



Listas de conteúdo disponíveis no [ScienceDirect](#)

J. Conta. Políticas Públicas

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



Avaliação de empresas que divulgam informações relacionadas

transações de partes q,qq

Mark Kohlbeck ^{a,*}, Brian W. Mayhew ^b

^a Florida Atlantic University, Boca Raton, FL 33431, EUA ^bUniversity of Wisconsin – Madison, EUA

informações do artigo

Palavras-chave:

Transações com partes relacionadas

Teoria da agência

Teoria da contratação

Avaliação

Lei Sarbanes-Oxley

resumo

Examinamos a avaliação do mercado de ações de empresas que divulgam transações com partes relacionadas (RP) em comparação com aquelas que não o fazem. Examinamos valores de mercado pouco antes da proibição da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) sobre empréstimos RP para avaliar a percepção do mercado sobre empresas com transações RP antes da intervenção regulatória. Também avaliamos retornos subsequentes para avaliar o perfil geral de risco-retorno das empresas RP. Usamos o S&P 1500 de 2001 para fornecer uma amostra grande, porém gerenciável, coletada manualmente, que antecede a SOX. Nossa análise de mercado sugere que as empresas RP têm avaliações significativamente mais baixas e retornos subsequentes marginalmente mais baixos do que as empresas não RP. As percepções de mercado diferem com base na partição das empresas por tipo de transação RP e partes. Os resultados são consistentes com o desconto de mercado das empresas que se envolvem em transações RP simples.

2009 Elsevier Inc. Todos os direitos reservados.

1. Introdução

Examinamos a avaliação do mercado de ações de empresas que divulgam transações com partes relacionadas (RP). Várias empresas que se envolveram em fraudes recentes de alto perfil também divulgaram transações de RP em suas

^q O apoio financeiro da Wisconsin School of Business é muito apreciado. Agradecemos os comentários recebidos em versões anteriores deste artigo de um revisor anônimo, Ryan LaFond, Mohan Venkatachalam, Terry Warfield, John Wild e participantes do seminário na Reunião de Meio de Ano de 2005 da Seção de Contabilidade e Relatórios Financeiros da American Accounting Association, Florida Atlantic University, Georgia State University, University of Kentucky e University of Wisconsin – Madison.

^{qq} Disponibilidade dos dados: Os dados usados neste estudo estão disponíveis em fontes públicas indicadas no artigo e, mediante solicitação, aos autores.

* Autor correspondente. Endereço: Florida Atlantic University, 777 Glades Road, Boca Raton, FL 33431, EUA. Tel.: +1 561 297 1363.

Endereço de e-mail: mkohlbec@fau.edu (M. Kohlbeck).

demonstrações financeiras. O Congresso dos Estados Unidos respondeu a esta associação aparente proibindo o RP empréstimos a executivos e diretores como parte da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) de 2002. Nosso estudo examina a avaliações de mercado de empresas que divulgam transações de RP em 2001 antes das revelações de fraude e proibição do Congresso para obter uma avaliação imparcial das transações de RP. Também examinamos os retornos de mercado em 2002 para avaliar se as nossas conclusões de avaliação representam um risco e retorno subjacentes associação.

Nossa motivação pragmática para estudar empresas de RP decorre da proibição do Congresso sobre empréstimos de RP a executivos e diretores na seção 402 da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) de 2002.¹ O Congresso não pareceu confiar em qualquer pesquisa sistemática na decisão de proibir empréstimos RP.² A inclusão da proibição na SOX sugere que ela foi direcionada nas fraudes recentes que envolvem transações de RP. Por exemplo, tanto a Tyco quanto a WorldCom forneceram e divulgou empréstimos a executivos, e a Adelphia divulgou dívida garantida a partes relacionadas e empréstimos executivos. Embora a nossa investigação não possa decidir se o Congresso agiu correctamente ao proibir estas transações, podemos fornecer evidências sistemáticas sobre a percepção dos mercados sobre as empresas de transações de RP antes da proibição.

