

Listas de conteúdo disponíveis no [ScienceDirect](https://www.sciencedirect.com)

Revista Internacional de Análise Financeira

página inicial do periódico: www.elsevier.com/locate/irfa

As transações entre partes relacionadas são benéficas ou prejudiciais em mercados emergentes? Novas evidências de acordos de serviços financeiros da China

Huan Dou ^a, Yuanyuan Liu ^{b,*}, Yaru Shi ^c, Hanwen Xu ^c

^a Escola de Administração, Universidade de Jinan, China

^b Escola de Administração, Universidade de Xiamen, China

^c Faculdade de Contabilidade, Universidade de Finanças e Economia de Nanquim, China

INFORMAÇÕES DO ARTIGO

Palavras-chave:

Transações entre partes relacionadas

Acordos de serviços financeiros

Valor da empresa

Desempenho operacional

China

RESUMO

Este artigo examina uma forma nova e pouco explorada de transações entre partes relacionadas, nas quais empresas chinesas listadas assinam acordos de serviços financeiros com empresas financeiras afiliadas dentro do mesmo grupo empresarial. Com FSAs, as empresas listadas podem financiar facilmente por meio de mercados de capital internos. No entanto, algumas preocupações de que os acionistas controladores podem usar FSAs para desviar fundos de empresas listadas legitimamente, expropriando assim a riqueza dos acionistas minoritários. Usando um modelo de diferença em diferenças escalonado com efeitos fixos, examinamos empiricamente as consequências econômicas dos FSAs. Documentamos que os FSAs são prejudiciais à avaliação de mercado e ao desempenho operacional das empresas listadas. Esse fenômeno se concentra principalmente em empresas sem restrições financeiras e aquelas com menores riscos de falência. Uma análise mais aprofundada mostra que a governança corporativa sólida pode inibir a assinatura de FSAs ex-ante. Este artigo contribui para a literatura sobre as consequências econômicas de transações entre partes relacionadas em mercados emergentes. Ele também fornece suporte empírico de que o mercado de capital interno de grupos empresariais na China é ineficiente e oferece aos acionistas controladores oportunidades de tunelamento.

1. Introdução

Transações com partes relacionadas significam transferir recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade de relatórios e uma parte relacionada (SFAS 57; IAS 24). Alguns argumentam que transações com partes relacionadas podem ser benéficas para empresas ao reduzir custos de transação, melhorar a eficiência operacional e compartilhar recursos; no entanto, na maioria dos casos, problemas de agência são criados ao fornecer oportunidades a insiders para expropriar acionistas minoritários (Hope, & H., Lu., 2020). Esse debate nunca terminou, e nenhuma conclusão foi alcançada.

Este estudo investiga uma forma relativamente nova e pouco explorada de

transações com partes relacionadas que os acionistas controladores poderiam estar usando desde 2006 para potencialmente ocupar fundos de empresas públicas.² Especificamente, as empresas listadas assinam acordos de serviços financeiros (doravante FSAs) com suas empresas financeiras afiliadas para obter serviços bancários. Após assinar os FSAs, é mais fácil para as empresas públicas obterem acesso a fundos internos, enquanto também são obrigadas a depositar uma certa quantia de dinheiro em empresas financeiras afiliadas, que chamamos de "depósitos relacionados". A propriedade de "depósitos relacionados" pertence às empresas públicas, mas sofre com o risco financeiro das empresas financeiras. De acordo com casos de anedotas,³ é possível que as empresas listadas não consigam obter seu dinheiro de volta quando necessário e, em casos extremos, as empresas financeiras afiliadas

* Autor correspondente em: Escola de Administração, Universidade de Xiamen, Distrito de Siming, Xiamen, Fujian 361005, China.

Endereços de e-mail: tdouhuan@jnu.edu.cn (H. Dou), yyliu@xmu.edu.cn (Y. Liu).

¹ Agradecemos o apoio financeiro da Fundação Nacional de Ciências Naturais da China (Concessão nº 7207207072002182), Fundação de Ciências Naturais da China Província de Guangdong (Concessão nº 2020A151010402) e Fundos de Pesquisa Fundamental para as Universidades Centrais (Concessão nº 19JQM17).

² Antes de 2006, acionistas controladores geralmente usavam empréstimos intercorporateiros para ocupar fundos de empresas públicas, o que causava consequências econômicas negativas (Jiang et al., 2010). Portanto, a CSRC emitiu uma série de regulamentações para erradicar essa forma específica de abuso corporativo (Jiang et al., 2015). Em outras palavras, a ocupação de fundos por meio de empréstimos intercorporateiros foi proibida desde 2006.

³ No ano de 2019, a Tunghsu Optoelectronic Technology (código de ação: 000413) deixou de pagar títulos e notas de médio prazo, com valores totais de 5,15 bilhões de RMB. No entanto, na declaração financeira de 2019, a Tunghsu relatou 11,60 bilhões de dinheiro, entre os quais 7,93 bilhões foram depositados na empresa financeira afiliada. Em outras palavras, a Tunghsu não pode obter o depósito relacionado para pagar a dívida vencida.

as empresas podem ir à falência.⁴ Além disso, os juros obtidos de depósitos relacionados geralmente não são maiores do que os benefícios obtidos de depósitos bancários ou outros investimentos de curto prazo, o que deteriora a eficiência do uso de fundos da empresa. No geral, essa transação entre partes relacionadas pode ser benéfica para empresas listadas, mas, ao mesmo tempo, também é arriscada e custosa.

Para grupos empresariais, o FSA é um passo essencial na construção de um mercado de capital interno. Para empresas listadas em necessidade, elas podem obter empréstimos relacionados das empresas financeiras de forma mais conveniente e a um custo menor. No entanto, o FSA também pode ser uma ferramenta potencial usada por acionistas controladores para desviar fundos na forma de depósitos relacionados. Este inevitável conflito de interesses requer nossa investigação sobre as consequências econômicas gerais dos FSAs. Especificamente, neste artigo, abordamos uma questão de pesquisa: esta transação específica de parte relacionada é benéfica ou prejudicial para empresas listadas?

O mercado de ações chinês é adequado para conduzir este estudo por três razões. Primeiro, muitos grupos empresariais na China criaram seus segmentos mais lucrativos para serem listados em bolsas de valores.⁵ Assim, muitas empresas listadas concentraram a propriedade, sugerindo uma prevalência de problemas de agência entre investidores majoritários e minoritários. FSAs e “depósitos relacionados” associados são um tipo particular de transações entre partes relacionadas e podem ser usados por acionistas controladores para expropriação de investidores minoritários.

Em segundo lugar, a China é caracterizada por um sistema legal e proteção ao investidor mais fracos do que outros grandes países emergentes (Allen, Qian, & Qian, 2005), o que encoraja comportamentos de tunelamento dos blockholders. Além disso, a autoridade dos reguladores do mercado de títulos também é limitada, o que dificulta os efeitos da execução pública (Jiang, Lee, & Yue, 2010). Portanto, o problema do tunelamento, como a ocupação de fundos, tem raízes persistentes no mercado de ações chinês.

Terceiro, as empresas chinesas dependem fortemente de credores para financiar sua demanda de capital, mas a proteção dos direitos dos credores e a aplicabilidade dos contratos na China não são fortes o suficiente (Chen, Lobo, Wang e Yu, 2013; Qian e Strahan, 2007). No entanto, com instituições financeiras subdesenvolvidas, os grupos empresariais na China podem atuar como um remédio eficaz e ajudar a aliviar as restrições financeiras de membros fracos do grupo, incluindo empresas listadas em dificuldades financeiras (Jia, Shi e Wang, 2013; Khanna e Yafeh, 2007; Stein, 1997).

Devido aos regulamentos de divulgação de informações na China, podemos coletar dados sobre essa nova forma de transações com partes relacionadas e usar essa configuração única para investigar o comportamento de tunelamento dentro de grupos empresariais.⁶ Coletamos informações relevantes de FSA do CNINFO7 e relatórios anuais da empresa. Em nossa amostra de regressão completa, 7,44% das observações assinaram FSAs. Para fortalecer as inferências causais, empregamos o modelo de regressão de diferença em diferenças escalonado para examinar se a assinatura de um FSA impactará o desempenho da empresa. As evidências mostram que ter um FSA está negativamente associado à avaliação de mercado de empresas públicas, apoiando nossas análises e compreensão de depósitos relacionados. Também descobrimos que o desempenho operacional das empresas se deteriora com esse acordo.

Além disso, descobrimos que as consequências negativas dos FSAs se concentram principalmente em empresas sem restrições financeiras e aquelas com menor risco de falência. Nossos principais resultados ainda são válidos após controlarmos questões de endogeneidade e são robustos em diferentes amostras de regressão. Em uma amostra restrita, confirmamos que essa transação com partes relacionadas tem menos probabilidade de ocorrer quando as empresas têm melhores mecanismos de governança corporativa, sejam internos ou externos.

Nosso estudo contribui tanto para a teoria quanto para a prática de diversas maneiras. Primeiro, introduzimos e examinamos minuciosamente a consequência econômica de uma nova e pouco explorada forma de transações entre partes relacionadas por meio da qual acionistas controladores poderiam legitimamente desviar fundos de empresas listadas. Com a FSA, as empresas associadas dentro de grupos empresariais devem depositar uma certa quantia de dinheiro em empresas financeiras afiliadas sob a pressão de seus acionistas controladores. É diferente de outras transações entre partes relacionadas examinadas no mercado de ações chinês, como vendas anormais para empresas afiliadas (Jian & Wong, 2010).

Além disso, os FSAs também servem como uma ferramenta alternativa para ocupação de caixa quando empréstimos intercorporativos injustos foram proibidos por reguladores do mercado de ações (Jiang, Rao e Yue, 2015). Isso sugere que os problemas de tunelamento na China têm raízes persistentes e representam um desafio contínuo para a transição do país para uma economia orientada para o mercado.

Em segundo lugar, este artigo contribui para o grande corpo de literatura sobre mercados de capital internos, pois os FSAs são um passo essencial na integração de empresas listadas nos mercados de capital de grupos empresariais. Um grupo de pesquisadores argumentou que os mercados de capital internos podem reduzir os custos de financiamento devido à assimetria de informações e aliviar as restrições financeiras das empresas associadas (Myers & Majluf, 1984; Williamson, 1975). Outra vertente da literatura mostrou que a operação dos mercados de capital interno é ineficiente devido ao comportamento de busca de renda das subsidiárias (Scharfstein & Stein, 2000) e subsídios cruzados improdutivos (Shin & Stulz, 1998). Fan, Jin e Zheng (2008) argumentam que o mercado de capital interno de grupos empresariais na China é ineficiente e também fornece aos grandes acionistas oportunidades de tunelamento. Nossos resultados empíricos apoiam essa opinião ao mostrar que os FSAs deterioram o desempenho operacional e a avaliação de mercado das empresas listadas.

Finalmente, nosso estudo lança nova luz sobre a eficácia dos mecanismos internos e externos de governança corporativa para mitigar os comportamentos de tunelamento dos acionistas controladores em mercados emergentes. Embora existam incertezas quanto aos efeitos de vários mecanismos de governança corporativa em conflitos de interesse principal-principal em empresas listadas na China (Huyghebaert & Wang, 2012; Shan, 2013). Descobrimos que uma governança corporativa sólida pode restringir esse tipo específico de transação com partes relacionadas (ou seja, FSAs), que são prejudiciais ao desempenho da empresa. Como tal, nossos resultados empíricos têm implicações tanto para investidores quanto para reguladores. Portanto, os investidores devem estar cientes da qualidade da governança das empresas, e os formuladores de políticas devem trabalhar na estrutura de propriedade, independência do conselho e ambiente institucional para proteger melhor os acionistas minoritários.

O restante deste artigo prossegue da seguinte forma. A Seção 2 apresenta o contexto institucional e revisa a literatura anterior. A Seção 3 desenvolve nossas hipóteses. A Seção 4 descreve o desenho da pesquisa, e a Seção 5 apresenta os principais resultados empíricos. A Seção 6 relata os resultados de análises posteriores, e a seção final conclui.

