados da análise do retorno das ações no estudo de Jian e Wong (2003) trazem evidências de que as vendas para partes relacionadas são percebidas pelo mercado como oportunistas, e os empréstimos para partes relacionadas são negativamente correlacionados com o valor da empresa, medida pelo Q de Tobin e pelo índice *Market-to-Book*.

¹³ “In this paper, we use the term “tunneling,” coined originally to characterize the expropriation of minority shareholders in the Czech Republic (as in removing assets through an underground tunnel), to describe the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of those who control them.”

Outras evidências de que as transações com partes relacionadas podem ser vistas pelo mercado de forma desfavorável podem ser encontradas na pesquisa de Gordon, Henry e Palia (2004). O estudo traz evidências de que existe uma relação negativa tanto entre a frequência de utilização das RPT's, como entre o volume em dólares das RPT's, e o retorno ajustado ao risco das companhias. Adicionalmente, os pesquisadores encontram uma relação, também negativa, entre qualidade de governança corporativa e a utilização de grandes volumes de RPT's, em dólares. Os autores encontram indícios de que no período antecedente à promulgação da Lei Sarbanes-Oxley, que proibiu o empréstimo a executivos e conselheiros, a utilização de RPT's era bastante frequente, envolvendo igualmente conselheiros externos e executivos. O estudo também sugere que a proporção de empréstimos para partes relacionadas era menor que a proporção de outros tipos de transações com partes relacionadas, tais como compras ou a contratação de serviços diretos.

Apesar das evidências encontradas por Jian e Wong (2003) e Gordon, Henry e Palia (2004), de acordo com Cheung, Rau e Stouraitis (2004), os indícios de que os investidores percebem o risco de expropriação de forma a impactar negativamente o valor das empresas que realizam RPT's são limitados. Usando uma amostra de 328 registros de operações entre as companhias listadas na bolsa de Hong Kong e seus acionistas controladores, ao longo do período entre 1998 e 2000, os pesquisadores encontram evidências de que os acionistas minoritários sofrem perdas significativas em companhias que realizam RPT's. No entanto, não são encontrados indícios de que os investidores se protejam desses riscos através da utilização de taxas de desconto maiores para companhias com grande potencial de utilização dessas transações.

De acordo com Cheung, Rau e Stouraitis (2004), possíveis explicações para não haver desconto *a priori* no valor de companhias com alto potencial para utilização de RPT's seriam: (i) a possibilidade de expropriação se reflete no mercado de Hong Kong de modo geral, ou seja, o desconto é generalizado, o que só poderia ser testado com estudos comparativos com outros países; e (ii) ainda que exista a possibilidade de transferência de riqueza em épocas de estabilidade, também é possível que os controladores sustentem as companhias com recursos próprios, em momentos de crise econômica.

Além das evidências encontradas para ambas as hipóteses, “transações eficientes” ou “conflitos de interesses”, uma terceira abordagem para os estudos de RPT's também é possível. Chen e Chien (2007), por exemplo, investigam se e como os diferentes tipos de

estrutura de governança afetam a relação entre RPT's e desempenho corporativo. De acordo com a pesquisa, em empresas com sobreposição de cargos de Presidente do Conselho de Administração e Presidente Executivo, na mesma pessoa, assim como nas empresas com mais de 40% de diferença entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa, as RPT's têm impacto negativo no desempenho, mesmo entre aquelas que possuem supervisores internos. Em contrapartida, as empresas com supervisores externos não apresentam diferença significativa de desempenho, embora tenham diferenças de governança. A diferença no desempenho é explicada pelo fato de que o mecanismo de monitoramento é limitado no caso de supervisores internos, permitindo mais liberdade para que as RPT's sejam utilizadas como *tunneling*.

Outra pesquisa seguindo a mesma abordagem pode ser encontrada na China. Cheung *et alii* (2008) realizaram um estudo das operações com partes relacionadas entre empresas chinesas de capital aberto e seus controladores, durante o período de 2001 a 2002. Foram encontrados indícios de que essas companhias estão mais sujeitas à expropriação do que auferir benefícios por meio desses contratos firmados com seus controladores, embora existam ganhos para algumas companhias. Essas últimas estão associadas a piores desempenhos operacionais no exercício fiscal anterior ao anúncio da RPT, e à maior participação do Estado como controlador. Além disso, tendem a possuir acionistas estrangeiros e serem listadas no exterior. Os autores encontram, também, evidências de que companhias que praticam *tunneling* estão relacionadas a menores níveis de evidenciação.

Utilizando uma amostra de 254 contratos de compra e venda de ativos em Hong Kong, no período de 1998 a 2000, Cheung *et alii* (2009) encontram evidências de que companhias com ações cotadas em bolsa adquirem ativos de partes relacionadas a preços mais elevados, e vendem ativos a preços mais baixos, quando comparados a operações do tipo *arm's length*. Além disso, de acordo com o estudo, os mecanismos de governança corporativa têm pouco impacto sobre essas transações, com exceção dos comitês de auditoria. Companhias que possuem comitê de auditoria possuem maior influência sobre os preços das transações com partes relacionadas, invertendo as situações acima descritas.

Em estudo recente, Chien e Hsu (2010), encontram evidências empíricas de que a existência de mecanismos de governança corporativa, como, por exemplo, a divulgação de demonstrativos financeiros auditados pelas renomadas companhias internacionais de auditoria

e a presença de conselheiros de administração independentes, pode desempenhar funções de moderação nas transações com partes relacionadas, fazendo com que as empresas, ao realizar contratos com partes relacionadas, os utilizem, realmente, como operações eficientes, em detrimento das operações de transferência de riqueza. Este estudo é referência para o modelo econométrico adotado nesta pesquisa.

Adicionalmente, Peng, Wei e Yang (2010), utilizam dados de transações com partes relacionadas ocorridas na China para testar o modelo proposto por Friedman, Johnson e Mitton (2003), segundo o qual, os acionistas controladores optam por expropriar ou beneficiar as empresas com ações cotadas em bolsa, em função da magnitude de um choque adverso ou dos benefícios privados de controle que possam ser auferidos. Os autores encontram fortes evidências que corroboram a hipótese de que *tunneling* e sustentação de ganhos (*propping up* – aporte de recursos do próprio controlador) podem ocorrer na mesma empresa, em momentos diferentes, corroborando com a hipótese levantada por Cheung, Rau e Stouraitis (2004). Quando as empresas estão financeiramente saudáveis, os controladores tendem a utilizar operações de *tunneling* para expropriar os acionistas minoritários, e o mercado reage de forma desfavorável ao anúncio dessas RPT's. No entanto, em momentos de dificuldades financeiras, os controladores sustentam os ganhos das empresas com seus próprios recursos, fazendo com que o mercado reaja favoravelmente.

No Brasil, o estudo de Silveira, Prado e Sasso (2008) identifica as principais estratégias jurídicas utilizadas para evitar os problemas oriundos do uso de transações com partes relacionadas, e compara as normas brasileiras com as de outros países, utilizando a estrutura proposta por Kraakman *et alii* (2004). Neste sentido, os pesquisadores constatarem que as regras de conduta com análise *ex-post* e a transparência obrigatória de informações relevantes são as principais estratégias utilizadas no país. Do ponto de vista quantitativo, utilizando uma amostra de empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa no ano de 2006, a pesquisa encontra evidências de que existe uma relação negativa entre o nível de utilização dessas transações e a qualidade da governança corporativa, e uma relação, também negativa, entre a relevância das RPT's e o valor de mercado das companhias. Tais resultados contribuem para reforçar a hipótese de conflitos de interesse em detrimento da hipótese de transações eficientes. O estudo também contribui para melhor compreensão dos impactos das estratégias jurídicas adotadas pelos países na prevenção de situações de conflito.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação da pesquisa

Quanto ao método, a pesquisa pode ser classificada como exploratória, uma vez que procura sistematizar conhecimentos pouco desenvolvidos em uma determinada área, com o objetivo de buscar informações, desenvolver e esclarecer conceitos, e procurar padrões ou ideias a respeito do problema em estudo (COLLIS; HUSSEY, 2005). De fato, pesquisas sobre governança corporativa que incorporam variáveis de transações com partes relacionadas são escassas no Brasil. Portanto, o tema como objeto de pesquisa nas ciências contábeis apresenta potencial para obtenção de novas informações, que permitam melhor compreensão dos eventos a serem investigados.

É também explanatória, já que tem como objetivo entender fenômenos, descobrir e mensurar relações (COLLIS; HUSSEY, 2005). Neste sentido, a pesquisa visa esclarecer e tornar inteligível o tipo de relação entre as variáveis econômico-financeiras e de governança corporativa. Busca também embasar a investigação em arcabouço teórico, no caso a Teoria da Agência, e suas implicações no desempenho das empresas.

Quanto aos meios utilizados para a sua operacionalização, a pesquisa classifica-se como documentária, pois é realizada em documentos de arquivos públicos (VERGARA, 1997).

3.2 População e amostra

O objetivo inicial do trabalho foi o de verificar se a presença de mecanismos de supervisão e monitoramento de governança corporativa poderia interferir na relação entre utilização de RPT's e desempenho das companhias de capital aberto no Brasil. Para tanto, utilizou-se inicialmente uma amostra contendo 190 companhias que representavam 99% do valor de mercado de todas as companhias de capital aberto com registro ativo na BM&FBovespa, em 31 de dezembro de 2009.

Foi constituído um banco de dados com informações extraídas da seção 16.2 dos formulários de referência divulgados pelas referidas companhias.

No entanto, diversos problemas de inconsistência desses dados tornaram inviável a proposta de pesquisa com as 190 companhias que compunham a amostra inicial, obrigando a definição de novos critérios para seleção de segundo *corpus* de pesquisa.

Entre as diversas barreiras à utilização dos dados disponibilizados pelas companhias nos formulários de referência divulgados em 2010, referentes à data-base 31 de dezembro de 2009, destacam-se a(o):

1. Não identificação da parte relacionada, o que impossibilita a identificação de subsidiárias integrais;
2. Não identificação da relação entre a companhia e a parte relacionada, o que impede a avaliação do potencial de expropriação;
3. Preenchimento de informações em campos incorretos, causando dois problemas: a repetição da mesma informação em campos diferentes e a carência de informação no campo correto, o que gera inconsistências e incompletude da base de dados;
4. Incompreensão do conceito de “transações com partes relacionadas”, que leva as companhias ao preenchimento do campo “objeto contratado” com informações sobre outros tipos de transações, não necessariamente RPT’s, como, por exemplo, distribuições de lucros, o que compromete a confiabilidade dos dados informados;
5. Excesso de informações não relevantes para o propósito da divulgação, causando muitos ruídos e dificultando a identificação e a análise das informações de interesse dos acionistas minoritários;
6. Inconsistências no preenchimento de diferentes campos da seção 16.2 do formulário de referência com informações conflitantes, como por exemplo, companhias que afirmam possuir contratos de mútuo que não são empréstimos;
7. Informações que deveriam estar na seção 16.2 foram preenchidas nas seções do formulário 16.1 e/ou 16.3, cuja padronização difere da 16.2, o que inviabilizou a extração e coleta de dados em tempo hábil para conclusão da pesquisa, além do risco inerente à subjetividade na leitura dos textos descritivos (“Políticas de Transações com Partes Relacionadas” e “Tratamento de Conflitos”);
8. O saldo das transações deveria ser informado para as datas-base 31 de dezembro de 2009, 31 de dezembro de 2008 e 31 de dezembro de 2007. No entanto, observou-se que muitas companhias divulgam saldos para datas diferentes, por exemplo, 31 de março de 2010 ou 30 de junho de 2010, o que leva à rejeição desses dados; e

9. Empresas que não prestaram informações. Entre as justificativas, constam algumas de caráter estratégico, outras que alegam não possuir RPT's, e algumas que alegam dificuldades de adequação da informação no formato proposto pelo formulário.

Na constituição do novo *corpus* de pesquisa, optou-se por restringir o estudo à amostra de companhias com ações negociadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa, composta por 123 companhias em 31 de outubro de 2011.

A escolha dessa nova amostra foi motivada pelo fato de que tais companhias possuem, voluntariamente, maior comprometimento com práticas de governança corporativa. Desse modo, parece razoável supor que possuam maiores níveis de transparência e melhor qualidade e consistência da informação divulgada.

Para evitar os problemas decorrentes da primeira amostra, em relação à qualidade das informações extraídas dos formulários de referência, optou-se por coletar os novos dados sobre transações com partes relacionadas das notas explicativas às demonstrações financeiras, que embora não padronizadas, têm maior potencial de confiabilidade, uma vez que passam pelo crivo das auditorias independentes.

A escolha dessas companhias possibilitou uma delimitação temporal maior e mais atualizada, já que permitiu agregar dados referentes ao ano fiscal de 2010. Complementarmente, essa opção trouxe como benefício a possibilidade de utilizar o modelo econométrico de análise de dados em painel, permitindo uma análise diacrônica do desempenho dessas companhias.

3.3 Definições teóricas e operacionais das variáveis

As definições, quando sistematizadas e inseridas em contextos específicos, contribuem para remover ambiguidades, facilitar o compartilhamento e possibilitar a operação prática dos conceitos. Portanto, considerando que este estudo se propõe a encontrar evidências de que as interações entre variáveis de governança corporativa e de transações com partes relacionadas podem interferir no relacionamento destas últimas com o desempenho das companhias, as definições das variáveis são de fundamental importância.

A existência de dúvidas conceituais e ausência de sistematização poderiam causar incorreções nas relações estabelecidas pelos modelos e, além disso, erros na interpretação dos resultados. Dessa forma, os próximos itens se destinam a apresentar as definições teóricas e operacionais das variáveis utilizadas nessa pesquisa.

3.3.1 Variável dependente: desempenho

Considerando que um dos objetivos do estudo é verificar o efeito de determinados mecanismos de governança corporativa na relação entre RPT's e desempenho, surge uma questão de importância fundamental, e bastante discutida nos meios acadêmico e empresarial: como medir o desempenho de uma companhia? O cerne dessa questão está relacionado ao fato de o desempenho econômico de uma organização ser influenciado por fatores de risco, financeiros, humanos, macroeconômicos, sociais, entre outros.

Embora não seja possível maximizar o valor de mercado de longo prazo de uma organização se os interesses de importantes *stakeholders* forem ignorados, a falta de uma medida única, que incorpore as dimensões relativas aos interesses de todos os envolvidos em uma empresa, e pela qual o seu desempenho possa ser medido, dificulta a tomada de decisões importantes (JENSEN, 2010).

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 49), a rentabilidade é um dos atributos de mais difícil mensuração, e não há maneira totalmente inequívoca de saber quando uma empresa é rentável. Na melhor das hipóteses, pode-se medir a rentabilidade passada ou corrente de uma companhia. Assim, ao longo do tempo, foram descritos diversos índices na literatura de finanças e contabilidade, com o propósito de medir tal variável. Acredita-se que os indicadores econômicos e financeiros acabam sendo utilizados por serem dados amplamente divulgados e de fácil acesso.

Para esse estudo, foi escolhida como *proxy* para a variável dependente “desempenho”, uma aproximação amplamente utilizada em estudos de governança corporativa e finanças.

VMAT: Valor de mercado dividido pelo ativo total da companhia.

3.3.2 Variáveis independentes

3.3.2.1 Transações com partes relacionadas

As variáveis independentes de transações com partes relacionadas escolhidas para este estudo foram os somatórios dos resultados de transações com partes relacionadas, divulgados pelas companhias em notas explicativas, referentes aos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2009 e 31 de dezembro de 2010.

Quatro companhias da população estudada possuem exercícios sociais com datas de término diferentes: Brasilagro, Cosan, São Martinho e Tereos. Nesses casos, foram utilizados os dados referentes aos respectivos exercícios, conforme artigo 175 da legislação societária. Todos os outros dados também foram ajustados para as datas finais de seus respectivos exercícios sociais. Esses somatórios foram divididos pela receita operacional líquida de cada companhia, em cada ano fiscal.

Para que pudesse ser verificado o efeito de RPT's operacionais e financeiras, esses saldos foram divididos nessas duas categorias. Foram consideradas como operacionais todas as operações tais como compras e vendas de insumos, serviços, pagamentos de aluguéis, rateio de despesas, entre outros. Do mesmo modo, operações financeiras em geral, operações de empréstimo e similares, foram consideradas como transações financeiras.

Assim, as variáveis de transações com partes relacionadas ficaram assim definidas:

- RPTOp: Somatório dos resultados de transações com partes relacionadas de caráter operacional, dividido pela receita operacional líquida da companhia; e
- RPTFin: Somatório dos resultados de transações com partes relacionadas de caráter financeiro, dividido pela receita operacional líquida da companhia

3.3.2.2 Mecanismos de governança corporativa de supervisão e monitoramento

Ao longo da fundamentação teórica, buscou-se esclarecer as relações entre a estrutura de propriedade das empresas, o ambiente legal em que estas estão inseridas, os mecanismos de governança corporativa e o desempenho das empresas, levando-se em consideração que o

trabalho procura identificar o efeito de determinados mecanismos de governança na relação entre a utilização de RPT's e desempenho.

Assim, para esse estudo, foram selecionadas as variáveis independentes de governança corporativa que se relacionam com os mecanismos de monitoramento e supervisão, apresentadas a seguir.

De acordo com a literatura, a presença de mecanismos de supervisão deveria diminuir os conflitos de interesse, tanto pelo melhor monitoramento das atividades dos executivos, como pela diminuição da assimetria informacional. Portanto, espera-se que tais mecanismos tenham um impacto positivo, melhorando a relação entre desempenho e utilização de transações com partes relacionadas, evitando a expropriação e contribuindo para que essas operações sejam, de fato, benéficas e eficientes, conforme o argumento das companhias que utilizam tais contratos.

Para essa pesquisa, foram escolhidas como variáveis de supervisão:

- CF: Presença de Conselho Fiscal. É uma variável binária, sendo 1 caso a companhia possua Conselho Fiscal instalado, e 0 caso contrário; e
- CAud: Presença de Comitê de Auditoria. É uma variável binária, sendo 1 caso a companhia possua o comitê, e 0 caso contrário.

Legalmente, o conselho fiscal não está subordinado ao conselho de administração e possui competências definidas pela legislação (Lei 6404/76). Uma de suas atribuições é fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários. Além disso, também é função do conselho fiscal analisar os balancetes e demonstrações financeiras da companhia. Assim sendo, é provável alguma sobreposição de funções deste órgão com o comitê de auditoria, quando ambos estão presentes em uma companhia. No entanto, este último é um órgão com funções atribuídas pelo conselho de administração e a ele subordinado, enquanto o conselho fiscal é um órgão independente (CVM, 2002; IBGC, 2009).

É importante ressaltar que a legislação societária brasileira permite que as companhias adotem conselhos fiscais que acumulem as funções do comitê de auditoria. Tais conselhos ficaram

conhecidos no mercado por “Conselho Fiscal Turbinado”. De acordo com o IBGC, Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal não são substitutos um do outro. De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa emitido por tal instituição (IBGC, 2009, p. 45 e p. 64):

A existência do Comitê de Auditoria não exclui a possibilidade da instalação do Conselho Fiscal. [...] O Conselho Fiscal não substitui o Comitê de Auditoria. [...] Quando ambos estão em funcionamento, é natural haver alguma superposição de funções. Nesta hipótese, os dois órgãos devem coordenar suas atividades. É recomendável que realizem algumas reuniões conjuntas, com eventual participação dos auditores independentes.

Furuta (2010) analisou as características das empresas que optaram por formar o Comitê de Auditoria ou o Conselho Fiscal Turbinado sob o ponto de vista da Teoria da Agência. Além disso, foram apresentados nesse estudo os resultados obtidos pela aplicação de questionários a executivos de empresas e entrevistas com analistas de mercado. Foram encontradas evidências empíricas de que empresas nas quais os gestores possuem algum percentual de participação, têm maior probabilidade de constituir Comitê de Auditoria, e não houve consenso entre a opinião dos executivos das empresas e dos analistas de mercado quanto ao Conselho Fiscal ser mais adaptável que o Comitê de Auditoria ao ambiente de negócios brasileiro, quanto às funções dos dois órgãos serem distintas e quanto aos custos associados à formação deste último.

Assim, é possível perceber que o ponto de vista dos analistas pode ser diferente da opinião dos executivos das companhias e dos resultados obtidos pelas informações financeiras divulgadas.

Considerando a falta de consenso sobre a relevância da separação dos órgãos no desempenho das companhias, para efeitos desse estudo, considera-se que Conselho Fiscal Turbinado e Conselho Fiscal não turbinado são tratados da mesma forma.

Em relação ao comitê de auditoria, a recomendação dos especialistas é que, dada a grande possibilidade de haver conflitos de interesse, por sua importância no monitoramento dos executivos, da auditoria independente e dos controles internos estabelecidos, é importante que este seja composto, preferivelmente, apenas por conselheiros independentes (IBGC, 2009).

No entanto, muitas companhias não divulgam quem são seus conselheiros independentes, de forma que não foi possível incluir essa informação na definição da variável. Apesar dessa limitação, optou-se por manter as *proxies* escolhidas.

Cheung *et alii* (2009) utilizam variável semelhante para estimar a existência (ou eficiência) do monitoramento e supervisão nas empresas.