2. Contexto institucional e revisão da literatura

2.1. Contexto institucional

O dinheiro desempenha um papel essencial na operação das empresas, bem como em grupos empresariais. A fim de facilitar a gestão centralizada do dinheiro

⁴ Há evidências anedóticas de que algumas empresas financeiras acabaram por se dissolver durante nosso período de amostragem de 2007 a 2018.

⁵ De acordo com nossos cálculos, 70,4% das empresas listadas na Bolsa de Valores Chinesa o mercado de ações é controlado por grupos empresariais.

⁶ Jiang e Kim (2020) apontam que, embora o comportamento de ocupação direta de fundos por acionistas controladores tenha sido estritamente proibido, o tunelamento por acionistas controladores ainda persiste por outros meios, como transações com partes relacionadas. Sob tais circunstâncias, a CRSC faz muitos esforços para proteger os acionistas minoritários, e os requisitos de divulgação de informações sobre transações com partes relacionadas são os únicos. Além de assinar os FSAs, existem algumas regras específicas sobre os FSAs que os acionistas controladores devem obedecer, o que é útil para restringir os acionistas controladores de abusar de seus direitos.

⁷ CNINFO é o site autorizado pela CSRC (www.cninfo.com.cn) para empresas listadas divulgarem demonstrações financeiras, avisos da empresa e outras informações importantes ao público.

dentro de um grupo empresarial,⁸ as empresas-mãe criam empresas financeiras para atingir as metas de integração de recursos de capital. A empresa financeira atua como o banco interno do grupo empresarial,⁹ e fornece empréstimos para empresas associadas afiliadas que precisam de dinheiro para operações ou investimentos. As empresas financeiras também fornecem outros serviços bancários, como aceitar depósitos, coletar e pagar valores de transações, liquidar transferências internas de fundos entre empresas associadas e assim por diante.

Para aproveitar os serviços fornecidos por empresas financeiras, empresas públicas afiliadas aos mesmos grupos empresariais devem concordar em assinar um FSA. Quando dinheiro é necessário, empresas listadas que assinaram o FSA podem tomar dinheiro emprestado diretamente de seu "banco interno", o que é mais conveniente do que financiamento externo com menor custo. No entanto, empresas com FSAs também são obrigadas a depositar uma certa quantia de dinheiro em empresas financeiras afiliadas, que chamamos de "depósitos relacionados".

Um FSA é uma forma específica de transação entre partes relacionadas. Conforme exigido pela CSRC e pelas bolsas de valores, as empresas listadas devem divulgar informações relevantes de transações entre partes relacionadas ao público em mídias específicas (por exemplo, o CNINFO) e relatórios anuais auditados. Na prática, descobrimos que há algumas empresas listadas que não conseguem passar nos FSAs.¹⁰ Os votos negativos são de acionistas minoritários que têm preocupações de que "depósitos relacionados" sejam semelhantes aos empréstimos intercorporateiros explorados por acionistas controladores para ocupação de fundos (Jiang et al., 2010). A Fig. 1 mostra a comparação de "depósitos relacionados" e empréstimos intercorporateiros, que normalmente são relatados como "outros recebíveis" (OREC). O saldo médio de OREC em nossa amostra é de apenas 1,32% de

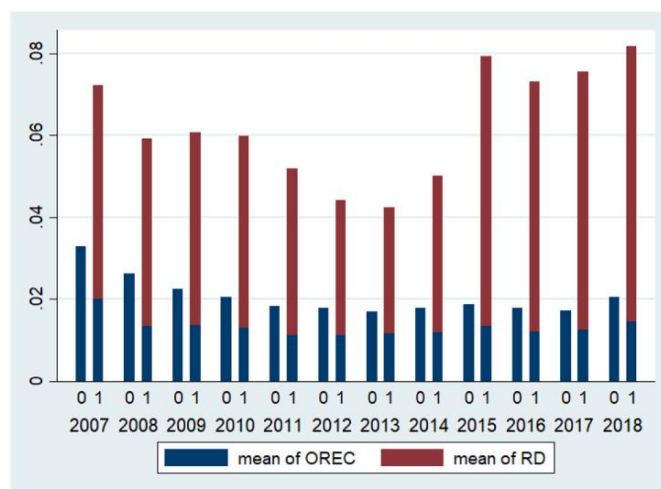


Fig. 1. OREC e depósitos relacionados.

Esta figura demonstra os saldos médios (dimensionados pelo total de ativos) de OREC e depósitos relacionados (RD para abreviar) durante nosso período de amostra de 2007 a 2018, para empresas listadas que assinaram FSAs (*ACORDO* = 1) e aquelas sem tais acordos (*ACORDO* = 0), separadamente.

⁸ Em outubro de 2006, grupos empresariais estatais foram explicitamente obrigados pelo SASAC (State-owned Assets Supervision and Administration Committee) a gerenciar dinheiro de forma centralizada com o propósito de orçamento adequado e melhoria da eficiência do uso de fundos. Como resultado, grupos empresariais estatais e alguns não estatais criaram empresas financeiras desde 2007.

⁹ As sociedades financeiras filiadas a grupos empresariais também estão sob a supervisão da Comissão Reguladora Bancária Chinesa (CBRC).

¹⁰ Há evidências anedóticas de que a proposta de assinar tal acordo foi rejeitada em assembleias gerais de acionistas, enquanto outras propostas de FSAs não foram aprovadas em reuniões do conselho. Por exemplo, o FSA proposto entre a Angang Steel Company Limited (id de ações: 000898) e a Angang Finance Company não foi aprovado duas vezes em assembleias de acionistas.

ativos totais, muito menos do que o valor relatado por Jiang et al. (2010) durante o período de 1996 a 2006, enquanto o saldo médio de depósitos relacionados para empresas que assinaram FSAs é de cerca de 6% dos ativos totais, sugerindo a importância dos acordos para a riqueza dos acionistas.

Os depósitos relacionados aos acordos são arriscados e envolvem custos para empresas listadas que são afiliadas a grupos empresariais. Para a operação de um mercado de capital interno, a empresa financeira emprestará os depósitos relacionados à sua controladora ou outras empresas associadas. Na China, o governo e o banco central (ou seja, o Banco Popular da China [PBC]) protegem todos os bancos, especialmente os bancos estatais, para a segurança dos fundos. No entanto, existe a possibilidade de que as empresas listadas não recuperem seu dinheiro de volta quando necessário, se as empresas financeiras afiliadas tiverem problemas de fluxo de caixa ou até mesmo falirem em casos extremos. Além disso, os juros obtidos dos depósitos relacionados geralmente são menores do que os benefícios obtidos do banco, embora o acordo geralmente estabeleça que as taxas de juros devem ser comparáveis às taxas de mercado. Além disso, esse dinheiro ocupado poderia ter sido investido de outras maneiras mais benéficas, como produtos de gestão de patrimônio fornecidos por bancos (Hachem & Song, 2016). Em outras palavras, os depósitos relacionados deterioram a eficiência do uso de fundos das empresas. No Apêndice A, usamos um exemplo para ilustrar os benefícios, riscos potenciais e custos associados aos depósitos relacionados e FSAs.

Em relação aos grupos empresariais, os FSAs entre empresas financeiras e empresas associadas, incluindo empresas públicas, são um passo essencial para a gestão centralizada de dinheiro e a operação tranquila do mercado interno de capital. Para empresas listadas, os FSAs podem ser benéficos ao fornecer empréstimos de fácil acesso e baixo custo. No entanto, os FSAs também fornecem aos acionistas controladores uma oportunidade de ocupar fundos de empresas listadas (ou seja, depósitos relacionados) e, portanto, expropriar acionistas minoritários. Como a CSRC estabeleceu requisitos rígidos de listagem, como desempenho contábil, um grupo empresarial geralmente separa uma de suas partes mais lucrativas para listar em bolsas de valores. Geralmente, a participação dos proprietários controladores em um membro do grupo não listado é substancialmente maior do que em uma empresa listada. Portanto, os proprietários controladores se beneficiariam mais ao fornecer empréstimos e, assim, salvar as empresas não listadas em dificuldades. Portanto, é mais provável que uma empresa pública deposite dinheiro em, em vez de pedir dinheiro emprestado, uma empresa financeira afiliada.

Das análises anteriores, sabemos que conflitos de interesse inevitáveis, juntamente com benefícios de financiamento interno, existem em termos de FSAs entre grupos empresariais e suas empresas listadas afiliadas. Considerando o risco de desvio de fundos, acionistas minoritários e diretores de conselho de empresas listadas expressaram suas preocupações, especialmente sobre os depósitos relacionados. Como o tipo de empréstimos intercorporateiros examinados por Jiang et al. (2010) foram proibidos pela CSRC, um FSA fornece uma maneira alternativa pela qual acionistas controladores podem legitimamente desviar fundos de empresas listadas. Portanto, precisamos examinar as consequências econômicas dos FSAs.¹¹

2.2. Revisão da literatura

Estudos anteriores examinaram os impactos das transações com partes relacionadas. Jian e Wong (2010) relatam que as transações de empréstimos relacionadas, comumente chamadas de tunelamento financeiro, são negativamente correlacionadas com o valor da empresa. Cheung, Rau e Stouraitis (2006) examinam a reação do mercado à divulgação de transações com partes relacionadas com seus acionistas controladores no mercado de capitais de Hong Kong por empresas listadas e descobrem que o retorno das ações é significativamente negativo. Além disso, Beckman, Cole e Fu (2009) descobrem que as garantias de empréstimos emitidas por empresas listadas para acionistas controladores são prejudiciais ao valor da empresa. Os RPTs ex post são significativamente associados negativamente à lucratividade opera-

¹¹ Os FSAs podem variar em disposições detalhadas para diferentes empresas, incluindo o limite superior de depósitos relacionados, o período do contrato e muitos outros itens. Assim, as oportunidades de tunelamento por acionistas controladores também podem variar entre as empresas, o que é difícil de medir e comparar. Portanto, focamos principalmente em se as empresas listadas assinaram FSAs.

Tabela 1

Distribuição amostral do ACORDO por ano e setor.