Como um dos objetivos desse estudo é investigar se a presença desses órgãos pode interferir na relação entre utilização de transações com partes relacionadas e desempenho, é necessário estudar os termos de interação entre as variáveis. Desse modo, foi criada uma variável binária que pudesse somar as duas informações, evitando o aparecimento de muitas variáveis de termos cruzados, e com isso a perda de muitos graus de liberdade.

Assim, embora a literatura especializada observe que a existência do Comitê de Auditoria não exclui a possibilidade da instalação do Conselho Fiscal, pois se tratam de órgãos distintos com diferenças substanciais em suas atribuições e composição, a variável criada para esse estudo ficou assim definida:

- CFCA: Presença de Conselho Fiscal instalado ou existência de Comitê de Auditoria. É uma variável binária, sendo 1 caso a companhia possua Conselho Fiscal instalado, ou comitê de auditoria, e 0 caso contrário.

3.3.2.3 Variáveis de Controle

Variáveis de controle são fatores que o pesquisador deve neutralizar, propositalmente, com a finalidade de evitar a interferência destas na análise das relações entre as variáveis dependentes e independentes utilizadas na investigação (LAKATOS; MARCONI, 1985).

Como o intuito da pesquisa é analisar a interferência dos mecanismos de governança (supervisão) acima definidos, nas relações entre desempenho e utilização de RPT's, torna-se necessário isolar o efeito de outras variáveis, para que as associações entre as variáveis de interesse sejam corretamente definidas. Dessa forma, devem ser incluídas no modelo,

variáveis de controle que podem influenciar tanto as variáveis dependentes como as variáveis independentes.

A omissão de uma variável importante que seja correlacionada com as outras variáveis da equação (dependentes ou independentes) pode gerar um problema conhecido na literatura de econometria por viés de variáveis omitidas. Este erro terá média diferente de zero e resulta em estimativas enviesadas para os coeficientes das demais variáveis. No entanto, as consequências da omissão de variáveis relevantes não deve levar à inclusão de tantas variáveis quanto possíveis no modelo. Essa atitude não só tornará o modelo desnecessariamente complicado, como também pode levar ao aumento da variância das estimativas, devido à presença de variáveis irrelevantes (HILL; GRIFFITHS; LIM, 2008).

Dessa forma, buscou-se definir variáveis de controle (VC), mas de forma parcimoniosa. Tais controles foram escolhidos entre aqueles comumente utilizados na literatura de governança corporativa e finanças como possíveis determinantes do desempenho das companhias.

Para a escolha de tais variáveis foram considerados diversos estudos, tais como: Demsetz e Villalonga (2001), Claessens *et alii* (2002), Cronqvist e Nilsson (2003), Okimura (2003), Silveira (2004), Gordon, Henry e Palia (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005), Hu, Shen e Xu (2009) e Chien e Hsu (2010), entre outros, que justificam a escolha das variáveis a seguir:

VC1) Tamanho da companhia (tam)

De acordo com Chien e Hsu (2010), a literatura não é conclusiva a respeito da exata direção da relação entre tamanho da firma e desempenho. No entanto, os autores afirmam que existe consenso no fato de que tais variáveis sejam relacionadas. Os autores estudam o efeito da utilização de RPT's no desempenho das empresas e utilizam uma variável de controle referente ao tamanho da empresa. Silveira (2004), utilizando técnicas de dados em painel para o período de 1998 a 2002, também encontrou evidências de que empresas de maior tamanho apresentaram, em média, melhor desempenho.

Outros estudos que utilizam variáveis de tamanho como controle são Demsetz e Villalonga (2001), Claessens *et alii* (2002), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) e Hu, Shen e Xu (2009).

Assim sendo, foi incluída uma variável de controle referente ao tamanho da companhia, definida como o logaritmo natural do ativo total da empresa.

VC2) Tangibilidade (tang)

A inserção dessa variável de controle se justifica pela suposição de que companhias com maiores proporções de ativos intangíveis estão mais sujeitas ao poder discricionário dos executivos (ou controladores, quando possuem grande influência sobre a administração), já que tais ativos são de difícil valoração e monitoramento. Dessa forma, apresentam maior risco de serem utilizados em operações com o intuito de transferir riqueza de uma companhia para outra (HIMMELBERG *et alii*, 1999), impactando o desempenho das mesmas.

A tangibilidade foi definida como o percentual do ativo imobilizado sobre o ativo total.

VC3) Setor de atuação (setor)

Características relacionadas ao setor de atuação de cada companhia podem influenciar consideravelmente o desempenho das mesmas. A conjuntura econômica ou um evento relacionado a algum setor específico podem influenciar os níveis de crescimento, os ganhos e perdas, entre outros fatores de desempenho. Para que esses efeitos possam ser isolados, deve ser utilizada uma variável relacionada ao setor de atuação da companhia.

Dessa forma, foram inseridas variáveis binárias para representar os diferentes setores, que atribuem valor 1 caso a companhia pertença a um determinado setor, e 0 para as companhias que pertencem aos demais setores. O critério adotado para a classificação das empresas foi o mesmo utilizado pelo sistema de informações Economatica[®]. As 20 categorias utilizadas neste estudo, bem como a respectiva distribuição de frequências das companhias que participam deste estudo podem ser verificadas no apêndice B.

VC4) Liquidez das ações (liq)

De acordo com a literatura de finanças, os investidores exigem um retorno maior como compensação para níveis mais elevados de risco. Considerando que ao adquirir ativos menos

líquidos os investidores assumem o risco de não conseguir negociá-los no futuro, argumenta-se que companhias cujas ações apresentam maior liquidez devem estar associadas a melhores índices de desempenho.

Os estudos de Cho (1998), Silveira (2002 e 2004), Okimura (2003) e Lanzana (2004) também utilizam a liquidez como variável de controle. Assim, foi inclusa, no modelo, uma variável com essa finalidade, cuja *proxy* utilizada é o indicador fornecido pelo sistema de informações Econômica[®], e apresentada a seguir:

$$LIQ = 100 \times \left(\frac{p}{P} \right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N} \right) \times \left(\frac{v}{V} \right)} \quad (\text{Equação 1})$$

em que p é o número de dias em que houve, no mínimo, um negócio com a ação em um determinado ano; P é o número de pregões na BM&FBovespa em um determinado ano; n é o número total de negócios com a ação ao longo do ano; N é o número total de negócios com todas as ações ao longo do ano; v é o volume negociado com a ação ao longo do ano, em reais; e V é o volume negociado com todas as ações ao longo do ano, em reais.

VC5) Alavancagem (alav)

De acordo com a Teoria da Agência, a utilização de capital de terceiros gera custos de monitoramento, principalmente relacionados ao cumprimento dos *covenants* (cláusulas restritivas inseridas nos contratos de financiamento) exigidos, em sua maioria, pelas instituições financeiras. Além disso, a possibilidade de ter sua riqueza expropriada pelos acionistas controladores influencia fortemente a decisão dos credores. Assim, ao fornecer recursos para as empresas, estes incorporam a percepção do risco de expropriação às taxas de juros cobradas, aumentando o custo de captação e, portanto influenciando o desempenho das companhias.

Nesse estudo, está sendo utilizada a definição utilizada por Okimura (2003) e Silveira (2004), calculada pelo percentual da dívida financeira total em relação ao ativo total da companhia.

Cronqvist e Nilsson (2003) e Gordon, Henry e Palia (2004) são exemplos de outros estudos que utilizam medidas de alavancagem como forma de controle.

VC6) Crescimento (cresc)

De acordo com a literatura de finanças, empresas com maiores oportunidades de crescimento demandam mais recursos para financiá-las, o que deve gerar impacto em suas estruturas de capital. Assim, é provável que essa variável tenha relação com o desempenho das companhias. Além disso, segundo estudo conduzido por Cooper, Gulen e Schill (2008), empresas de alto crescimento tendem a ser mais rentáveis (maior ROA) do que aquelas com baixo crescimento.

Assim sendo, foi definida uma *proxy* para essa variável como a variação percentual do ativo total entre 2008 e 2009. Estudos que utilizam variáveis semelhantes são Klapper e Love (2002), Silveira (2004), Cooper *et alii* (2008) e Chien e Hsu (2010).

3.3.3 Resumo das Variáveis do Estudo

As variáveis utilizadas nesse estudo são apresentadas, resumidamente, na tabela abaixo:

Tabela 1 – Resumo das Variáveis do Estudo

Sigla	Nome da variável	Operacionalização
vmat	Valor de Mercado dividido pelo ativo total.	$VMAT = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Ativo Total}}$
rptop	Transações com Partes Relacionadas Operacionais	Somatório dos resultados de todas as RPT's operacionais da empresa, dividido pela receita líquida operacional.
rptfin	Transações com Partes Relacionadas Financeiras	Somatório dos resultados de todas as RPT's financeiras da empresa, dividido pela receita líquida operacional.
cfca	Existência de conselho fiscal instalado ou de comitê de auditoria	Variável binária, sendo 1 caso a companhia possua conselho fiscal instalado ou comitê de auditoria, e 0 caso contrário.
Liq	Liquidez	$LIQ = 100 \times \left(\frac{P}{P} \right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N} \right) \times \left(\frac{v}{V} \right)}$
Tam	Tamanho	$TAM = \ln(\text{Ativo Total})$
Set	Setor de atuação	Variável binária, sendo 1 caso a companhia pertença a um determinado setor, e 0 caso contrário.
tang	Tangibilidade	$TANG = \frac{\text{Ativo Imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$

(Resumo das variáveis do estudo – cont.)

Sigla	Nome da variável	Operacionalização
cresc	Crescimento	$CRESC = \frac{Ativo Total_t}{Ativo Total_{t-1}} - 1$
alav	Alavancagem	$ALAV = \frac{Dívida Financeira Total}{Ativo Total}$

3.4 Estrutura analítica da pesquisa

Do exposto anteriormente, apresenta-se, a seguir, o modelo geral de pesquisa, com as informações sobre problema a ser investigado:

Figura 1 – Modelo Geral de Pesquisa

3.5 Modelo Econométrico

De acordo com o problema de pesquisa anteriormente apresentado, um dos objetivos desse estudo é investigar se a presença de mecanismos de governança corporativa é capaz de alterar a relação entre a utilização de transações com partes relacionadas e o desempenho das companhias estudadas. Para isso, torna-se necessário utilizar modelos de regressão que

tenham termos de interação, para que seja possível captar os efeitos parciais entre regressores distintos.

A estratégia escolhida para a validação das hipóteses foi a análise de dados em painel, técnica cada vez mais utilizada em trabalhos aplicados, e muito útil quando se pretende controlar características não observadas constantes no tempo, e que podem estar correlacionadas com as variáveis explicativas do modelo (WOOLDRIDGE, 2008).

3.5.1 Análise de Dados em Painel

A técnica consiste em acompanhar diversas entidades ao longo do tempo. Portanto, uma regressão de dados em painel possui sempre duas dimensões: uma de corte transversal (*cross-section*) e uma de série temporal (*time-series*). Assim, uma regressão de dados em painel pode ser escrita da seguinte forma:

$$y_{i,t} = \alpha_i + X_{i,t}^T \beta + \varepsilon_{i,t} \quad i = 1, \dots, N ; t = 1, \dots, T \quad (\text{Equação 2})$$

em que α_i é o intercepto do indivíduo i , e é considerado invariante no tempo; $X_{i,t}^T$ é a matriz transposta que contém as observações do indivíduo i , no tempo t , para as k variáveis independentes; β é o vetor de dimensão ($k \times 1$) dos coeficientes; e $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro associado ao indivíduo i no tempo t . Percebe-se, assim, que i se refere à dimensão de corte transversal, t à dimensão de série temporal.

Dois problemas bastante comuns quando se utiliza modelos de regressão linear são: o viés de variáveis omitidas, já citado anteriormente na seção 3.3.2.3, e a colinearidade entre as variáveis do modelo.

Assim, entre as vantagens encontradas na literatura para a utilização dessa técnica, destaca-se que a utilização da análise de dados em painel melhora a eficiência dos estimadores uma vez que se vale de um número maior de dados, aumentando os graus de liberdade e reduzindo os problemas de multicolinearidade entre as variáveis. Além disso, o uso de informações sobre a dinâmica intertemporal, bem como sobre a individualidade das entidades investigadas, pode reduzir a magnitude do viés de variáveis omitidas (HSIAO, 2003; BALTAGI, 2005). Outros

problemas que podem surgir com a utilização da análise de regressão serão tratados em seção posterior.

Existem três abordagens mais comuns para a estimação de dados em painel: o método dos mínimos quadrados ordinário agrupado (*POLS – Pooled Ordinary Least Squares*), o método de efeitos fixos (EF) e o método de efeitos aleatórios (EA). O que diferencia os três métodos de estimação é o tratamento dado aos coeficientes, em especial ao intercepto (coeficiente linear).

A primeira abordagem (*POLS*) utiliza todos os dados sem qualquer distinção temporal para a estimação dos parâmetros da regressão, e considera que todos os coeficientes são fixos ao longo do tempo, não havendo distinção da abordagem clássica de regressão múltipla estimada pelo método dos mínimos quadrados ordinário (MQO).

No entanto, o método *POLS* não considera os fatores não observados que podem diferir entre as companhias, mas são iguais para cada uma ao longo do tempo. Sobre isso, Hsiao (2003) afirma que se características importantes e específicas a uma determinada companhia são ignoradas como, por exemplo, a habilidade dos gestores, o pressuposto de que a variável dependente é gerada por uma função paramétrica, idêntica para todos os indivíduos em todos os momentos, pode não ser realista, e ignorar essa heterogeneidade pode levar a estimativas inconsistentes. Uma forma de se levar em conta o efeito dessa heterogeneidade não observada entre os indivíduos é usar modelos de interceptos variáveis (efeitos fixos ou efeitos aleatórios).

Assim, embora existam testes de especificação para determinar a escolha entre *POLS* e EF (teste de Chow¹⁴), bem como *POLS* e EA (teste de Breusch-Pagan¹⁵), para efeitos dessa pesquisa considerou-se apenas os métodos de estimação de EF e EA.

Em relação a tais abordagens, ambas consideram que os interceptos podem variar enquanto os coeficientes angulares são mantidos fixos. Tanto no modelo de efeitos fixos como no de

¹⁴ CHOW, Gregory C.. *Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions*. *Econometrica*, v. 28, n. 3, p. 591-605, jul/1960.

¹⁵ BREUSCH, Trevor S.; PAGAN, Adrian R. *A Simple Test for Heteroscedasticity and Random Coefficient Variation*. *Econometrica*, v. 47, n. 5, p. 1287-1294, set/1979.

efeitos aleatórios, assume-se que todas as diferenças individuais são capturadas pelas diferenças no intercepto. No entanto, pelo método de efeitos fixos, os interceptos são considerados como parâmetros a serem obtidos diretamente pelo estimador de mínimos quadrados. Já pelo método de efeitos aleatórios, as diferenças individuais são tratadas como resultados de variáveis aleatórias (HILL; GRIFFITHS; LIM, 2008; WOOLDRIDGE, 2008).

Um pressuposto importante que diferencia os métodos EF e EA é a ausência de correlação entre os efeitos não observados (intercepto) e as variáveis explicativas. Os estimadores de EF serão consistentes¹⁶ independentemente de existir correlação entre os regressores e os efeitos individuais. No entanto, na presença desse problema, os estimadores de EA não serão consistentes. Neste sentido, Hill, Griffiths e Lim (2008, p. 404) afirmam que “(...) é sempre seguro utilizar o estimador de efeitos fixos em modelos de dados em painel.”¹⁷

A escolha entre os métodos EF e EA pode não ser simples, e envolve diversas discussões que fogem ao escopo deste trabalho. Nessa pesquisa, foi utilizado o teste de especificação proposto por Jerry Hausman, em 1978, bastante utilizado em trabalhos aplicados, e que pode auxiliar a escolha do pesquisador entre o estimador de efeitos fixos ou o de efeitos aleatórios para cada caso, como será visto na próxima seção.

3.5.1.1 O teste de especificação de Hausman

O teste de Hausman é bastante utilizado em aplicações de dados em painel para verificar a existência de correlações entre o intercepto e os regressores. Comparando-se as estimativas obtidas pelos métodos de efeitos aleatórios e de efeitos fixos, é possível determinar qual dos dois estimadores é mais adequado para o modelo testado.

Simplificadamente, a teoria subjacente ao teste baseia-se no pressuposto de que sob a hipótese nula de ausência de má especificação, existirá um estimador consistente e assintoticamente

¹⁶ De forma bastante geral, dizemos que um estimador é consistente se suas estimativas se aproximam do verdadeiro valor do parâmetro populacional, à medida que o tamanho da amostra aumenta. Essa é uma propriedade importante e esperada de um bom estimador, pois garante que sua variabilidade convirja para zero, diminuindo, também, o erro das estimativas.

¹⁷ “ (...) it is always safe to use the fixed effects estimator to estimate panel data models.”

eficiente¹⁸. Por outro lado, sob a hipótese alternativa de existência de má especificação, esse estimador será enviesado e inconsistente. Além disso, para a construção do teste, é necessário encontrar outro estimador, que não seja assintoticamente eficiente sob a hipótese nula, nem afetado de forma negativa pela má especificação (HAUSMAN, 1978), para que seja possível comparar as estimativas fornecidas pelos dois estimadores.

Desse modo, para determinar qual estimador, EF ou EA, é o mais adequado para o modelo de dados em painel, considera-se que, sob a hipótese nula de inexistência de correlação entre os regressores e o termo que capta os efeitos não observados, ambos serão consistentes, porém o estimador de efeitos fixos terá maior variância (não será eficiente em relação ao estimador de EA). Sob a hipótese alternativa, EA não produzirá um estimador consistente (HAUSMAN, 1978; HILL; GRIFFITHS; LIM, 2008).

A estatística do teste é dada por:

$$m = \hat{q}^T \hat{M}(\hat{q})^{-1} \hat{q} \sim \chi_k^2 \quad (\text{Equação 3})$$

em que $\hat{q}$ é a matriz composta pelas diferenças entre os estimadores de efeitos fixos e efeitos aleatórios $\hat{q} = \hat{\beta}_{EF} - \hat{\beta}_{EA}$; $M(\hat{q})$ é a matriz de diferenças entre as variâncias dos estimadores $M(\hat{q}) = M(\hat{\beta}_{EF}) - M(\hat{\beta}_{EA})$; o índice T denota a matriz transposta; e k é o número de coeficientes angulares estimados.

Como indicado na equação 3, a estatística de Hausman (m) segue uma distribuição qui-quadrado com k graus de liberdade. Assim, definida a significância do teste, pode-se facilmente decidir entre rejeitar ou não a hipótese nula de ausência de má especificação. Em caso de não rejeição, considera-se que o estimador de EA deve ser a melhor opção já que, nessa situação, este será não apenas consistente como mais eficiente em relação ao estimador de efeitos fixos (possuirá menor variância).

¹⁸ Um estimador será mais eficiente que outro se sua variância for menor.

3.5.2 Cuidados adicionais

Além dos problemas de colinearidade e viés de variáveis omitidas, cujas magnitudes podem ser diminuídas pela utilização de dados em painel, como já foi mencionado na seção anterior, quando se trabalha com modelos de regressão linear, outros cuidados são exigidos para que as inferências realizadas sejam válidas.

Sabe-se, por exemplo, que na presença de heteroscedasticidade nos resíduos da regressão, embora as estimativas dos parâmetros sejam consistentes, haverá uma grande dificuldade em se avaliar a precisão dessas estimativas, o que leva a uma dificuldade ainda maior em se realizar testes de hipóteses para os parâmetros encontrados (WHITE, 1980; HILL; GRIFFITHS; LIM, 2008). Assim, para essa pesquisa, os parâmetros foram estimados utilizando-se a chamada matriz de correção de White, que torna os erros padrões da regressão robustos a heteroscedasticidade. Esse tratamento permite que a validade das inferências seja mantida pois, segundo White (1980, p. 817), “mesmo quando a heteroscedasticidade não pode ser completamente eliminada, inferências adequadas podem ser realizadas.”

Além disso, foi utilizado um procedimento para criação conglomerados (*clusters*) de modo que as observações sejam independentes entre tais conglomerados, embora não necessariamente independentes dentro de cada companhia do *cluster*. Essa prática tem como objetivo a obtenção de erros-padrão robustos a autocorrelação.

3.5.3 O Modelo Geral de Pesquisa

O modelo geral da regressão utilizada nessa pesquisa é apresentado a seguir, de acordo com as variáveis definidas para o estudo.

Modelo Geral:

$$\begin{aligned}
 D_{i,t} = & \alpha_i + \beta_{1,i,t}RPTOp + \beta_{2,i,t}RPTFin + \beta_{3,i,t}CFCA + \beta_{4,i,t}CFCA * RPTOp \\
 & + \beta_{5,i,t}CFCA * RPTFin + \beta_{6,i,t}tam + \beta_{7,i,t}tang + \beta_{8,i,t}D_{setor} + \beta_{9,i,t}liq \\
 & + \beta_{10,i,t}alav + \beta_{11,i,t}cresc + \varepsilon_{i,t} \quad , \quad i = 1, \dots, N ; t = 1, \dots, T
 \end{aligned}
 \tag{Equação 4}$$

em que α_i representa a heterogeneidade não observada (efeito fixo), $D_{i,t}$ representa as variáveis dependentes de desempenho da companhia i no ano t , conforme definidas anteriormente; $RPTOp$ e $RPTFin$ representam as variáveis independentes de transações com partes relacionadas; $CFCA$ é a variável binária que representa a presença de mecanismo de supervisão e monitoramento; tam , $tang$, D_{setor} (variável binária de setor), liq , $alav$ e $cresc$ são as variáveis de controle definidas na seção 3.3.2.3; e $\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro da regressão.