Painel A Distribuição de amostra por ano				
Ano	ACORDO = 0	ACORDO = 1	Total	Percentagem
2007	776	35	811	4,32%
2008	906	43	949	4,53%
2009	1000	57	1057	5,39%
2010	1078	77	1155	6,67%
2011	1409	119	1528	7,79%
2012	1601	149	1750	8,51%
2013	1888	171	2059	8,31%
2014	1868	177	2045	8,66%
2015	1956	178	2134	8,34%
2016	2197	194	2391	8,11%
2017	2419	202	2621	7,71%
2018	2834	199	3033	6,56%
Total	19.932	1601	21.533	7,44%

Distribuição da amostra do painel B por setor				
Indústria	ACORDO = 0	ACORDO = 1	Total	Percentagem
Agricultura (A)	192	18	210	8,57%
Mineração (B)	369	93	462	20,13%
Processamento Agrícola (C13)	310	10	320	3,13%
Alimentos (C14)	232	1	233	0,43%
Bebida (C15)	347	18	365	4,93%
Fiação (C17)	389	0	389	0,00%
Vestuário (C18)	250	5	255	1,96%
Couro (C19)	11	0	11	0,00%
Madeira (C20)	2	0	2	0,00%
Móveis (C21)	35	0	35	0,00%
Produtos de papel (C22)	231	12	243	4,94%
Impressão (C23)	19	0	19	0,00%
Cultura e Educação Fabricação (C24)	24	0	24	0,00%
Processamento de Petróleo (C25)	127	38	165	23,03%
Produtos Químicos (C26)	1513	122	1635	7,46%
Produtos Farmacêuticos (C27)	1409	39	1448	2,69%
Fibras Químicas (C28)	225	5	230	2,17%
Borracha e Plásticos (C29)	428	15	443	3,39%
Produtos minerais não metálicos (C30)	638	12	650	1,85%
Metal ferroso (C31)	263	53	316	16,77%
Metal não ferroso (C32)	460	40	500	8,00%
Produtos Metálicos (C33)	386	1	387	0,26%
Equipamento Geral (C34)	759	46	805	5,71%
Equipamento Especial (C35)	1020	91	1111	8,19%
Automóvel (C36)	584	158	742	21,29%
Transporte (C37)	188	135	323	41,80%
Máquinas Elétricas (C38)	1261	45	1306	3,45%
Computador e Comunicações (C39)	1827	118	1945	6,07%
Instrumentação (C40)	227	2	229	0,87%
Outras Manufaturas (C41)	176	0	176	0,00%
Recursos residuais (C42)	3	0	3	0,00%
Elétrica, Calor, Gás e Água (D)	535	203	738	27,51%
Construção (E)	495	49	544	9,01%
Comércio por grosso e a retalho (F)	1266	94	1360	6,91%
Transporte, Armazenagem e Serviço Postal (G)	506	61	567	10,76%
Alojamento e restauração (H)	3	1	4	25,00%
Tecnologia da Informação (I)	1100	41	1141	3,59%
Imobiliário (K)	1118	43	1161	3,70%
Leasing e Serviços Empresariais (L)	249	6	255	2,35%
Pesquisa Científica e Serviços Técnicos (M)	74	6	80	7,50%
Gestão de Instalações Públicas (N)	178	4	182	2,20%
Educação (P)	2	0	2	0,00%
Saúde e serviço social (Q)	5	0	5	0,00%
Cultura, desporto e entretenimento (R)	158	2	160	1,25%
Abrangente (S)	338	14	352	3,98%
Total	19.932	1601	21.533	7,44%

Esta tabela apresenta a distribuição da amostra de *AGREEMENT* por ano (Painel A) e setor (Painel B). *AGREEMENT* é uma variável fictícia, que é igual a um se as empresas listadas assinaram os FSAs com empresas financeiras afiliadas, e zero caso contrário. A classificação do setor segue os *Códigos de Classificação Industrial para Empresas Listadas* (Edição 2012) emitidos pela CSRC.

associado a uma maior probabilidade de dificuldades financeiras ou de exclusão

(Maio de 2017).

da lista (Ryngaert & Thomas, 2012). Além disso, as transações com partes

Uma quantidade abundante de pesquisas discutiu as transações entre partes

relacionadas servem como “sinais de alerta” de futuras distorções financeiras (Kohlbeck e relacionadas dentro de grupos empresariais. Uma corrente de estudos argumentou

Estatística descritiva.

Esta tabela apresenta estatísticas descritivas de todas as variáveis para o período de 2007 a 2018 ($N = 21.533$). Veja o Apêndice B para definições de variáveis. Todas as variáveis contínuas no nível da empresa são winsorizadas no nível de 1% e 99%.

No mercado de ações chinês, onde o problema de agência entre o acionista controlador e os acionistas minoritários é prevalente, esperamos que os acionistas controladores tenham um forte incentivo para explorar transações entre partes relacionadas com a finalidade de tunelamento.

Quando o mercado externo está incompleto, o atrito da transação é bastante grande (Khanna & Palepu, 1997, 2000) e as empresas não conseguem

Table 1

Tabela
4 Análise univariada.

Variáveis	Significar			Mediana		
	Acordo = 0	Acordo = 1	Diferença	Acordo = 0	Acordo = 1	Diferença
	(N = 19.932)	(N = 1601)		(N = 19.932)	(N = 1601)	
TOBINQ _{it}	2.040	1.656	0,384***	1.546	1.274	0,272***
DIVERSÃO	0,053	0,043	0,010***	0,051	0,040	0,011***
TAMANH _{it-1}	22.331	23.500	ȳ 1,170***	22.272	23.430	ȳ 1,158***
LEV _{it-1}	0,433	0,566	ȳ 0,133***	0,426	0,575	ȳ 0,149***
NCF _{it-1}	0,041	0,047	ȳ 0,006***	0,042	0,045	ȳ 0,003**
AGE _{it-1}	9,830	14,521	ȳ 4,691*** ȳ	9,000	15,000	ȳ 6,000*** ȳ
O ESTADO _{it-1}	0,392	0,917	0,525*** ȳ	0,000	1,000	1,000*** ȳ
OWNCON _{it-1}	0,349	0,418	0,068***	0,328	0,422	0,094***
SHRCR2TO5 _{it-1}	0,179	0,148	0,031***	0,163	0,103	0,060***
HHH _{it-1}	0,090	0,111	ȳ 0,022***	0,068	0,082	ȳ 0,014***
DIVERSIFICAR _{it-1}	0,602	0,594	0,008	1,000	1,000	0,000
FIXED _{it-1}	0,226	0,293	ȳ 0,068***	0,194	0,237	ȳ 0,043***
HOLDSHARE _{it-1}	0,340	0,509	ȳ 0,168***	0,326	0,553	ȳ 0,227***
DUAL _{it-1}	0,256	0,076	0,180*** ȳ	0,000	0,000	0,000***
BDSIZE _{it-1}	2.147	2.249	0,102***	2.197	2.197	0,000***

Esta tabela apresenta uma comparação univariada de variáveis entre empresas com FSAs (*AGREEMENT* = 1) e empresas sem FSAs (*AGREEMENT* = 0). *AGREEMENT* é uma variável fictícia, que é igual a um se as empresas listadas assinaram os FSAs com empresas financeiras afiliadas, e zero caso contrário. O período da amostra é de 2007 a 2018. *, **, *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5%, 1%, respectivamente. Veja o Apêndice B para definições de variáveis.

arrecadar dinheiro suficiente em tempo hábil para financiar seus projetos lucrativos. Portanto, o mercado interno de capital de um grupo empresarial desempenha um papel importante no fornecimento de fundos para suas empresas associadas. [Gopalan, Nanda e Seru \(2007\)](#) concluem que os mercados internos de capital são amplamente utilizados para dar suporte a empresas associadas em dificuldades, com base em uma amostra de grupos empresariais indianos.

Conforme mencionado anteriormente, a empresa financeira afiliada emprestará dinheiro depositado por empresas listadas para sua empresa controladora ou outras empresas afiliadas no grupo empresarial. As empresas financeiras também podem fornecer empréstimos para empresas listadas se elas assinaram o FSA. Quando as empresas listadas precisam urgentemente de fundos, enfrentam restrições financeiras ou risco de falência (em casos extremos), por exemplo, aquelas com FSAs podem tomar dinheiro emprestado diretamente de empresas financeiras afiliadas, o que é muito mais fácil e conveniente do que empréstimos bancários. Em outras palavras, um FSA pode ser benéfico. Declaramos a hipótese da seguinte forma.

Hipótese 1a. *Ter um FSA com empresas financeiras afiliadas é benéfico para o desempenho de empresas listadas.*

Em empresas europeias e asiáticas, o controle por grandes blockholders é prevalente, e o problema da agência central diz respeito a conflitos de interesse entre acionistas controladores e investidores minoritários ([La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998](#)). Transações com partes relacionadas são uma maneira potencial para acionistas controladores expropriarem acionistas minoritários. Assinar FSAs com empresas financeiras afiliadas é uma forma nova e pouco explorada de transação com partes relacionadas por meio da qual acionistas controladores poderiam legitimamente ocupar fundos de empresas públicas chinesas.

As disposições relativas a depósitos relacionados em FSAs pressionam as empresas listadas a depositar dinheiro em empresas financeiras afiliadas. Essa transação entre partes relacionadas é arriscada e custosa para empresas listadas. Nessa transação, a empresa financeira afiliada empresta depósitos relacionados à sua empresa controladora ou outras empresas afiliadas no grupo empresarial. Há uma possibilidade de que as empresas listadas não recuperem seu dinheiro de volta quando necessário e, em casos extremos, as empresas financeiras afiliadas podem ir à falência. Em outras palavras, as empresas listadas com FSAs correm o risco de desvio de fundos por seus acionistas controladores. Além disso, os juros obtidos dos depósitos relacionados em empresas financeiras são geralmente menores do que os de depósitos bancários ou outros investimentos de curto prazo, resultando em menor eficiência no uso de fundos. Portanto, esperamos que o desempenho operacional das empresas se deteriore com este acordo e o mercado de capitais reduza a avaliação das ações corporativas para a possibilidade de tunelamento. Então, declaramos a hipótese concorrente da seguinte forma.

Hipótese 1b. *Ter um FSA com empresas financeiras afiliadas é prejudicial ao desempenho de empresas listadas.*

4. Desenho da pesquisa

4.1. Amostra e dados

Nossa amostra consiste em todas as empresas de ações A listadas nas Bolsas de Valores de Xangai e Shenzhen. Devido à disponibilidade de dados, usamos o período de amostra de 2007 a 2018.12 Primeiro, coletamos informações sobre empresas financeiras do *The China Yearbook on Finance Companies of Business Groups*. Dos anuários, obtemos a lista de empresas financeiras e os nomes de seus grupos empresariais controladores. Em seguida, coletamos informações sobre acionistas controladores de empresas listadas do banco de dados CSMAR. Em seguida, comparamos manualmente os dados de ambas as fontes e identificamos as empresas listadas sob o controle do mesmo acionista controlador de empresas financeiras. Por fim, coletamos informações de FSA do site CNINFO e relatórios anuais.

Obtemos outros dados, incluindo demonstrações financeiras, estrutura de propriedade, composição do conselho e retornos de ações do banco de dados CSMAR, banco de dados Wind e banco de dados CCER.13 Em seguida, excluímos empresas listadas no setor financeiro e observações com dados ausentes. Nossa amostra final para testes empíricos consiste em 21.533 observações empresa-ano.

4.2. Modelos empíricos

Nossas hipóteses concorrentes estão preocupadas com se um FSA é benéfico ou prejudicial ao desempenho de empresas listadas. Para inferir o efeito causal que um FSA tem sobre empresas listadas, nós

¹² Antes de 2007, havia apenas casos esporádicos de empresas financeiras em grupos empresariais. Em 2005, a Split-Share Structure Reform (SSSR) foi implementada para converter as ações não negociáveis em negociáveis. Quase todas as empresas concluíram a reforma até 2007 ([Hope, Wu e Zhao, 2015](#)). [Peng et al. \(2011\)](#) sugere que essa SSSR causa o boom dos preços das ações em 2007. Portanto, excluímos as observações de 2007 e os resultados permanecem inalterados.

¹³ CSMAR, Wind e CCER são os três principais bancos de dados que dão suporte à pesquisa contábil e financeira na China.

Tabela 5
Consequências econômicas dos FSAs.