Partindo da premissa de que mecanismos de governança corporativa podem ser importantes para a determinação do desempenho das companhias, e que as RPT's podem ser utilizadas tanto como mecanismo de expropriação, como operações comerciais eficientes, dependendo da presença (ou ausência) de boas práticas de governança corporativa, espera-se que os estimadores de mínimos quadrados de tais variáveis sejam estatisticamente significantes, e possuam os sinais apresentados na tabela abaixo.

Tabela 2: Sinais esperados para os coeficientes estimados

Variável	Coeficientes	Sinal Esperado	Justificativa
$RPTOp$ e $RPTFin$	β_1 e β_2	Não há	Conforme exposto no primeiro capítulo, existem evidências que corroboram tanto com a hipótese de eficiência como com a hipótese de expropriação. Um dos objetivos do estudo é buscar evidências para companhias brasileiras. Assim, não há expectativa definida em relação a esses coeficientes.
$CFCA$	β_3	+	Espera-se que a presença de conselho fiscal e comitê de auditoria melhore o monitoramento das operações das empresas, incluindo as RPT's, além de melhorar a qualidade das demonstrações contábeis, aumentando a transparência e a prestação de contas aos acionistas. Assim, é esperado que a presença desses órgãos seja bem percebida pelos investidores, resultando em uma melhor percepção de valor da companhia.
$(RPTOp * CFCA)$	β_4	+	O sinal esperado desses coeficientes é positivo porque espera-se que um maior nível de monitoramento das operações da companhia possam inibir a utilização de RPT's com o intuito de expropriação, melhorando o desempenho das empresas.
$(RPTFin * CFCA)$	β_5	+	

3.6 Limitações da Pesquisa

As pesquisas empíricas frequentemente possuem restrições que se referem às variáveis, à especificação do modelo e aos critérios de seleção da amostra. A seguir são discutidas as principais limitações desse estudo.

A primeira limitação refere-se ao problema de endogeneidade. Barros *et alii* (2010) discutem as principais fontes de endogeneidade, a saber: causalidade reversa (simultaneidade), erros de mensuração e variáveis omitidas.

Bhagat e Jefferis (2002) relatam diversos problemas oriundos da simultaneidade em estudos envolvendo governança corporativa e desempenho. O fato das variáveis serem consideradas dependentes e independentes, simultaneamente, em relação umas às outras leva a problemas de endogeneidade. A determinação simultânea faz com que os regressores e o termo de erro estejam correlacionados, gerando estimativas enviesadas para os parâmetros da regressão, e uma das formas de se minorar o viés de causalidade simultânea é a utilização de variáveis instrumentais. Na prática, no entanto, pode ser muito difícil encontrar instrumentos válidos (STOCK; WATSON, 2004).

Em relação aos erros de mensuração, Barros *et alii* (2010) afirmam que em estudos observacionais, é razoável supor que as variáveis possam ser mensuradas com alguma imprecisão, como por exemplo, por erros de registro. Esse estudo, em particular, depende da qualidade das informações fornecidas pelas companhias e disponibilizadas por fontes secundárias de informação, como o sistema de informações Econômica[®]. Além disso, a variável existência de comitê de auditoria apresenta a limitação de depender de coleta de informações fornecidas pelas companhias em seus *websites*.

De acordo com Barros *et alii* (2010, p. 5): “Talvez a causa mais comum (ou mais evidente) de endogeneidade em modelos de regressão seja a omissão de variáveis simultaneamente correlacionadas com os regressores incluídos e com a variável de resposta”. Conforme já discutido anteriormente, para mitigar esse problema, optou-se pela utilização da análise de dados em painel e de variáveis de controle.

Em relação aos critérios de amostragem, apesar do esforço em se obter dados para todas as companhias, algumas abriram capital em momentos diferentes, ao longo do período estudado, não havendo dados disponíveis para toda a população ao longo de todo o período do estudo. De acordo com Ball e Watts (1979, p.1), “um problema frequente na análise de séries temporais financeiras de empresas é a necessidade de impor critérios de sobrevivência e à dificuldade de determinar seus efeitos.”¹⁹

Assim, a exclusão de companhias para as quais não foram encontrados dados suficientes pode gerar o chamado viés de sobrevivência. Além disso, deve-se salientar que a presença apenas de empresas pertencentes ao Novo Mercado também pode enviesar os resultados da pesquisa, limitando as análises e inferências que poderiam ser realizadas a partir dos resultados desse estudo. Desse modo, pode-se perceber que existem vieses de seleção intrínsecos à amostra.

Por fim, uma observação importante em relação ao conjunto de companhias utilizadas nessa pesquisa é que este pode ser visto como uma população com características próprias, (Novo Mercado) e nesse caso não comparáveis com outras companhias do mercado brasileiro. Por outro lado, se vistas no universo das companhias de capital aberto, elas representam 30% do valor do mercado brasileiro.

¹⁹ “A frequent problem in the analysis of firms' financial time series is the need to impose survivorship criteria and the difficulty of determining their effects.”

4 RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

A seguir são apresentadas as estatísticas descritivas referentes às variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis do estudo

	n	Média	DP	Mínimo	1ºQ	Mediana	3ºQ	Máximo
VMAT	207	10,39	59,13	0,01	0,34	1,14	4,75	811,78
RPTOp	225	0,02	0,52	-1,06	-0,01	0	0,00	7,48
RPTFin	223	0,00	0,01	-0,08	0	0	0	0,03
tam	236	14,66	1,44	8,44	13,74	14,54	15,59	20,50
alav	226	2,86	22,90	0	0,03	0,19	0,86	342,67
tang	228	1,37	4,11	0	0,01	0,08	0,63	39,92
cresc	221	607,10	8998,95	-0,43	0,06	0,22	0,42	133780,40
liq	246	0,26	0,53	0	0,01	0,05	0,25	4,12

Siglas: n – número de observações, DP – desvio-padrão, Q – Quartil

As informações da tabela anterior trazem indícios de que a análise da base de dados pode estar sujeita a problemas com valores discrepantes (*outliers*). Assim, foi necessário utilizar um procedimento para o tratamento de valores extremos, evitando, dessa forma, problemas com a inferência dos resultados. Para essa pesquisa, optou-se pela utilização do processo de “winsorização”.

De acordo com Yoshinaga (2010, p. 88), o procedimento “consiste em gerar uma nova variável, sendo que são selecionados os “h” valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos) e estes são substituídos respectivamente pelos valores menores e maiores adjacentes na distribuição”.

A vantagem da utilização dessa técnica reside no fato de que a “winsorização” não exclui nenhuma observação, diferentemente de outras técnicas que excluem os dados considerados extremos, apenas torna a série menos extrema (BARNETT; LEWIS, 1994).

Nessa pesquisa adotou-se a quantidade “h” como uma proporção de 0,5%. Isso significa que 1% dos valores extremos, sendo 0,5% inferiores e 0,5% superiores, foi substituído.

Tabela 4 - Estatísticas Descritivas das variáveis de RPT's após a "winsorização"

	n	Média	DP	Mínimo	1ºQ	Mediana	3ºQ	Máximo
RPTOp	225	-0,01	0,15	-0,76	-0,01	0	0	0,88
RPTFin	223	0	0,01	-0,05	0	0	0	0,02

Siglas: n – número de observações, DP – desvio-padrão, Q – Quartil

Os dados da tabela 4 sugerem que, em média, as RPT's operacionais representam 1% da receita líquida operacional das companhias. O fato de esse valor ser negativo indica que, em média, essas operações devem ter um impacto negativo no resultado geral das companhias. Já em relação às RPT's financeiras, esse resultado parece ser nulo. Deve-se destacar, nesse ponto, que resultados nulos não significam dados faltantes, e sim que o resultado dessas transações foi, em média, zero.

Sobre os resultados nulos, nota-se uma grande concentração destes valores nas séries de dados dessas variáveis, representando 28,05% das RPT's operacionais e 65,04% das RPT's financeiras. É importante ressaltar que valores nulos não indicam que as companhias não realizam transações com partes relacionadas. Podem indicar, por exemplo, que o resultado dessas operações, receitas deduzidas de custos e despesas, foi nulo, ou, ainda, operações de empréstimos sem cobrança de juros, no caso de transações financeiras.

Tabela 5 – Distribuição de frequências das variáveis de supervisão e monitoramento

Mecanismo de monitoramento e supervisão	Freq. relativa
Possui Conselho Fiscal	44,31%
Possui Comitê de Auditoria	35,37%
Possui Conselho Fiscal ou Comitê de Auditoria	64,23%

Como pode ser observado na tabela 5, apesar das recomendações do IBGC (2009), como citado no capítulo 3, as companhias que optaram por constituir conselho fiscal ainda são minoria, bem como aquelas que possuem comitê de auditoria. Esses dados evidenciam que o nível de supervisão e monitoramento das companhias do Novo Mercado ainda não é adequado.

Tabela 6 – Correlações entre desempenho e RPT's

	VMAT	RPTOp	RPTFin
VMAT	1		
RPTOp	-0,008	1	
RPTFin	-0,2371***	0,0053	1

O símbolo *** representa a significância estatística da estimativa no nível de 1%.

A tabela 6 traz indícios de que pode existir uma relação negativa entre o desempenho das companhias e a utilização de transações com partes relacionadas, em linha com as evidências encontradas por Silveira, Prado e Sasso (2008). No entanto, apenas as RPT's financeiras parecem ser significativamente correlacionadas com o desempenho das companhias. Tais evidências sugerem que a hipótese de conflitos de interesse sugerida por Gordon, Henry e Palia (2004) pode ser válida para as companhias da amostra em estudo. No entanto, os resultados da regressão, apresentados na seção seguinte, são mais relevantes, já que o modelo utilizado controla os efeitos das RPT's líquidos de outros efeitos.

Em relação às variáveis de controle, as informações da tabela 7 sugerem que estes sejam controles adequados para explicar o desempenho das companhias, à exceção da variável crescimento, cuja correlação é fraca e estatisticamente não significativa.