	Variável dependente	
	TOBINQt	DIVERSÃO
Variáveis	(1)	(2)
ACORDOt	0,145** (2,44) y	0,009*** (2,78)
TAMANHQt-1	0,124*** (y 6,36)	0,001 (1,27)
LEVt-1	0,037 (0,50)	0,004 (0,95)
NCFt-1	0,841*** (7,05)	0,115*** (18,63) y
AGEt-1	0,066 (0,56)	0,006 (y 1,00) y
O ESTADO-1	y 0,239*** (y 4,22) y	0,011*** (y 3,93)
OWNCONt-1	2,286*** (y 17,90) y	0,067*** (10,21)
SHRCR2TO5t-1	2,412*** (y 18,19)	0,070*** (10,30)
HHHit-1	y 0,252 (y 1,44) y	0,003 (0,28)
DIVERSIFICARt-1	0,062** (y 2,38)	y 0,003** (y 2,52) y
FIXEDt-1	0,216** (2,38)	0,008* (y 1,67)
HOLDSHAREt-1	1,153*** (21,29) y	0,016*** (5,81)
DUALt-1	0,053* (y 1,93) y	y 0,000 (y 0,03) y
BDSIZEt-1	0,364*** (y 5,00)	0,005 (y 1,28)
CONSTANTE	6,605*** (11,18)	0,037 (1,23)
ANO E EMPRESA	SIM	SIM
Observações	21.533	21.533
Dentro de R2	0,234	0,064

Esta tabela apresenta os resultados da regressão do TOBINQ (ROA) no ACORDO. AGREEMENT é uma variável fictícia, que é igual a um se as empresas listadas assinaram os FSAs com empresas financeiras afiliadas, e zero caso contrário. O período da amostra é de 2007 a 2018. As estatísticas T são apresentadas entre parênteses. *, **, *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5%, 1%, respectivamente. Veja o Apêndice B para definições de variáveis.

adote o seguinte modelo de regressão de diferença em diferenças escalonado para testar as hipóteses. Duas variáveis dependentes são empregadas, e a primeira é TOBINQ, uma medida de valor da empresa. A segunda é ROA, uma medida de desempenho operacional.

$$TOBINQ\ (ROA)_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \times ACORDO_{i,t} + \gamma_2 \times \text{Variáveis de Controle}_{i,t} + \gamma_3 \times \text{EfeitosFixadosEmpresa} + \gamma_4 \times \text{EfeitosFixadosAno} + \gamma_5 \times t$$

onde AGREEMENT é uma variável fictícia que é igual a um se a empresa listada i tiver um FSA efetivo com empresas financeiras afiliadas no ano t e zero caso contrário.¹⁴ Como incluímos efeitos fixos de empresa e ano no modelo (1), o coeficiente em AGREEMENT representa o efeito diferença-em-diferenças das empresas de tratamento em relação às empresas de controle para o período antes versus depois da adoção de FSAs por empresas listadas (Bertrand & Mullainathan, 2003). As empresas de tratamento são aquelas que assinaram FSAs durante o período da amostra, e as empresas de controle não assinaram acordos com a empresa financeira afiliada. Como as datas efetivas dos FSAs são diferentes entre as empresas (ou seja, adoção escalonada de FSAs), podemos comparar o desempenho de uma empresa listada antes e

¹⁴ Por exemplo, se a empresa i assinou um acordo com uma empresa financeira afiliada no ano de 2016 e o período do contrato é de três anos, as observações de 2016, 2017 e 2018 para a empresa i são incluídas em nossa amostra, e codificamos ACORDO como um para essas observações. Acreditamos que um acordo assinado durante o ano t terá efeitos na avaliação do ano corrente e no desempenho operacional.

após o início de um acordo e isolar o efeito do acordo do efeito específico do ano civil controlado por dummies de ano. Além disso, os dummies de empresa controlam características específicas da empresa não observáveis e invariantes no tempo.

Se o coeficiente de ACORDO for significativamente positivo, o papel benéfico de um FSA (H1a) é apoiado, enquanto um coeficiente significativo e negativo é esperado para apoiar qualquer possível comportamento de tunelamento associado a FSAs (H1b).

Segundo Beckman et al. (2009), incluímos várias variáveis de controle¹⁵ em nosso modelo de regressão (1). SIZE é o logaritmo natural do valor total de mercado de uma empresa. LEV é a alavancagem da empresa, definida como o total de passivos dividido pelo total de ativos. NCF é o fluxo de caixa da empresa, definido como fluxos de caixa operacionais líquidos divididos pelo total de ativos. AGE é o número de anos desde que uma empresa abriu o capital. STATE indica se o governo é o dono final da empresa listada.¹⁶ OWNCON é a propriedade dos acionistas controladores. SHRCR2TO5 é a porcentagem de ações detidas pelo segundo ao quinto maior acionista. HHI é a concentração da indústria. DIVERSIFY é uma variável indicadora que é igual a um se as empresas têm vendas em dois ou mais setores, e zero caso contrário (Xu, Chan, Jiang e Yi, 2013).¹⁷ FIXED é definido como ativos fixos líquidos divididos pelo total de ativos. HOLDSHARE é a porcentagem de ações detidas por acionistas institucionais. DUAL indica se o presidente do conselho e o CEO são a mesma pessoa.

BDSIZE é o logaritmo natural do número de membros do conselho de uma empresa. Todas as variáveis no modelo (1) são definidas no Apêndice B. Para mitigar o efeito potencial de outliers, winsorizamos as variáveis contínuas nos níveis de 1% e 99%.

5. Resultados empíricos

5.1. Estatística descritiva e análise univariada

No Painel A da Tabela 1, apresentamos a distribuição da amostra de AGREEMENT por ano. Em 2007, havia apenas 35 empresas listadas que assinaram FSAs, e o número aumentou para cerca de 200 nos últimos anos, o que implica que um número crescente de empresas listadas assinou FSAs. Como tal, é necessário explorar as consequências econômicas de tais transações entre partes relacionadas, que impõem a ameaça de ocupação de fundos sobre empresas listadas. No Painel B da Tabela 1, apresentamos a distribuição da amostra de AGREEMENT por setor. A probabilidade de assinar FSAs é variada entre empresas em diferentes setores.

A Tabela 2 relata as estatísticas descritivas de todas as variáveis. A média de ACORDO é 0,074, o que implica que 7,4% das observações na amostra completa já assinaram FSAs. A média e a mediana de TOBINQ são 2,012 e 1,524, respectivamente, o que é consistente com a literatura anterior (Jiang et al., 2015). A média e a mediana de ROA são 0,053 e 0,050, respectivamente, o que indica a lucratividade das empresas chinesas listadas. A média e a mediana de OWNCON são 0,354 e 0,334. Em outras palavras, o maior acionista de todas as empresas públicas na China possui cerca de 35% do total de ações em média, indicando uma estrutura de propriedade altamente concentrada e fortes incentivos de expropriação de acionistas controladores.

¹⁵ Seguimos as sugestões construtivas do revisor e incluímos variáveis de controle adicionais, RPT_SALE e RPT_PURCHASE no Modelo (1). RPT_PURCHASE é definido como a razão entre transações de compra de partes relacionadas e receita operacional. RPT_SALE é a razão entre transações de vendas com partes relacionadas e a receita operacional. O coeficiente de ACORDO ainda é significativamente negativo, apoiando nossa hipótese 1b.

¹⁶ Controlamos ainda mais a propriedade estrangeira e nossos resultados permanecem inalterados.

¹⁷ Berger e Ofek (1995) apontaram que empresas diversificadas podem ter um desconto nos valores da empresa em geral. Portanto, incluímos DIVERSIFY no modelo (1) como uma variável de controle. No entanto, o efeito pode não ser sempre o caso e depende de certos fatores, como condições econômicas e estruturas de governança (Erdorf et al., 2013; Graham et al., 2002). Portanto, os coeficientes de regressão de DIVERSIFY devem ser explicados com cautela.

Tabela 6
Efeitos moderados da restrição financeira e do risco de falência.

Variáveis	Variável dependente							
	TOBINQ _{it}				DIVERSÃO			
	DKZ = 1		DKZ = 0		DKZ = 1		DKZ = 0	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ACORDO _{it}	0,046 (̄ 0,58) ̄ 0,285*** (̄ 9,08) ̄	0,205** (̄ 2,20) 0,033 (1,14)	0,023 (̄ 0,33) ̄ 0,431*** (̄ 14,21)	0,145* (̄ 1,84) ̄ 0,027 (̄ 1,08) ̄	0,006 (̄ 1,34) ̄ 0,004** (̄ 2,14)	0,007* (̄ 1,74) 0,007*** (5,08)	0,003 (̄ 0,55) ̄ 0,008*** (̄ 3,22)	0,009** (̄ 2,52) 0,005*** (4,45)
TAMANH _{it-1}								
LEV _{it-1}	0,448*** (̄ 3,97) 0,469*** (2,72)	̄ 0,352*** (̄ 2,70) 1,333*** (7,62)	1,681*** (13,07) 0,377** (2,24)	0,068 (̄ 0,68) 0,991*** (6,72)	0,032*** (5,14) 0,070*** (7,24)	̄ 0,006 (̄ 0,95) 0,141*** (17,66) ̄	0,072*** (6,98) 0,072*** (5,33)	0,006 (1,31) 0,114*** (16,49) ̄
NCFL _{it-1}								
AGE _{it-1}	̄ 0,072 (̄ 0,96) ̄ 0,375*** (̄ 5,07) ̄	0,009 (0,09) ̄ 0,069 (̄ 0,76) ̄	0,041 (0,46) ̄ 0,343*** (̄ 5,17) ̄	0,038 (0,55) ̄ 0,073 (̄ 0,97) ̄	0,007 (1,61) ̄ 0,011*** (̄ 2,65)	0,007 (̄ 1,64) ̄ 0,003 (̄ 0,71)	̄ 0,016** (2,26) ̄ 0,008 (̄ 1,59)	0,007** (̄ 2,27) ̄ 0,015*** (̄ 4,15)
O ESTADO _{it-1}								
OWNCON _{it-1}	2,011*** (̄ 10,42) ̄ 1,512*** (̄ 7,41) ̄	1,197*** (̄ 6,18) ̄ 1,534*** (̄ 7,80)	1,092*** (̄ 6,32) ̄ 0,637*** (̄ 3,49)	1,759*** (̄ 10,14) ̄ 1,878*** (̄ 10,82) ̄	0,018* (1,71) 0,034*** (3,02)	0,070*** (7,92) 0,077*** (8,61)	0,026* (1,91) 0,046*** (3,15)	0,085*** (10,51) 0,078*** (9,68)
SHRCCR2TO5 _{it-1}								
HHH _{it-1}	0,305 (̄ 1,16) ̄ 0,038 (̄ 0,94) ̄	0,083 (0,30) ̄ 0,064* (̄ 0,038) ̄	0,118 (0,49) 0,038 (0,98)	0,327 (̄ 1,41) ̄ 0,076** (̄ 2,43)	0,020 (1,36) ̄ 0,000 (̄ 0,11) ̄	̄ 0,035*** (̄ 2,80) ̄ 0,003* (̄ 1,66)	0,027 (1,40) ̄ 0,001 (̄ 0,34)	̄ 0,010 (̄ 0,93) ̄ 0,003* (̄ 1,79) ̄
DIVERSIFICAR _{it-1}								
FIXED _{it-1}	0,083 (̄ 0,63) 0,860*** (9,40)	0,640*** (4,62) 1,000*** (13,73) ̄	0,151 (1,38) 0,548*** (7,05)	0,657*** (5,34) 1,136*** (16,24) ̄	0,000 (̄ 0,03) 0,010** (2,00)	0,015** (̄ 2,42) 0,022*** (6,69)	0,013 (1,48) ̄ 0,004 (̄ 0,59) ̄	0,017*** (̄ 2,88) 0,017*** (5,21)
HOLDSHARE _{it-1}								
DUAL _{it-1}	̄ 0,023 (̄ 0,55) ̄ 0,423*** (̄ 4,03)	0,049 (̄ 1,31) ̄ 0,103 (̄ 0,99)	̄ 0,047 (̄ 1,10) ̄ 0,199** (̄ 2,08)	0,038 (̄ 1,16) ̄ 0,334*** (̄ 3,67)	0,000 (0,07) ̄ 0,005 (̄ 0,92)	0,000 (0,03) ̄ 0,003 (̄ 0,55) ̄	0,004 (̄ 1,19) ̄ 0,013* (̄ 1,74)	0,001 (0,61) ̄ 0,006 (̄ 1,33)
BDSIZE _{it-1}								
CONSTANTE	11,021*** (13,76) ANO E EMPRESA	2,395*** (3,57) SIM	10,824*** (12,07) SIM	4,461*** (7,50) SIM	0,069 (1,55) SIM	0,065** (̄ 2,14) SIM	0,076 (1,07) SIM	̄ 0,041 (̄ 1,48) SIM
Teste de comida	0,010**		0,350		0,000***		0,040**	
Observações	10.010	10.119	5301	14.828	10.010	10.119	5301	14.828
Dentro de R2	0,224	0,305	0,216	0,298	0,033	0,113	0,047	0,082

Esta tabela apresenta os resultados da regressão do *TOBINQ* (*ROA*) sobre *ACORDO*, em subamostras particionadas por restrição financeira (*DKZ*) e risco de falência (*DZS*). *AGREEMENT* é uma variável fictícia, que é igual a um se as empresas listadas assinaram os FSAs com empresas financeiras afiliadas, e zero caso contrário. *DKZ* é uma variável fictícia, que é igual a um se a empresa enfrenta restrição financeira (tem um índice KZ maior), e zero caso contrário. *DZS* é uma variável fictícia, que é igual a um se a empresa enfrenta maior risco de falência (Altman Z-score é abaixo de 1,81), e zero caso contrário. O período da amostra é de 2007 a 2018. As estatísticas T são apresentadas entre parênteses. *, **, *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5%, 1%, respectivamente. Veja o Apêndice B para definições de variáveis.

Na [Tabela 3](#), apresentamos a matriz de correlação das nossas principais variáveis. Os coeficientes de correlação entre *AGREEMENT* e *TOBINQ* (*ROA*) são significativamente negativos, o que é consistente com nossa [Hipótese 1b](#) de que FSAs são prejudiciais ao valor da empresa e ao desempenho operacional. Todos os coeficientes de correlação são relativamente pequenos, sugerindo que o problema de multicolinearidade não era um problema.

Em seguida, fazemos comparações entre empresas com FSAs (*AGREEMENT* = 1) e empresas sem FSAs (*AGREEMENT* = 0). Os resultados são apresentados na [Tabela 4](#). O valor médio e mediano da empresa (*TOBINQ*) de empresas listadas com FSAs é menor, com a diferença significativa no nível de 1%, o que é consistente com a [Hipótese 1b](#). Enquanto isso, tanto a média quanto a mediana do *ROA* são significativamente diferentes entre as duas subamostras, o que também dá suporte à [Hipótese 1b](#).

5.2. Principais resultados

Primeiro, examinamos se ter um FSA é benéfico ou prejudicial ao valor da empresa. Os resultados da regressão diferença-em-diferenças¹⁸ são apresentados na coluna (1) da [Tabela 5](#). Conforme mostrado, o coeficiente de *ACORDO* é significativamente negativo (̄ 0,145) no nível de 5% em

coluna (1), sugerindo que as empresas listadas com FSAs geralmente têm um valor de empresa menor do que suas contrapartes, consistente com a [Hipótese 1b](#). Em termos de significância econômica, a estimativa do coeficiente implica que uma empresa pública com FSAs tem um *TOBINQ* que é 14,5 pontos-base menor do que uma empresa sem FSAs. Dado que a média da amostra de *TOBINQ* é 2,012, essa redução de 14,5 pontos-base se traduz em uma queda de 7,20% (=0,145/2,012) no valor de uma empresa em relação à média da amostra.

Além disso, relatamos os impactos dos FSAs na lucratividade da empresa na coluna (2) da [Tabela 5](#). O coeficiente de *ACORDO* é significativamente negativo (̄ 0,009) no nível de 1%, o que sugere que o desempenho operacional se deteriora com FSAs entre empresas listadas sob controle de grupos empresariais ([Hipótese 1b](#)). Em termos de significância econômica, a estimativa do coeficiente implica que uma empresa pública com FSAs tem um *ROA* que é 0,9 pontos-base menor do que uma empresa sem FSAs. Dado que a média da amostra do *ROA* é 0,053, essa redução de 0,9 pontos-base se traduz em uma queda de 16,98% (= 0,009/0,053) na lucratividade de uma empresa em relação à média da amostra.

Argumentamos que as disposições relativas aos depósitos relacionados na FSA pressionam as empresas cotadas a depositar dinheiro em empresas financeiras afiliadas, o que aumenta o risco de desvio de fundos por controle

¹⁸ Resultados não tabulados confirmaram a validade da suposição de tendências paralelas.

Tabela 7

Análise de amostra correspondente ao escore de propensão.

	Variável dependente	
	TOBINQ _{it}	DIVERSAO
Variáveis	(1)	(2)
ACORDO _{it}	0,146* (̳	0,012** (̳
TAMANHO _{it-1}	1,86) ̳	2,39) ̳
	0,078	0,000
	(̳ 1,30) ̳	(̳ 0,03)
LEVI _{it-1}	0,526**	0,002
	(̳ 2,37)	(0,13)
NCF _{it-1}	0,957***	0,169***
	(3,69)	(8,69)
AGE _{it-1}	̳ 0,007	̳ 0,005
	(̳ 0,07) ̳	(̳ 0,65) ̳
O ESTADO _{it-1}	0,040 (̳	0,032** (̳
	0,12) ̳	2,15)
OWNCON _{it-1}	1,285*** (̳	0,019
	4,66) ̳	(0,97)
SHRCR2TO5 _{it-1}	1,130*** (̳	0,035*
	4,25)	(1,80)
HHH _{it-1}	̳ 0,445	0,007
	(̳ 1,09) ̳	(0,32)
DIVERSIFICAR _{it-1}	0,110*	0,001
	(̳ 1,65)	(0,32)
FIXED _{it-1}	0,098	̳ 0,004
	(0,51)	(̳ 0,32)
HOLDSHARE _{it-1}	0,852***	0,003
	(7,53)	(0,45)
DUAL _{it-1}	0,056	̳ 0,003
	(0,96)	(̳ 0,68) ̳
BDSIZE _{it-1}	0,027	0,005 (̳
	(0,20)	0,55)
CONSTANTE	4,634***	0,155*
	(3,02)	(1,71)
ANO E EMPRESA	SIM	SIM
Observações	4530	4530
Dentro de R2	0,241	0,104

Esta tabela apresenta os resultados do TOBINQ (ROA) sobre AGREEMENT usando uma amostra combinada de propensão-pontuação. AGREEMENT é uma variável fictícia, que é igual a um se as empresas listadas assinaram os FSAs com empresas financeiras afiliadas e zero caso contrário. O período da amostra é de 2007 a 2018. As estatísticas T são apresentadas entre parênteses. *, **, *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5%, 1%, respectivamente. Consulte o Apêndice B para obter definições de variáveis.

acionistas. Existe a possibilidade de que empresas listadas não consigam recuperar seu dinheiro quando necessário e, em casos extremos, empresas financeiras afiliadas podem ir à falência. Além disso, os juros obtidos dos depósitos relacionados em empresas financeiras geralmente são menores do que os de bancos. Assim, os riscos e custos associados aos FSAs superam os benefícios, pois as empresas com esse acordo têm menor valor empresarial e desempenho operacional.

6. Análises adicionais

Nesta seção, conduzimos diversas análises adicionais para garantir a robustez dos principais achados.

6.1. Efeitos moderados da restrição financeira e do risco de falência

Como nossos principais testes comprovaram que um FSA tem, em média, um impacto prejudicial na avaliação de mercado e no desempenho operacional de empresas listadas, exploramos ainda mais se esse efeito é moderado por certos fatores.

Primeiro, dividimos a amostra de regressão completa em dois grupos com base em se a empresa pública enfrenta restrição financeira (DKZ) ou não, e então reestimamos o modelo (1) nas duas subamostras. Os resultados da regressão do TOBINQ são relatados nas colunas (1) e (2) da Tabela 6. O coeficiente de ACORDO é insignificante na subamostra de restrição financeira (coluna 1), e o coeficiente é significativamente negativo para empresas sem restrição financeira (coluna 2). Esses resultados apoiam que o

o efeito prejudicial deste acordo relacionado concentra-se principalmente em empresas sem restrição financeira, pois o fundo levantado de terceiros pode ser desviado por seus acionistas controladores. Para empresas que têm problemas em tomar dinheiro emprestado de fontes externas, elas podem buscar suporte financeiro diretamente de empresas financeiras afiliadas dentro dos mesmos grupos empresariais. Assim, o efeito negativo de um FSA no valor da empresa é mitigado em empresas públicas com restrição financeira. Os resultados da regressão do ROA, que são apresentados nas colunas (5) e (6), são semelhantes aos resultados do TOBINQ e também dão suporte à nossa análise.

Em segundo lugar, dividimos a amostra de regressão completa em dois grupos com base em se o risco de falência (DZS) enfrentado pela empresa pública é alto ou baixo e, em seguida, reestimamos o modelo (1) nas duas subamostras. Os resultados da regressão do TOBINQ são apresentados nas colunas (3) e (4) da Tabela 6, e os resultados do ROA são relatados nas colunas (7) e (8). Os coeficientes de ACORDO são insignificantes na subamostra de alto risco de falência (colunas 3 e 7), e os coeficientes são significativamente negativos para empresas com menor probabilidade de entrar em falência (colunas 4 e 8). Esses resultados apoiam o fato de que o valor da empresa e o desempenho operacional se deterioram com acordos quando as empresas operam normalmente, enquanto o efeito negativo de um FSA é enfraquecido pelo alto risco de falência de empresas listadas. Como ser listado em bolsas de valores obteria recursos valiosos do mercado de capitais chinês, como reputação e fundos (Piotroski & Zhang, 2014), as empresas-mãe empregarão vários métodos, incluindo empréstimos relacionados, para resgatar aquelas empresas públicas com alto risco de falência.

No geral, nossos resultados sugerem que os efeitos prejudiciais dos FSAs no valor da empresa e no desempenho operacional dependem das restrições financeiras e do risco de falência das empresas.

6.2. Método de correspondência de pontuação de propensão

No modelo (1), empregamos o modelo de diferença em diferenças para aliviar as preocupações de endogeneidade de que a associação de um FSA com o desempenho da empresa pode não ser causal, e descobrimos que a assinatura de FSAs com empresas financeiras afiliadas prejudicará a avaliação de mercado e a lucratividade das empresas. No entanto, ainda há preocupações de que as características das empresas com FSAs podem ser sistematicamente diferentes daquelas sem acordo. Por exemplo, empresas que assinaram FSAs são menos lucrativas ou estão em dificuldades financeiras e, portanto, tendem a obter suporte financeiro de suas matrizes por meio de empréstimos relacionados concedidos por empresas financeiras afiliadas.

Para abordar essa questão nos testes de impacto dos FSAs no valor da empresa e no desempenho operacional, usamos um método de pontuação de propensão combinada (PSM). No primeiro estágio, executamos um modelo logit para obter a pontuação de propensão para cada observação e para construir a amostra PSM. A variável dependente é uma variável fictícia que indica se uma empresa listada assinou um FSA ou não. Nós combinamos cada observação de uma empresa assinando um acordo com uma observação não FSA com a pontuação de propensão mais próxima. A amostra combinada consiste em 4530 anos-empresa no total. No segundo estágio, executamos o modelo de regressão (1) e reestimamos nossos principais testes usando essa amostra combinada, na qual os testes t não tabulados mostram que raramente há diferenças significativas nos valores médios e medianos das variáveis entre os grupos FSA e não FSA.

Os resultados da regressão PSM são apresentados na Tabela 7. Na coluna (1), o coeficiente de ACORDO é negativo (̳ 0,146) e estatisticamente significativo no nível de 10%, apoiando consistentemente que ter um FSA é prejudicial ao valor da empresa. Na coluna (2), ACORDO também está negativamente associado ao ROA em uma amostra correspondente. Essas descobertas indicam que nossos principais resultados são robustos após abordar ainda mais as questões de endogeneidade e não são motivados por diferenças nos fundamentos da empresa.

6.3. Amostra restrita: determinantes e consequências

Como mencionamos na seção anterior, as características da empresa podem ser sistematicamente diferentes entre empresas que assinaram FSAs e aquelas sem acordo na amostra de regressão completa. Portanto, é natural perguntar sobre os determinantes dos FSAs. Para ser específico, quais tipos

Tabela
8 FSAs em amostra restrita: determinantes.