Tabela 7 - Correlações entre desempenho e variáveis de controle

	VMAT	tam	alav	tang	cresc	liq
VMAT	1					
tam	-0,4182***	1				
alav	0,9862***	-0,3508***	1			
tang	0,7162***	-0,4472***	0,709***	1		
cresc	-0,014	0,0517	-0,0086	-0,0217	1	
liq	0,2456***	-0,1356**	0,093	0,1741***	-0,0363	1

Os símbolos ** e *** representam a significância estatística das estimativas nos níveis de 5% e 1%, respectivamente.

Os *boxplots* da figura 2, a seguir, não esclarecem se há associação entre maior monitoramento e valor de mercado nas companhias, dado que existe uma clara interseção entre os intervalos das figuras. Assim, na tentativa de capturar algum efeito de associação, foi calculada a correlação ponto bisserial entre as variáveis cfca e vmat. O resultado da correlação foi fraco, 0,0964, sugerindo que apenas a presença de maior monitoramento nas companhias não é suficiente para criar maior valor de mercado. A correlação ponto bisserial pode ser utilizada

quando se pretende medir a associação entre uma variável contínua e uma variável binária (LIRA; NETO, 2006; LEWIS, 2004).

Figura 2 – Boxplot: Associação entre Monitoramento e valor de mercado

Apesar dessas evidências, são necessárias análises econométricas mais sofisticadas para verificar a consistência desses resultados preliminares, o que será apresentado na próxima seção.

4.2 Resultados das estimações por modelos de dados em painel

Foram coletadas 246 observações (123 companhias ao longo de 2009 e 2010). No entanto, algumas variáveis apresentaram séries com dados faltantes, principalmente em função daquelas companhias que abriram capital em 2010 e 2011, e não apresentaram dados para o ano de 2009. Dessa forma, foi utilizado um painel desbalanceado, sendo obtidas 195 observações.

Como dito anteriormente, a técnica de dados em painel permite que os coeficientes da regressão sejam obtidos por três métodos de estimação diferentes. No entanto, para essa pesquisa, utilizou-se apenas EF e EA. Para se estudar a relação e os efeitos entre as variáveis de interesse, primeiramente foram estimadas as regressões sem os termos de interação, como pode ser visto a seguir.

Tabela 8 – Comparação dos parâmetros estimados pelos dois métodos: efeitos fixos e efeitos aleatórios

Estimativa (erro-padrão)	FE	RE
CFCA	-3,370 (3,756)	-1,134 (1,232)
RPTOp	-3,8838*** (0,882)	-6,2747 (3,949)
RPTFin	-200 (220,739)	-480 (356,363)
tam	-4,432 (3,869)	-2,422** (0,951)
cresc	-1,028* (0,581)	0,002 (0,008)
alav	4,511*** (1,486)	1,933* (1,094)
tang	0,959 (0,834)	1,391 (0,909)
liq	-3,929 5,438	9,040 4,522
n	195	195
R ² -Ajustado	0,2175	0,7702

Parâmetros obtidos utilizando-se a correção de White, sendo os erros-padrões para dados agrupados por empresa, robustos a heteroscedasticidade e a autocorrelação. Os símbolos *, ** e *** representam a significância estatística das estimativas, nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Para determinar qual o método de estimação mais apropriado para os coeficientes da regressão foi realizado o teste de Hausman para auxiliar a escolha entre EF e EA. De acordo com a tabela 8, a indicação do referido teste é que o método de efeitos fixos é a melhor escolha para a estimação do modelo. Além disso, o teste de significância conjunta dos coeficientes traz evidências de que o modelo estimado por EF está bem ajustado.

Tabela 9 – Testes de especificação do modelo sem termos de interação

Teste	Estatística	p valor
Hausman	243,03	0,0000
Teste F	6,20	0,0000

Apesar do teste de significância conjunta indicar que a regressão está bem ajustada, entre as variáveis de controle, apenas crescimento e alavancagem se mostraram significantes para o modelo.

Entre as companhias estudadas, 86,88% tiveram aumento de seus valores de ativo no período pesquisado. A maior necessidade de financiamento é uma das possíveis explicações para a

relação entre crescimento e valor de mercado ter se mostrado negativa. Em relação a alavancagem, 75,24% das companhias apresentaram uma relação entre dívida financeira e ativo menores que 1. Essa estrutura de capital pouco arriscada poderia explicar a relação positiva entre a variável alavancagem e o valor de mercado das companhias.

Em relação ao R^2 -ajustado, embora o valor de 0,2175 sugira que as variáveis independentes podem não ser adequadas para explicar o valor de mercado das companhias, essa estatística é frequentemente utilizada para indicar se o modelo é bem ajustado para a realização de previsões, o que foge ao escopo da pesquisa aqui apresentada.

De acordo com a tabela 8, existem indícios de que o resultado de RPT's operacionais pode afetar negativamente o desempenho das companhias. O resultado está alinhado com o que foi encontrado por Cheung *et alii* (2009), bem como por Silveira, Prado e Sasso (2008), sugerindo que, de fato, a utilização de RPT's pode estar associada a possíveis conflitos de interesse.

Especificamente, os resultados são consistentes com o estudo de Jian e Wong (2003), que encontram indícios de que as vendas para partes relacionadas, e, portanto, RPT's operacionais, são percebidas pelo mercado como conflituosas.

Como as outras variáveis não se mostraram significantes no modelo, não é possível realizar nenhuma inferência sobre estas.

Os resultados da regressão com a inclusão dos termos de interação são apresentados a seguir:

Tabela 10 – Modelo com a inclusão dos termos de interação

Estimativa (erro-padrão)	FE	RE
CFCA	-3,267 (3,528)	-0,466 (1,245)
RPTOp	-61,128 (37,192)	-35,840* (18,986)
(CFCA * RPTOp)	58,035 (37,174)	30,061 (19,656)
RPTFin	-110 (231,331)	13,941 (194,731)
(CFCA * RPTFin)	-75,164 (345,756)	-520 (470,533)
tam	-3,854 (3,823)	-2,196** (0,986)
cresc	-0,778 (0,518)	0,002 (0,008)
alav	4,822*** (1,524)	2,013* (1,115)
tang	0,896 (0,821)	1,362 (0,903)
liq	-2,505 (5,412)	9,047** (4,583)
n	195	195
R ² -Ajustado	0,2927	0,7726

Parâmetros obtidos utilizando-se a correção de White, sendo os erros-padrões para dados agrupados por empresa, robustos a heteroscedasticidade e a autocorrelação. Os símbolos *, ** e *** representam a significância estatística das estimativas, nos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Assim como foi realizado para a regressão sem termos de interação, foi utilizado o teste de Hausman para determinar qual o método de estimação mais apropriado para os coeficientes da regressão. Nesse caso, a indicação do teste foi pelo estimador de efeitos aleatórios, como pode ser visto na tabela 11.

Tabela 11 - Testes de especificação do modelo sem termos de interação

Teste	Estatística	p valor
Hausman	0,66	1,0000
Teste F	525,10	0,0000

Nesse caso, o teste de significância conjunta também sugere que a regressão esteja bem ajustada.

Assim como ocorreu com o modelo anterior, a alavancagem se mantém significativa e com coeficiente positivo. Adicionalmente, duas outras variáveis são consideradas significantes nesse modelo: tamanho e liquidez.

Em relação à primeira, uma possível explicação está relacionada com o que foi exposto no modelo anterior, para a variável crescimento: companhias com grande valor de ativo devem apresentar uma necessidade de financiamento maior, o que pode estar relacionado negativamente com o valor das companhias. Já em relação à liquidez, entre as companhias utilizadas nessa pesquisa, 75,22% possuem 95% de presença em bolsa no período estudado. Portanto, a relação positiva e significativa dessa variável com o valor de mercado das companhias sugere que, de fato, como explicado no capítulo 3, ativos de maior liquidez devem estar associados a melhores índices de desempenho.

Novamente, não foram encontrados indícios que suportem ou rejeitem as hipóteses da pesquisa para as RPT's financeiras. Além disso, as evidências de que o resultado de RPT's operacionais pode afetar negativamente o desempenho das companhias se mantêm consistentes nesse modelo de interações, corroborando com a hipótese de conflitos de interesse.

O efeito da presença de comitê de auditoria ou a existência de conselho fiscal instalado não foi significativo para explicar o valor de mercado das companhias. Do mesmo modo, nada se pode inferir a respeito da relação entre esses mecanismos de governança corporativa e o resultado das RPT's. Não foram encontradas evidências suficientes para suportar nem refutar a hipótese de que a existência desses órgãos poderia exercer funções de moderação na utilização de transações com partes relacionadas. Essa ausência de significância pode estar relacionada ao viés de seleção da amostra apresentado na seção 3.6. Como no Novo Mercado as companhias, provavelmente, possuem melhores estruturas de governança corporativa, pode ser mais difícil encontrar o efeito dessas variáveis no desempenho de tais companhias.

Do exposto, pode-se observar que há evidências de que a utilização de RPT's operacionais pode ser prejudicial às companhias. No entanto, não foram encontradas associações significantes em relação aos órgãos de supervisão e monitoramento das companhias, nem de forma isolada, nem quando integradas às variáveis de transações com partes relacionadas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa pesquisa teve como objetivo estudar a relação entre as transações com partes relacionadas e o desempenho das companhias no mercado de capitais brasileiro. Além disso, havia o objetivo adicional de buscar evidências sobre como essa relação poderia ser afetada pela presença de comitê de auditoria ou conselho fiscal instalado nas companhias de capital aberto brasileiras.

Para isso, foi proposto a uso das informações sobre transações com partes relacionadas, divulgadas obrigatoriamente pelas companhias em seus formulários de referência, a partir de 30 de junho de 2010 (data de referência: 31 de dezembro de 2009). No entanto, os problemas em relação à qualidade da informação prestada pelas companhias, já relatados no capítulo 3 dessa pesquisa, inviabilizaram a utilização de tal base de dados para efeito da aplicação do modelo econométrico.

A análise dos dados iniciais possibilitou identificar problemas que poderão ser contornados no futuro, para possibilitar o uso dessas informações por potenciais investidores ou pesquisadores, caso algumas medidas sejam tomadas pelos órgãos reguladores, entre elas: (i) Explicitar melhor o conceito de transações com partes relacionadas, ressaltando o objetivo da seção 16.2 do formulário de referência; (ii) criar mecanismos para avaliar a qualidade das informações prestadas pelas companhias, de modo a assegurar melhor confiabilidade dessas informações; (iii) criar orientações explícitas sobre os conteúdos que deverão ser fornecidos em cada campo da seção 16.2 do formulário de referência, de modo a evitar equívocos e/ou uso de má fé no seu preenchimento; e (iv) criar uma política de *disclosure* mais efetiva para todas as companhias.