Variável dependente = AGREEMENT _{i,t}					
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
EQUILÍBRIO_{t-1}	1,014***				1,005***
	(12,92)				(12,83)
PERCURSO DE PLACA_{t-1}		5,310**			4,150*
		(12,25)			(11,74)
INDPERC_{t-1}			5,990***		6,451***
			(4,66)		(4,92)
MERCADO_{t-1}				0,027*	0,034**
				(1,75)	(1,12)
<i>TAMANHO_{t-1}</i>	0,397***	0,399***	0,477***	0,416***	0,497***
	(5,54)	(5,58)	(6,49)	(5,78)	(6,63)
<i>LEV_{t-1}</i>	1,419***	1,371***	1,351***	1,376***	1,323***
	(3,96)	(3,83)	(3,77)	(3,86)	(3,67)
<i>NCF_{t-1}</i>	0,137	0,205	̄ 0,049	0,164	̄ 0,063
	(0,16)	(0,23)	(̄ 0,06)	(0,19)	(̄ 0,07)
<i>ROA_{t-1}</i>	0,480	0,722	0,497	0,432	0,514
	(0,37)	(0,56)	(0,39)	(0,34)	(0,40)
<i>MB_{t-1}</i>	̄ 0,072*** (̄	̄ 0,066*** (̄	̄ 0,068*** (̄	̄ 0,066*** (̄	̄ 0,074*** (̄
	2,80)	2,61)	2,65)	2,59)	2,89)
<i>AGE_{t-1}</i>	0,068***	0,064***	0,067***	0,074***	0,061***
	(4,83)	(4,48)	(4,79)	(5,25)	(4,22)
<i>O ESTADO_{t-1}</i>	0,534***	0,504***	0,574***	0,564***	0,442**
	(2,79)	(2,58)	(3,00)	(2,97)	(2,25)
<i>OWNCON_{t-1}</i>	̄ 0,754	0,416	0,513	0,586	̄ 0,581
	(̄ 1,14)	(0,81)	(0,99)	(1,13)	(̄ 0,86)
<i>SHRCR2TO5_{t-1}</i>	3,458***	0,727	0,413	0,523	3,660***
	(2,88)	(1,17)	(0,68)	(0,86)	(2,99)
<i>HHI_{t-1}</i>	0,104	0,052	̄ 0,240	0,003	̄ 0,342
	(0,15)	(0,07)	(̄ 0,33) ̄	(0,00)	(̄ 0,47) ̄
<i>FIXED_{t-1}</i>	̄ 0,158	̄ 0,217	0,194 (̄	̄ 0,312	0,303 (̄
	(̄ 0,38)	(̄ 0,52)	0,46)	(̄ 0,74)	0,71)
<i>HOLDSHARE_{t-1}</i>	0,938***	0,778**	0,799**	0,905***	0,755**
	(2,85)	(2,33)	(2,41)	(2,76)	(2,23)
<i>DUAL_{t-1}</i>	̄ 0,234	̄ 0,218	̄ 0,256	- 0,205	̄ 0,256
	(̄ 1,23) ̄	(̄ 1,14) ̄	(̄ 1,33) ̄	(̄ 1,08) ̄	(̄ 1,32) ̄
<i>BDSIZE_{t-1}</i>	0,087	0,108	0,602*	0,054	0,684**
	(̄ 0,26) ̄	(̄ 0,33) ̄	(̄ 1,75) ̄	(̄ 0,17) ̄	(̄ 1,97) ̄
<i>CONSTANTE</i>	9,868***	10,141***	8,410***	10,562***	7,691***
	(̄ 5,89)	(̄ 6,08)	(̄ 4,93)	(̄ 6,35)	(̄ 4,46)
ANO E INDÚSTRIA	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Observações	2164	2164	2164	2164	2164
Pseudo R2	0,174	0,173	0,179	0,172	0,186

Esta tabela apresenta resultados de regressão de *ACORDO* sobre variáveis de mecanismos de governança corporativa em uma amostra restrita. *ACORDO* é uma variável fictícia, que é igual a um se as empresas listadas assinaram os FSAs com empresas financeiras afiliadas e zero caso contrário. O período da amostra é de 2007 a 2018. As estatísticas T são apresentadas entre parênteses. *, **, *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5%, 1%, respectivamente. Veja o Apêndice B para definições de variáveis.

das empresas têm maior probabilidade de assinar esse tipo de acordo?

Quando conduzimos os testes principais para o impacto dos FSAs no desempenho da empresa, executamos regressões na amostra completa, incluindo todas as empresas listadas não financeiras de ações A. No entanto, examinamos os determinantes dos FSAs em uma amostra restrita, incluindo anos de empresa cujo acionista controlador estabeleceu pelo menos uma empresa financeira subsidiária. Acreditamos que esse critério de seleção de amostra é necessário. Apenas empresas públicas que atendem a esse critério precisam escolher se assinam ou negam FSAs com empresas financeiras afiliadas. Outras empresas listadas não têm empresas financeiras afiliadas, então elas não precisam fazer essa escolha desde o início. Portanto, executamos o seguinte modelo de regressão logística (2) em uma amostra restrita para explorar quais fatores minam a decisão das empresas sobre os FSAs.

$$ACORDO_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \times FATOR_{i,t} + \gamma_2 \times \text{Variáveis de Controle}_{i,t} + \gamma_3 \times \text{EfeitosFixosIndústria} + \gamma_4 \times \text{EfeitosFixosAno} + \gamma_{i,t}$$

onde *ACORDO* é conforme definido na seção de Design de Pesquisa. A literatura anterior mostrou que as transações com partes relacionadas têm maior probabilidade de ocorrer quando empresas em diferentes mercados têm fracos

governança (por exemplo, [Kohlbeck e Mayhew, 2010](#); [Lo, Wong e Firth, 2010](#); [Nekhili e Cherif, 2011](#)). Portanto, *Factor* é um conjunto de variáveis de teste que representam uma série de mecanismos internos e externos de governança corporativa, incluindo *BALANCE*, *BOARDPERC*, *INDPERC* e *MAR-KET*. *BALANCE* é a porcentagem de ações detidas pelo segundo ao quinto maiores acionistas dividida pela porcentagem de ações detidas pelos maiores acionistas; *BOARDPERC* é a porcentagem de ações ordinárias detidas pelos membros do conselho; *INDPERC* é a porcentagem de diretores independentes no conselho corporativo; *MARKET* é um índice abrangente que mede o ambiente legal regional, e um valor mais alto significa que a região é mais favorável à lei ([Fan e Wong, 2005](#)). Incluímos diversas variáveis de controle em nosso modelo de regressão (2), incluindo *SIZE*, *LEV*, *NCF*, *ROA*, *AGE*, *STATE*, *OWNCON*, *SHRCR2TO5*, *HHI*, *FIXED*, *HOLDSHARE*, *DUAL*, *BDSIZE* e *MB*, que é a relação mercado/livro do patrimônio líquido. Também incluímos dummies de ano e dummies de indústria no modelo (2) para controlar o efeito fixo de ano e indústria.

Os resultados dos determinantes dos FSAs são apresentados na [Tabela 8](#). O coeficiente de *BALANCE* na primeira coluna é significativamente negativo (̄ 1,014). Grandes proprietários podem monitorar o acionista controlador e agir como um

Tabela 9
FSAs em amostra restrita: consequências.

	Variável dependente	
	TOBINQ _{it}	DIVERSÃO
Variáveis	(1)	(2)
ACORDO _{it}	0,229*** (14,12) \bar{y}	0,005* (1,78)
TAMANH _{it-1}	0,270*** (\bar{y} 10,43) \bar{y}	0,005*** (3,95)
LEV _{it-1}	0,800*** (\bar{y} 5,84)	\bar{y} 0,045*** (\bar{y} 6,81)
NCF _{it-1}	0,863*** (2,65)	0,243*** (15,60) \bar{y}
AGE _{it-1}	\bar{y} 0,002 (\bar{y} 0,46) \bar{y}	0,000 (\bar{y}) 0,15) \bar{y}
O ESTADO ₋₁	0,019 (\bar{y}) 0,24) \bar{y}	0,021*** (\bar{y}) 5,64) \bar{y}
OWNCON _{it-1}	1,101*** (\bar{y}) 5,37) \bar{y}	0,005 (\bar{y}) 0,52)
SHRCR2TO5 _{it-1}	0,794*** (\bar{y}) 3,41)	0,014 (1,30)
HHH _{it-1}	0,369 (1,23)	\bar{y} 0,038*** (\bar{y}) 2,62) \bar{y}
DIVERSIFICAR _{it-1}	\bar{y} 0,064 (\bar{y} 1,35) \bar{y}	0,001 (\bar{y} 0,52) \bar{y}
FIXED _{it-1}	0,657*** (\bar{y}) 4,10)	0,045*** (\bar{y}) 5,92)
HOLDSHARE _{it-1}	1,021*** (7,75)	0,011* (1,69)
DUAL _{it-1}	\bar{y} 0,073 (\bar{y} 0,89) \bar{y}	0,010*** (2,61)
BDSIZE _{it-1}	0,116 (\bar{y}) 0,98)	0,004 (0,63)
CONSTANTE	9,892*** (17,43)	\bar{y} 0,029 (\bar{y} 1,08)
ANO E INDÚSTRIA	SIM	SIM
Observações	1960	1960
Adj_R2	0,337	0,238

Esta tabela apresenta os resultados do TOBINQ (ROA) sobre ACORDO em uma amostra restrita. ACORDO é uma variável fictícia, que é igual a um se as empresas listadas assinaram os FSAs com empresas financeiras afiliadas e zero caso contrário. IMR é o índice de Mills inverso. O período da amostra é de 2007 a 2018. As estatísticas T são apresentadas entre parênteses. *, **, *** indicam significância estatística nos níveis de 10%, 5%, 1%, respectivamente. Consulte o Apêndice B para obter definições de variáveis.

obstáculo à expropriação de investidores minoritários em empresas chinesas listadas (Huyghebaert & Wang, 2012). Assim, quando as empresas listadas estão envolvidas em transações prejudiciais com partes relacionadas, elas se tornariam supervisores positivos para evitar tais acordos. O coeficiente de BOARDPERC é significativamente negativo (\bar{y} 5,310) no nível de 5%, conforme apresentado na coluna (2), indicando que a probabilidade de ter um FSA diminui com o aumento da porcentagem de ações detidas pelos membros do conselho. Os membros do conselho têm um forte incentivo para restringir o uso de tais acordos quando os próprios diretores se tornam acionistas minoritários (Gao & Kling, 2008). O coeficiente de INDPERC também é significativamente negativo (\bar{y} 5,990) no nível de 1% na coluna (3), indicando que a independência do conselho tem um efeito positivo na redução da probabilidade de

tendo tais acordos (Rosenstein & Wyatt, 1990), o que apoia que o papel de monitoramento dos diretores independentes é eficaz em empresas listadas chinesas. Na coluna (4), o coeficiente de MARKET é significativamente negativo (\bar{y} 0,027) no nível de 10%, indicando que as empresas listadas localizadas em áreas com melhor ambiente legal são menos propensas a assinar um acordo relacionado com empresas financeiras (La Porta et al., 1998). Na coluna (5), incluímos todas as quatro variáveis e executamos o modelo de regressão logit (2). Os coeficientes de BALANCE, BOARDPERC, INDPERC e MARKET são todos estatisticamente negativos.

No geral, quando as empresas listadas estão envolvidas em transações com partes relacionadas, o que pode ser prejudicial à eficiência operacional das empresas listadas e à riqueza dos acionistas minoritários, fortes mecanismos internos e externos de governança corporativa impediriam que tais transações ocorressem, ou seja, FSAs neste caso.

Além disso, também examinamos os impactos dos FSAs e executamos o modelo de regressão (1) na amostra restrita. Os resultados são apresentados na Tabela 9. O AGREEMENT ainda está significativamente e negativamente associado com TOBINQ (coluna 1) e ROA (coluna 2), após restringirmos a seleção da amostra. Também conduzimos o método de duas etapas de Heckman para provar ainda mais a causalidade. Os resultados não tabulados mostram que o AGREEMENT ainda está significativamente e negativamente associado com TOBINQ e ROA após a inclusão da razão de mill inversa (IMR). No geral, nossas principais descobertas sobre os efeitos prejudiciais dos FSAs são robustas em diferentes amostras e especificações de modelo.