Os dados coletados das notas explicativas as demonstrações financeiras foram utilizados como base para o modelo econométrico apresentado no capítulo 3. As estimativas do modelo de dados em painel sugerem que a relação entre o resultado de transações com partes relacionadas operacionais e o valor de mercado das companhias no Novo Mercado seja negativa, indicando que os investidores reagem de forma desfavorável a essas operações. Assim, rejeitou-se a primeira hipótese de pesquisa para as RPT's operacionais.

No entanto, para as RPT's financeiras, não foram encontradas evidências suficientes que demonstrem esse tipo de relação, tão pouco foram encontrados indícios que corroborem com a hipótese de transações eficientes.

Também não foram encontradas evidências fortes o bastante para rejeitar ou suportar a segunda hipótese avaliada nesse estudo: que a presença de comitê de auditoria ou a existência de conselho fiscal instalado estão relacionadas ao valor de mercado das companhias com ações negociadas no Novo Mercado.

Adicionalmente, buscou-se estudar se a presença de monitoramento e supervisão em relação às operações contratadas com partes relacionadas poderia ter algum efeito de moderação, fazendo com que os resultados desses contratos passassem a ser, efetivamente, positivos. Os resultados para essa hipótese de pesquisa foram inconclusivos, mais uma vez, não permitindo qualquer tipo de inferência em relação às estimativas encontradas.

Acredita-se que a dificuldade em se obter resultados mais conclusivos pode ser causada, pelo menos em parte, à má qualidade das informações divulgadas. Além disso, o princípio da materialidade, muito utilizado na auditoria e elaboração das demonstrações contábeis, pode dificultar a obtenção de dados mais completos sobre as transações com partes relacionadas, já que, sob argumentos fundamentados nesse princípio, muitas delas deixam de ser divulgadas.

Os resultados aqui apresentados estão alinhados com estudos internacionais, no que se refere aos contratos de caráter operacional, que reforçam a existência de conflitos de interesse quando da utilização de transações com partes relacionadas.

Como sugestões para novos estudos podem ser considerados (i) a ampliação do universo das companhias estudadas, sendo fundamental, nesse caso, que se faça prevalecer o princípio contábil da essência sobre a forma nas informações prestadas pelas companhias, de modo que as próximas pesquisas possam centrar os esforços de investigação na análise das informações e não na coleta e conferência dos dados; e (ii) pesquisas para avaliar a qualidade da informação sobre transações com partes relacionadas.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Maria Margarida de. *Introdução à metodologia do trabalho científico*. São Paulo: Atlas, 1999.

ATANASOV, Vladimir; BLACK, Bernard; CICCOTELLO, Conrad S. Unbundling and Measuring Tunneling. *Working Paper*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1030529>>.

BALL, Ray; WATTS, Ross. Some additional evidence on survival biases. *Journal of Finance*, v. 34, n. 1, p. 197-206, 1979.

BALTAGI, Badi H. *Econometric Analysis of Panel Data*. 3 ed. Wiltshire: Antony Rowe Ltd., 2005.

BARNETT, Vic; LEWIS, Toby. *Outliers in Statistical Data*. 3rd. ed. Chichester: Wiley , 1994.

BARROS, Lucas Ayres B. de C.; CASTRO JUNIOR, Francisco Henrique Figueiredo de; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BERGMAN, Daniel Reed. *Endogeneity in Corporate Finance Empirical Research (In Portuguese) (April 20, 2010)*. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1593187>>

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick, RÖELL, Ailsa. Corporate Governance and Control. *ECGI Finance Working Paper* nº 02, 2002. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461>

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

BHAGAT, Sanjai, JEFFERIS, Richard. *The Econometrics of Corporate Governance Studies*. 1st ed. Massachusetts Institute of Technology, 2002.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

_____. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

_____. Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 237-333, 2001.

_____. Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance. *FRBNY Economic Policy Review*, April, p. 65-87, 2003.

CASTRO, Cláudio de Moura. *A Prática da Pesquisa*. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1978.

CHEN, Yu Mei; Chien, Chu-Yang. *Monitoring Mechanism, Corporate Governance and Related Party Transactions*. Disponível em<<http://ssrn.com/abstract=1011861>>.

CHEUNG, Steven Yan-leung; RAU, Raghavendra; STOURAITIS, Aris. Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong. *Hong Kong Institute for Monetary Research. Working Paper No.* 2004 – 9.

CHEUNG *et alii*. Tunneling and Propping up: An Analysis of Related Party Transactions by Chinese Listed Companies. *Pacific-Basin Finance Journal*. Setembro, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1286887>>.

CHEUNG *et alii*. Buy high, sell low: How listed firms price asset transfers in related party transactions. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, No. 5, p. 914-924, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1286883>>.

CHIEN, Chu-Yang; HSU, Joseph C.S. *The Role of Corporate Governance in Related Party Transactions*. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=1539808>>.

CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, investment, and corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 47, n. 1, p. 103-121, Jan., 1998.

CHOW, C; HARRISON, P. Identifying meaningful and significant topics for research and publication: a sharing of experiences and insights by ‘influential’ accounting authors. *Journal of Accounting and Education*, v.20, p. 183-203, 2002.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon.; FAN, Joseph. P.H.; LANG, Larry. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, v. 57, n. 6, p. 2741–2771, Dez., 2002.

COFFEE, John C. Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 183, Janeiro, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=257613>>

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. *Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. 2002. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br>>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *Instrução CVM nº 323, de 19 de janeiro de 2000*. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br>>.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. *Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1)*, 2010. Disponível em < http://www.cpc.org.br/pdf/CPC05R1_final.pdf>

COOPER, Michael. J.; GULEN, Huseyin; SCHILL, Michael. J. Asset growth and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, v. 63, n. 4, p. 1609 – 1651, ago, 2008.

CROCI, Ettore; CAPRIO, Lorenzo. The Determinants of the Voting Premium in Italy: The Evidence from 1974 to 2003 (October 1, 2007). *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, No. 2433-2443, 2008. Disponível em<<http://ssrn.com/abstract=896677>>

CRONQVIST, Henrik; NILSSON, Mattias. Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 38, n. 4, p. 695-719, Dez, 2003.

DEMSETZ, Harold; VILLALONGA, Belén. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, v. 7, n. 3, p. 209-233, Set., 2001.

DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research ... and counting. *Review of Financial Economics*, v. 10, n. 3, p. 191-212, 2001.

DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The Law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, v. 88, n. 3, p. 430-465, Jun., 2008.

DOUPNIK, Timothy S.; RICCIO, Edson Luiz. The Influence of Conservatism and Secrecy on the Interpretation of Verbal Probability Expressions in the Anglo and Latin Cultural Areas. *The International Journal of Accounting*, v. 41, p. 237-261, 2006.

DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*. v. 59, p. 537-600. 2001. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=296107>>

EHRHARDT, Olaf; NOWAK, Eric. Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?). *EFA 2003 Annual Conference Paper*, n. 809. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=423506>>

FRIEDMAN, Eric; JOHNSON, Simon; MITTON, Todd. Propping and Tunneling. *Journal of Comparative Economics*, v. 31, p. 732 – 750, 2003.

FURUTA, Fernanda. *A Relação das Características das Empresas com a Adoção do Comitê de Auditoria x Conselho Fiscal Adaptado*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

GERDAU revoga pagamento de royalties. *Valor Econômico*. São Paulo, 09/05/2006. Edição online. Disponível em < <http://www.valor.com.br/arquivo/502205/gerdau-revoga-pagamento-de-royalties>>.

GILLAN, Stuart; STARKS, Laura T. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective”. *Weinberg Center for Corporate Governance*. Working Paper No. 2003-01.

GLAESER, Edward L.; SHLEIFER, Andrei. *Legal Origins*. Harvard Institute of Economic Research Paper n° 1920, Abril, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=267852>>

GORDON, Elizabeth A.; HENRY, Elaine; PALIA, Darius. Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value. *EFA 2004 Maastricht Meetings Paper* n° 4377; *AFA 2006 Boston Meetings Paper*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=558983>>.

GORGA, Érica Cristina Rocha. *Direito Societário Brasileiro e Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Uma Perspectiva de “Direito e Economia”*. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005

GRAY, S.J. Towards a theory of cultural influences on the development of accounting systems internationally. *Abacus*, v. 24, n° 01, p. 1–15, 1988.

HAUSMAN, J.A. Specification tests in econometrics. *Econometrica*, v. 46, n° 6, p. 1251–1271, 1978.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2007.

HILL, R. Carter; GRIFFITHS, William E.; LIM, Guay C.. *Principles of Econometrics*. 3 ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008.

HIMMELBERG, Charles P.; HUBBARD, R. Glenn; PALIA, Darius. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, v. 53, n° 3, p. 353–384, Set., 1999.

HOFSTEDE, Geert. *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*. Beverly Hills: Sage, 1984.

_____. *Culture and Organizations: Software of the Mind*. Londres: McGraw-Hill, 1991.

HSIAO, Cheng. *Analysis of Panel Data*. 2 ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

HU, Songhua; SHEN, Yanqin; XU, Yuehua. Determinants of Related-Party Transactions: Evidence from China's listed companies during 2002–2006. *Frontiers of Business Research in China*, v. 3, n. 2, p. 190 – 206, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Setembro, 2009. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION – IFC. *Estudos de caso de boa governança corporativa – Círculo de companhias da mesa-redonda de governança corporativa da América Latina*, 2005. Disponível em <<http://www.oecd.org/dataoecd/19/16/35659608.pdf>>.

JAGGI, Bikki; LOW, Pek Yee. Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures. *The International Journal of Accounting*, v. 35, n. 4, p. 495 – 519, 2000.

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

_____. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 22, n. 1, p. 32-42, 2010.

JIAN, Ming; WONG, T.J. Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups. *EFA 2003 Annual Conference Paper*, n 549. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=424888>>

JIANG, Guohua; LEE, Charles M.C; YUE, Heng. *Tunneling in China: The Remarkable Case of Inter-Corporate Loans*. Maio, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1154314>>

JOHNSON *et al.* Tunneling. *The American Economic Review*, v. 90, n. 02, p. 22-27, 2000.

KERLINGER, Fred N. *Metodologia da Pesquisa em Ciências Sociais: Um tratamento conceitual*. São Paulo: EPU, 1980.

KHANNA, Tarun; PALEPU, Krishna. Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *Journal of Finance*, v. 55, n. 2, p. 867–892, 2000.

KLAPPER, Leora; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. *World Bank Policy Research Working Paper n° 2818*, 2002.

KRAAKMAN *et al.*. *The Anatomy of Corporate Law*. Oxford University Press, 2004.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. *Fundamentos de Metodologia Científica*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1991.

LANZANA, Ana Paula. *Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LA PORTA *et al.*. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile), *Inter-American Development Bank, Latin American Research Network, Research Network Working Paper #R-514*, 2005.