7. Conclusões

Este estudo examina uma nova forma de transações entre partes relacionadas, nas quais empresas chinesas listadas assinam FSAs com empresas financeiras afiliadas dentro do mesmo grupo empresarial. Nossos resultados empíricos demonstram que o acordo entre empresas listadas e empresas financeiras afiliadas é prejudicial ao desempenho operacional e à avaliação de mercado das empresas. Essas consequências negativas dos FSAs concentram-se principalmente em empresas listadas sem restrições financeiras e aquelas com menores riscos de falência. Após controlar questões de endogeneidade, nossos resultados ainda se mantêm e são robustos em diferentes amostras. Além disso, também descobrimos que o mecanismo de governança corporativa desempenha um papel influente na inibição do comportamento de apropriação indébita.

Devido à propriedade concentrada e ao ambiente institucional precário na China, o problema de agência entre acionistas controladores e investidores minoritários tem raízes persistentes. Como resultado, acionistas controladores têm fortes incentivos para explorar FSAs para desviar fundos de empresas listadas. Nosso estudo apoia que FSAs, uma forma relativamente nova e pouco explorada de transações entre partes relacionadas, são prejudiciais para empresas listadas, sugerindo que o mercado interno de capital de grupos empresariais na China é ineficiente e fornece aos grandes acionistas oportunidades de tunelamento.

Disponibilidade de dados

Os dados serão disponibilizados mediante solicitação.

Apêndice. Hisense: Um estudo de caso sobre um FSA

O Hisense Group controla duas empresas listadas, Hisense Electric Co., Ltd. (código de ações: 600060) e Hisense Kelon Electrical Holdings Co., Ltd. (código de ações: 000921), e uma empresa financeira, Hisense Finance Firm. A estrutura de propriedade é como mostrado na Fig. A1.

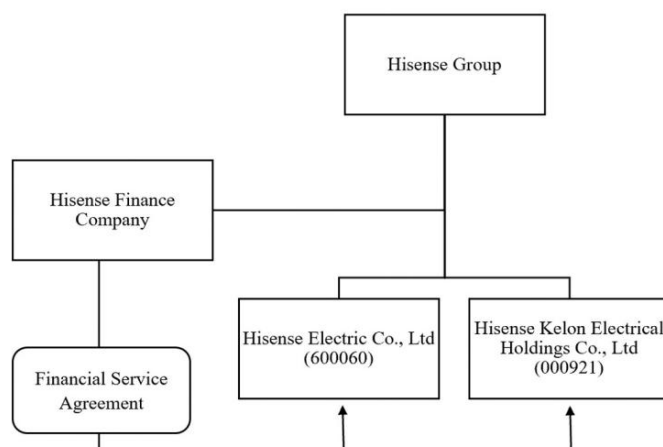


Fig. A1. Uma ilustração de FSAs e partes relacionadas envolvidas.

Em 19 de junho de 2008, o conselho da Hisense Electric Co., Ltd. (Hisense Electric, doravante) aprovou uma proposta para assinar um FSA com a Hisense Finance Company afiliada. O acordo foi então aprovado na conferência de acionistas seguinte. O conteúdo principal deste acordo é o seguinte: "A partir de 2008, por um ano, a Hisense Finance Company fornecerá serviços financeiros para a Hisense Electric, e o valor dos depósitos e empréstimos relacionados não deve exceder 1 bilhão de RMB. Todas as transações devem seguir a cláusula de capital." Desde então, a Hisense Electric assinou FSAs anualmente e colocou grandes quantias de dinheiro na empresa financeira.

Desde 2008, a outra empresa listada na Família Hisense, Hisense Kelon Electrical Holdings Co., Ltd., (Hisense Kelon, a seguir) também assinou um FSA com a Hisense Finance Company. O desempenho financeiro da Hisense Kelon foi muito ruim e a empresa foi "especialmente tratada (ST)" 2008 a 2012.

19

A Tabela A1 resume as informações obtidas do CNINFO e das demonstrações financeiras de ambas as empresas públicas durante nosso período de amostra.

Tabela A1

Resumo de FSAs para empresas listadas na família Hisense.

Nome da empresa	Ano fiscal	Limite superior do RD	Limite superior do empréstimo	Valor real de RD	Valor real do empréstimo	Ganho de juros de RD	Juros pagos ao empréstimo
Hisense Elétrica	2008	1000	1000	351,52	0,00	1,20	0,00
	2009	1000	3330	872,59	0,00	6,95	0,00
	2010	2000	2000	1421,94	0,00	9,92	0,00
	2011	2500	2000	2486,41	0,00	28,27	0,00
	2012	3000	2500	1173,62	0,00	40,12	0,00
	2013	3000	2500	2732,43	0,00	27h40	0,00
	2014	3600	2000	2931,17	0,00	30,65	0,00
	2015	3600	2000	3205,38	0,00	42,93	0,00
	2016	4500	2500	2386,93	0,00	34,86	0,00
	2017	4500	2500	2521,08	0,00	16,3	0,00
	2018	4500	2500	3212,55	0,00	24,7	0,00
	2008	500	1000	0,00	30,00	0,00	0,00
	2009	500	1000	0,00	998,76	0,00	23h45
	2010	400	1500	184,48	592,51	0,30	40,25
Hisense Kelon	2011	400	N / D	177,37	702,50	0,90	35,73
	2012	350	1500	283,96	0,00	1,49	23,83
	2013	350	1500	318,09	0,00	2,09	0,00
	2014	800	2200	698,83	0,00	3,20	0,00
	2015	800	2200	790,81	0,00	5,01	0,00
	2016	3000	4500	1909,47	0,00	10,37	0,00
	2017	6000	6000	2618,43	0,00	25,77	0,00
	2018	6500	6000	3377,22	0,00	32,12	0,00

Unidade: 1 milhão de RMB; RD, depósitos relacionados; N/A, não disponível.

Conforme mostrado na Tabela A1, embora a Hisense Electric tenha investido grandes quantias de dinheiro na empresa financeira, ela nunca tomou empréstimos. Por exemplo, o saldo de depósitos relacionados em 2011 foi de 2,49 bilhões de RMB, muito próximo do limite superior estabelecido no FSA. Esse valor é 89,88% do caixa da empresa e 15,40% de seu ativo total. Além disso, a Hisense Electric obteve apenas 28,27 milhões de juros dessa enorme quantia de depósitos relacionados, mas recebeu 11,20 milhões de juros de 0,28 bilhões de poupança bancária. Em outras palavras, a taxa de juros estimada aproximadamente é de 1,14% (28,27/2490) para depósitos relacionados e 4% (11,20/280) para poupança bancária (dinheiro e equivalentes). No geral, uma grande proporção de caixa está sob o controle direto do Hisense Group, e uma pequena quantia de juros foi paga. A Fig. A2 demonstra a quantidade de depósitos relacionados (barra) e o desempenho firme (linha) da Hisense Electric durante nosso período de amostra.

¹⁹ Empresas públicas que sofreram perdas em dois anos consecutivos receberão "tratamento especial".

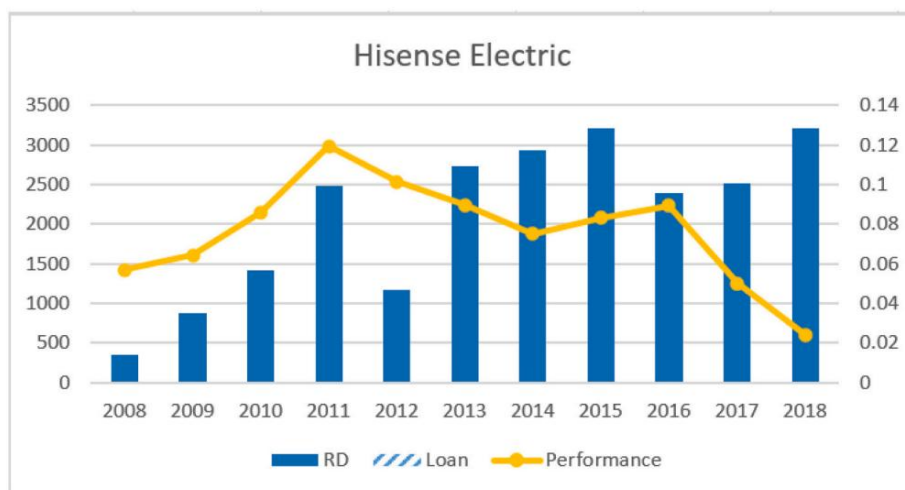


Fig. A2. Depósitos relacionados, empréstimos relacionados e desempenho firme da Hisense Electric.

Como o desempenho financeiro da Hisense Kelon foi muito ruim de 2008 a 2012, a empresa tomou dinheiro emprestado da empresa financeira, e a taxa de juros é comparável à taxa de um empréstimo bancário. Por exemplo, uma taxa de juros estimada para um empréstimo foi de 5,09% (35,73/702,50) no ano de 2011, enquanto a taxa básica do banco é de 6,56% para um empréstimo de um ano. Como mencionamos anteriormente, como as empresas públicas geralmente são as empresas mais lucrativas em grupos empresariais, é mais provável que os fundos sejam desviados de empresas listadas para alimentar outras empresas associadas, e não o contrário. Desde 2013, a condição financeira da Hisense Kelon melhorou e não foi mais tratada de forma especial. Portanto, a Hisense Kelon parou de tomar empréstimos, e sua quantidade de depósitos relacionados tem aumentado drasticamente desde então. A Fig. A3 mostra os valores de depósitos relacionados, os valores de empréstimos relacionados e o desempenho da empresa Hisense Kelon durante nosso período de amostra.

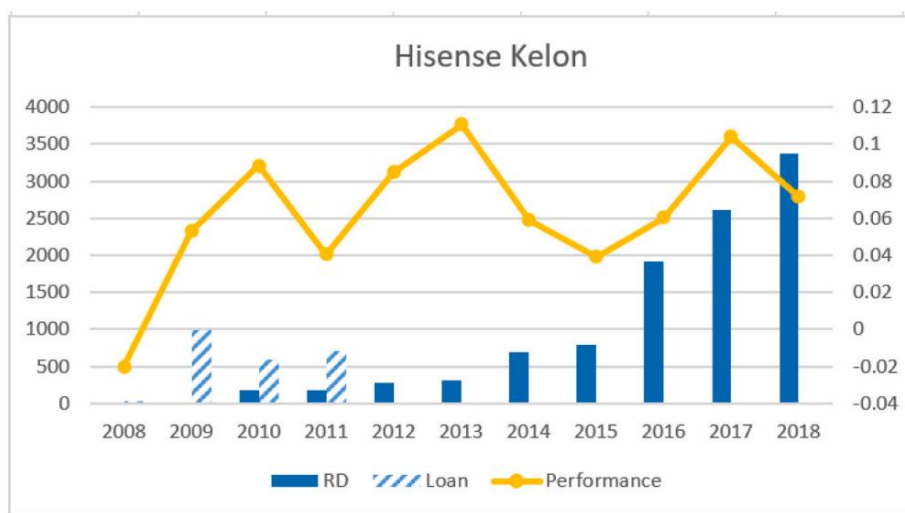


Fig. A3. Depósitos relacionados, empréstimos relacionados e desempenho firme da Hisense Kelon.