LEWIS, Nigel da Costa. *Operational Risk with Excel and VBA: Applied Statistical Methods for Risk Management*. New Jersey: John Wiley, 2004.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. Nível de Evidenciação x Custo da Dívida das Empresas Brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 49, p.95–108, Jan/Abr. 2009

LIRA, Sachiko Araki; NETO, Anselmo Chaves. Coeficientes de correlação para variáveis ordinais e dicotômicas derivados do coeficiente linear de Pearson. *Revista Ciência & Engenharia*, v. 15, n.1, 2006. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/cieng/article/view/529/489>>.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. *Teoria da Contabilidade – Uma Nova Abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, Alexsandro Broedel. A Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e Contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel. (Org.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓFILO, Carlos Renato. *Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007.

NENOVA, Tatiana. *Control values and changes in corporate law in Brazil*. World Bank working paper, 2001.

_____. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*. 68, 325-351. 2003.

NOBES, Christopher. Classification of Financial Accounting Practices. In: MOST, Kenneth S. (Ed.). *Advances in International Accounting: A Research Annual*. Greenwich: JAI Press, v. 1, p. 1 – 22, 1987.

_____. Towards a General Model of the Reasons for International Differences in Financial Reporting. *ABACUS*, v. 34, n. 2, p. 162 – 187, 1998.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PENG, Winnie Qian; WEI, K. C. John; YANG, Zhishu. Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, (2010).

POHLMANN, Marcelo Coletto; ALVES, Francisco José dos Santos. Regulamentação. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel. (Org.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

RODRIGUES, Adriano; PAULO, Edilson; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes. Gerenciamento de Resultados por meio das Transações entre Companhias Brasileiras Interligadas. *Revista de Gestão USP – REGE – USP*, v. 42, n. 2, p. 216 – 226, abr/mai/jun, 2007.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE, Jeffrey F. *Administração Financeira*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

RYNGAERT, Michael; THOMAS, Shawn. *Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects*, set., 2007. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=970689>>

SADDI, Jairo. Fragilidades à mostra. *Revista Capital Aberto*. São Paulo: Ed. Capital Aberto, ano 2, n. 18, Fev/2005.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. *The Importance of Tag Along Rights and Identity of Controlling Shareholders for the Price Spreads Between Dual-Class Shares: The Brazilian Case* (March 1, 2008). Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1033478>>

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

SILVEIRA, Alexandre di Miceli. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

_____. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; PRADO, Viviane Muller; SASSO, Rafael. *Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil*. Novembro, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1307738>>

SOUZA; Thelma de Mesquita Garcia e. *Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Atlas, 2005.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. *Econometria*. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2004.

VALADARES, Silvia Mourthé.; LEAL, Ricardo P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista Abante*, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VERGARA, Sylvia Constant. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. São Paulo: Atlas, 1997.

WEFFORT, Elionor Farah Jreige. *O Brasil e a Harmonização Contábil Internacional*. São Paulo: Atlas, 2005.

WHITE, Halbert. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, v. 48, n° 4, p. 817–838, 1980.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introdução à Econometria: Uma abordagem moderna*. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

YOSHINAGA, Claudia Emiko. *A relação entre índice de sentimento de mercado e as taxas de retorno das ações: uma análise com dados em painel*. 2009. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-17122009-105238/>>.

ZARZESKI, Marilyn Taylor. Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices. *Accounting Horizons*, v. 10, n. 1, p. 18-37, 1996. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2600>>

APÊNDICE A – EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA DA PESQUISA

#	Companhia	Código de Negociação	Setor
1	Anhanguera	AEDU3	Outros
2	Brasilagro	AGRO3	Agro e Pesca
3	All Amer Lat	ALLL3	Transporte Serviços
4	Aliansce	ALSC3	Outros
5	Lojas Marisa	AMAR3	Comércio
6	Amil	AMIL3	Outros
7	Arezzo Co	ARZZ3	Textil
8	Autometal	AUTM3	Veículos e peças
9	Brasil	BBAS3	Finanças e Seguros
10	BR Brokers	BBRK3	Outros
11	Minerva	BEEF3	Alimentos e Bebidas
12	Bematech	BEMA3	Eletrônicos
13	BHG	BHGR3	Outros
14	Brookfield	BISA3	Construção
15	BR Pharma	BPHA3	Comércio
16	BRF Foods	BRFS3	Alimentos e Bebidas
17	BR Insurance	BRIN3	Finanças e Seguros
18	BR Malls Par	BRML3	Outros
19	BR Properties	BRPR3	Outros
20	B2W Varejo	BTOW3	Comércio
21	BMF Bovespa	BVMF3	Finanças e Seguros
22	Csu Cardsystem	CARD3	Outros
23	CC Des Imob	CCIM3	Construção
24	Cyre Com-Ccp	CCPR3	Outros
25	CCR SA	CCRO3	Transporte Serviços
26	Cielo	CIEL3	Software e Dados
27	CPFL Energia	CPFE3	Energia Elétrica
28	Cr2	CRDE3	Construção
29	Cremer	CREM3	Textil
30	Cosan	CSAN3	Alimentos e Bebidas
31	Copasa	CSMG3	Outros
32	Cetip	CTIP3	Finanças e Seguros
33	Cyrela Realty	CYRE3	Construção
34	Dasa	DASA3	Outros
35	Direcional	DIRR3	Construção
36	Drogasil	DROG3	Comércio
37	Duratex	DTEX3	Outros
38	Ecorodovias	ECOR3	Transporte Serviços
39	Embraer	EMBR3	Veículos e peças
40	Energias BR	ENBR3	Energia Elétrica
41	Equatorial	EQTL3	Energia Elétrica
42	Estacio Part	ESTC3	Outros
43	Etemit	ETER3	Minerais não Metálicos
44	Even	EVEN3	Construção
45	Eztec	EZTC3	Construção
Continua na próxima página			

(Amostra da Pesquisa – cont.)

#	Companhia	Código de Negociação	Setor
46	Fer Heringer	FHER3	Química
47	Fibria	FIBR3	Papel e Celulose
48	Fleury	FLRY3	Outros
49	Metalfrio	FRIO3	Máquinas Industriais
50	Gafisa	GFSA3	Construção
51	Grendene	GRND3	Textil
52	Generalshopp	GSHP3	Outros
53	Helbor	HBOR3	Construção
54	Cia Hering	HGTX3	Textil
55	Hrt Petroleo	H RTP3	Petróleo e Gas
56	Hypermarcas	HYPE3	Outros
57	Ideiasnet	IDNT3	Outros
58	Iguatemi	IGTA3	Outros
59	Imc Holdings	IMCH3	Comércio
60	JBS	JBSS3	Alimentos e Bebidas
61	JHSF Part	JHSF3	Construção
62	JSL	JSLG3	Transporte Serviços
63	Metal Leve	LEVE3	Veículos e peças
64	Light S/A	LIGT3	Energia Elétrica
65	Le Lis Blanc	LLIS3	Textil
66	Llx Log	LLXL3	Outros
67	Log-In	LOGN3	Transporte Serviços
68	Lopes Brasil	LPSB3	Outros
69	Lojas Renner	LREN3	Comércio
70	Lupatech	LUPA3	Siderurgia & Metalurgia
71	Magnesita SA	MAGG3	Mineração
72	M. Diasbranco	MDIA3	Alimentos e Bebidas
73	Magaz Luiza	MGLU3	Comércio
74	Mills	MILS3	Outros
75	MMX Miner	MMXM3	Mineração
76	Multipius	MPLU3	Outros
77	MPX Energia	MPXE3	Energia Elétrica
78	Marfrig	MRFG3	Alimentos e Bebidas
79	MRV	MRVE3	Construção
80	Iochp-Maxion	MYPK3	Veículos e peças
81	Natura	NATU3	Comércio
82	Odontoprev	ODPV3	Outros
83	OGX Petroleo	OGXP3	Petróleo e Gas
84	OHL Brasil	OHLB3	Transporte Serviços
85	OSX Brasil	OSXB3	Veículos e peças
86	PDG Realt	PDGR3	Construção
87	Profarma	PFRM3	Comércio
88	Positivo Inf	POSI3	Eletroeletrônicos
89	Providencia	PRVI3	Química
90	Porto Seguro	PSSA3	Finanças e Seguros

Continua na próxima página

(Amostra da Pesquisa – cont.)

#	Companhia	Código de Negociação	Setor
91	Portobello	PTBL3	Minerais não Metálicos
92	Qgep Part	QGEP3	Petróleo e Gas
93	Qualicorp	QUAL3	Outros
94	Raia	RAIA3	Comércio
95	Redecard	RDCD3	Software e Dados
96	Rodobensimob	RDNI3	Construção
97	Localiza	RENT3	Outros
98	Renar	RNAR3	Agro e Pesca
99	Inds Romi	ROMI3	Máquinas Industriais
100	Rossi Resid	RSID3	Construção
101	Sabesp	SBSP3	Outros
102	Sao Carlos	SCAR3	Outros
103	Springs	SGPS3	Textil
104	Time For Fun	SHOW3	Outros
105	SLC Agrícola	SLCE3	Agro e Pesca
106	Sao Martinho	SMTO3	Alimentos e Bebidas
107	Sierrabrasil	SSBR3	Outros
108	Tractebel	TBLE3	Energia Elétrica
109	Tecnisa	TCSA3	Construção
110	Technos	TECN3	Outros
111	Tempo Part	TEMP3	Outros
112	Tereos	TERI3	Alimentos e Bebidas
113	Tegma	TGMA3	Transporte Serviços
114	Tim Part S/A	TIMP3	Telecomunicações
115	Totvs	TOTS3	Software e Dados
116	Triunfo Part	TPIS3	Transporte Serviços
117	Trisul	TRIS3	Construção
118	Tarpon Inv	TRPN3	Finanças e Seguros
119	Ultrapar	UGPA3	Química
120	V-Agro	VAGR3	Outros
121	Viver	VIVR3	Construção
122	Valid	VLID3	Outros
123	Weg	WEGE3	Máquinas Industriais

APÊNDICE B – DISTRIBUIÇÃO DE FREQUÊNCIAS DA VARIÁVEL DE SETOR

Setor	N	Fi
Agro e Pesca	6	2,44%
Alimentos e Bebidas	16	6,50%
Comércio	20	8,13%
Construção	34	13,82%
Eletrônicos	4	1,63%
Energia Elétrica	12	4,88%
Finanças e Seguros	12	4,88%
Máquinas Industriais	6	2,44%
Mineração	4	1,63%
Minerais não Metálicos	4	1,63%
Outros	66	26,83%
Papel e Celulose	2	0,81%
Petróleo e Gás	6	2,44%
Química	6	2,44%
Siderurgia & Metalurgia	2	0,81%
Software e Dados	6	2,44%
Telecomunicações	2	0,81%
Têxtil	12	4,88%
Transporte Serviços	16	6,50%
Veículos e peças	10	4,07%