Apêndice B

Definições de variáveis

Variáveis	Definição
Testando Variáveis	ACORDO Uma variável fictícia, que é igual a um se a empresa listada assinou o FSA com sua empresa financeira afiliada e zero caso contrário.
Variáveis Dependentes	<p>TOBING Proxy para o valor da empresa e é calculado usando a fórmula: (valor de mercado do patrimônio líquido + valor contábil das dívidas)/ativos totais.</p> <p>LONGO Retorno sobre ativos totais, definido como lucro antes de juros e impostos dividido pelo total de ativos.</p> <p>TAMANHO O logaritmo natural do valor total de mercado de uma empresa.</p> <p>LEV Alavancagem da empresa, definida como o total de passivos dividido pelo total de ativos.</p>
Variáveis de controle	<p>NCF Fluxo de caixa da empresa, definido como fluxos de caixa operacionais líquidos divididos pelos ativos totais.</p> <p>IDADE O número de anos desde que uma empresa abriu o capital.</p> <p>ESTADO Uma variável fictícia, que é igual a um se a empresa listada for uma empresa estatal e zero caso contrário.</p> <p>CONDOM PROPRIO Porcentagem de ações detidas por acionistas controladores.</p>

(continua na próxima página)

Apêndice B (continuação)

	Variáveis	Definição
		<i>SHRCR2TO5</i> Porcentagem de ações detidas pelo segundo ao quinto maior acionista.
	<i>Olá!</i>	Concentração da indústria, definida como a soma quadrada da porcentagem da receita total da indústria ocupada pelos concorrentes de mercado no setor
	<i>DIVERSIFICAR</i>	Uma variável fictícia, que é igual a um para empresas com vendas em dois ou mais setores e zero caso contrário
	<i>FIXO</i>	Definido como ativos fixos líquidos divididos pelos ativos totais
	<i>HOLDSHARE</i>	A porcentagem de ações detidas por acionistas institucionais.
	<i>DUAL</i>	Uma variável fictícia, que é igual a um se o presidente do conselho e o diretor executivo são a mesma pessoa, e zero caso contrário. O logaritmo natural do número
	<i>TAMANHO BDS</i>	de membros do conselho de uma empresa.
	<i>MB</i>	A relação entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido.
		Uma variável fictícia, que é igual a um se a empresa enfrenta restrições financeiras e zero caso contrário.
		Segundo Kaplan e Zingales (1997) , calculamos primeiro o KZindex da seguinte forma: $KZindex = \bar{y} \ 1,002 \times CashFlow + 0,283 \times TobinQ + 3,139 \times$
	<i>DKZ</i>	$Lev - 39,368 \times Dividendos - 1,315 \times CashHoldings$, onde CashFlow, Dividendos e CashHoldings representam o fluxo de caixa operacional líquido, dividendo em dinheiro e caixa, respectivamente. Todas essas três variáveis são dimensionadas por ativos defasados.
		Então, empresas com KZindex maior (menor) que a mediana (não) são financeiramente limitadas.
		Uma variável fictícia, que é igual a um se a empresa enfrenta maior risco de falência e zero caso contrário.
Variáveis em mais	<i>DZS</i>	Utilizamos o Z-score de Altman para representar o risco de falência (Altman, 1968): $Z\text{-score} = 1,2 \times WC/TA + 1,4 \times RE/TA + 3,3 \times EBIT/TA + 0,6 \times$
Análises		$MVE/Divida + 0,999 \times Vendas/TA$, onde WC, RE, EBIT, MVE, Divida, Vendas, TA são o capital de giro da empresa, lucros retidos, lucros antes de juros e impostos, valor de mercado do patrimônio líquido, dívida, vendas e ativos totais.
		Então, para empresas com Z-score menor que 1,81, DZS igual a 1, caso contrário, 0.
	<i>EQUILÍBRIO</i>	A porcentagem de ações detidas pelo segundo ao quinto maior acionista dividida pela porcentagem de ações detidas pelos maiores acionistas.
		<i>BOARDPERC</i> Porcentagem de ações ordinárias detidas pelos membros do conselho.
	<i>COMEÇAR MINUTO</i>	A porcentagem de diretores independentes no conselho corporativo.
	<i>MERCADO</i>	Um índice abrangente que mede o ambiente jurídico regional, e um valor mais alto significa que a região é mais favorável à lei (Fan & Wong, 2005).

Referências

Allen, F., Qian, J., & Qian, M. (2005). Direito, finanças e crescimento econômico na China. *Revista de Economia Financeira*, 77(1), 57–116.

Altman, EI (1968). Índices financeiros, análise discriminante e a previsão de falência corporativa. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.

Beckman, H., Cole, RA, & Fu, LJ (2009). Expropriação por meio de garantias de empréstimos a partes relacionadas: Evidências da China. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 141–156.

Berger, PG, & Ofek, E. (1995). Efeito da diversificação no valor da empresa. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39–65.

Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Aproveitando a vida tranquila? Governança corporativa e preferências gerenciais. *Journal of Political Economy*, 111(5), 1043–1075.

Chang, SJ (2003). Estrutura de propriedade, expropriação e desempenho de empresas afiliadas a grupos na Coreia. *Academy of Management Journal*, 46(2), 238–254.

Chen, D., Jian, M., & Xu, M. (2009). Dividendos para tunelamento em uma economia regulada: O caso da China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(2), 209–223.

Chen, JZ, Lobo, GJ, Wang, Y., & Yu, L. (2013). Garantias de empréstimos e conservadorismo de relatórios financeiros: evidências chinesas. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4989–5006.

Cheung, YL, Rau, PR, & Stouraitis, A. (2006). Túneis, escoramento e expropriação: Evidências de transações entre partes conectadas. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343–386.

Cheung, YL, Rau, PR, Stouraitis, A., & Tan, W. (2021). O mercado entende o risco ex ante de expropriação por acionistas controladores? *Journal of Corporate Finance*, 68, Artigo 101946.

Fan, JPH, Jin, L. e Zheng, G. (2008). *Mercados internos de capitais em mercados emergentes: Expropriação e mitigação de restrições de financiamento*. Documento de trabalho, Chinese University of Hong Kong.

Fan, JPH, & Wong, TJ (2005). Os auditores externos desempenham um papel de governança corporativa em mercados emergentes? Evidências do Leste Asiático. *Journal of Accounting Research*, 43(1), 35–72.

Firth, M., Lin, C., Wong, SML, & Zhao, X. (2019). Olá, tem alguém aí? Acessibilidade corporativa para acionistas externos como um sinal de problemas de agência. *Review of Accounting Studies*, 24(4), 1317–1358.

Gao, L., & Kling, G. (2008). Governança corporativa e tunelamento: evidências empíricas da China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(5), 591–605.

Ge, W., Li, Z., Liu, Q., & McVay, S. (2021). Controle interno sobre relatórios financeiros e extração de recursos: Evidências da China. *Contemporary Accounting Research*, 38(2), 1274–1309.

Gopalan, R., Nanda, V., & Seru, A. (2007). Empresas afiliadas e suporte financeiro: Evidências de grupos empresariais indianos. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 759–795.

Hachem, KC, & Song, ZM (2016). *Regulamentação de liquidez e transformação financeira não intencional na China* (NBER Working Paper).

Hope, OK, & H., Lu., (2020). Consequências econômicas da governança corporativa divulgação: Evidências da regulamentação da SEC de 2006 sobre transações entre partes relacionadas. *The Accounting Review*, 95(4), 263–290.

Hope, O.-K., Wu, H., & Zhao, W. (2015). Ameaças de saída de blockholders na presença de benefícios privados de controle. *Review of Accounting Studies*, 22(4), 1–30.

Huyghebaert, N., & Wang, L. (2012). Expropriação de investidores minoritários em empresas chinesas Empresas listadas: O papel dos mecanismos internos e externos de governança corporativa. *Governança Corporativa: Uma Revisão Internacional*, 20(3), 308–332.

Jia, N., Shi, J., & Wang, Y. (2013). Cosseguro dentro de grupos empresariais: Evidências de transações com partes relacionadas em um mercado emergente. *Management Science*, 59(10), 2295–2313.

Jian, M., & Wong, TJ (2010). Propping through related party transactions. *Revisão de Estudos Contábeis*, 15(1), 70–105.

Jiang, F., & Kim, K. (2020). Governança corporativa na China: Uma perspectiva moderna. *Revista de Finanças*, 24(4), 733–772.

Jiang, G., Lee, CM, & Yue, H. (2010). Tunelamento por meio de empréstimos intercorporativos: a experiência da China. *Journal of Financial Economics*, 98(1), 1–20.

Jiang, G., Rao, P., & Yue, H. (2015). Tunelamento por meio de ocupação de fundos não operacionais: Uma investigação baseada em atividades oficialmente identificadas. *Journal of Corporate Finance*, 32, 295–311.

Johnson, S., Porta, RL, Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Túnel. O *Revista Econômica Americana*, 90(2), 22–27.

Kaplan, SN, & Zingales, L. (1997). As sensibilidades de fluxo de caixa de investimento fornecem medidas úteis de restrições de financiamento? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215.

Khanna, T., & Palepu, K. (1997). Por que estratégias focadas podem ser erradas para empresas emergentes mercados? *Harvard Business Review*, 75(4), 41–51.

Khanna, T., & Palepu, K. (2000). A afiliação de grupo é lucrativa em mercados emergentes? Uma análise de grupos empresariais indianos. *Journal of Finance*, 55(2), 957–992.

Khanna, T., & Yafeh, Y. (2007). Grupos empresariais em mercados emergentes: modelos ou parasitas? *Journal of Economic Literature*, 45(2), 331–372.

Kohlbeck, M., & Mayhew, BW (2010). Avaliação de empresas que divulgam transações com partes relacionadas. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 115–137.

Kohlbeck, M., & Mayhew, BW (2017). As transações com partes relacionadas são sinais de alerta? *Pesquisa Contábil Contemporânea*, 34(2), 900–928.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Direito e finanças. *Revista de Economia Política*, 106(6), 1113–1155.

Lo, AWY, Wong, RMK, & Firth, M. (2010). A governança corporativa pode impedir a administração de manipular os lucros? Evidências de transações de vendas entre partes relacionadas na China. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 225–235.

Myers, SC, & Majluf, NS (1984). Financiamento corporativo e decisões de investimento quando as empresas têm informações que os investidores não têm. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 81–102.

Nekhili, M., & Cherif, M. (2011). Transações com partes relacionadas e valor de mercado da empresa: O caso francês. *Review of Accounting and Finance*, 10(3), 291–315.

Peng, WQ, Wei, KCJ, & Yang, Z. (2011). Tunelamento ou sustentação: Evidências de transações conectadas na China. *Journal of Corporate Finance*, 17, 306–325.

Piotroski, JD, & Zhang, T. (2014). Políticos e a decisão do IPO: O impacto de promoções políticas iminentes na atividade de IPO na China. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 111–136.

Qian, J., & Strahan, PE (2007). Como leis e instituições moldam contratos financeiros: O caso de empréstimos bancários. *Journal of Finance*, 62, 2803–2834.

Rosenstein, S., & Wyatt, JG (1990). Diretores externos, independência do conselho e riqueza dos acionistas. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175–191.

Ryngaert, M., & Thomas, S. (2012). Nem todas as transações com partes relacionadas (RPTs) são mesmo: RPTs ex ante versus ex post. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 845–882.

Scharfstein, DS, & Stein, JC (2000). O lado negro dos mercados de capital internos: busca de renda divisional e investimento ineficiente. *Journal of Finance*, 55(6), 2537–2564.

Shan, YG (2013). Os mecanismos de governança interna podem impedir a apropriação de ativos? Exame de tunelamento tipo I na China. *Governança Corporativa: Uma Revisão Internacional* , 21(3), 225–241.

Shin, H., & Stulz, R. (1998). Os mercados de capital internos são eficientes? *Quarterly Journal of Economics*, 113(2), 531–552.

Stein, JC (1997). Mercados internos de capital e a competição por recursos corporativos. *Revista de Finanças*, 52(1), 111–133.

Williamson, OE (1975). *Mercados e hierarquias: Análise e implicações antitruste*. Nova York: Free Press.

Xu, N., Chan, KC, Jiang, X., & Yi, Z. (2013). Analistas estrela sabem mais informações específicas da empresa? Evidências da China. *Journal of Banking & Finance*, 37(1), 89–102.