Acrescentamos à teoria investigando as transações de RP para avaliar se as avaliações de mercado são consistentes com (1) as transações de RP serem transações relativamente benignas, onde sua divulgação tem pouca ou nenhuma importância.

nenhuma associação com a avaliação ou retorno da empresa, (2) oportunismo da gestão ou de pessoas privilegiadas que resulte em avaliações mais baixas da empresa, ou (3) as transações de RP sendo geradoras de valor. Nosso estudo se encaixa em um contexto mais amplo literatura que examina as implicações do "self-dealing" nas empresas e nos mercados de valores mobiliários e o papel de divulgação na mitigação dos potenciais efeitos negativos da autonegociação (Djankov et al., 2008). As transações de RP têm o potencial para que insiders extraíam riqueza da empresa às custas de outras partes interessadas.

Em contrapartida, as transações de RP podem aumentar o valor através da criação de parcerias estratégicas, aumentando o risco compartilhando e facilitando a contratação.

A divulgação das transações de RP fornece ao mercado as informações necessárias para os investidores para disciplinar o comportamento oportunista. No entanto, a capacidade de disciplinar o comportamento não é equivalente a a capacidade de impedir tal comportamento. Os investidores não podem impedir diretamente as transações de RP. Os investidores são limitados a votar com os pés, vendendo ou recusando-se a comprar ações de empresas de RP, ou litígio ex post contra insiders oportunistas. Jensen e Meckling (1976) mostram um insider que possui menos de 100% da empresa não suporta o custo total do seu consumo de benefícios da empresa. Um insider pode, portanto, envolver-se em transações de RP com a empresa que são mais benéficas do que custosas para ele, e os investidores que tomaram proteção de preço por meio de menor demanda pelas ações e têm poucos motivos para protestar contra a transação. Como resultado, pode existir equilíbrio entre divulgação de transações de RP e menor avaliação da empresa.³

Revisamos e classificamos as divulgações de RP do Formulário 10-Ks do ano fiscal de 2001 (relatórios anuais) e definitivos registros de procuração para as 1194 empresas incluídas no S&P 1500 que têm dados suficientes para nossos testes. constatamos que 63% das empresas da amostra divulgam transações de RP em suas notas de rodapé e/ou declarações de procuração.

Encontramos uma associação negativa entre as empresas de RP e suas avaliações. Os valores de mercado das empresas de RP aproximadamente 8% menor do que as empresas não RP. Este resultado sugere uma avaliação diferencial das empresas que divulgam transações RP que é estatisticamente e economicamente significativa. Também descobrimos que o mercado valoriza menos a renda residual para empresas de RP do que para empresas não RP. A descoberta da renda residual sugere os investidores confiam menos na renda declarada e/ou descontam o retorno aos acionistas da renda futura. Nossa análise dos retornos de ações subsequentes documenta que as empresas de RP experimentam marginalmente menores retornos de ações em 2002. As conclusões sobre os retornos implicam que os investidores não são compensados avaliações de mercado de RP mais baixas com retornos subsequentes mais altos.

Em seguida, consideramos se todos os tipos de transações de RP têm as mesmas implicações para a avaliação e retornos. Classificamos as divulgações de RP com base na natureza da transação e na parte relacionada a ela. a transação (os detalhes das classificações são fornecidos no Apêndice). Agrupamos os detalhes classificações em três grandes categorias – empréstimos, outras transações simples e transações estratégicas complexas

¹ A Seção 402 permite empréstimos existentes na data da lei e empréstimos que são essencialmente do curso normal dos negócios e em termos normais para continuar. Isso permite que as instituições financeiras continuem a fornecer empréstimos normais relacionados ao consumidor a taxas de mercado aos seus executivos e diretores.

² Após a Lei Sarbanes-Oxley, a Comissão de Valores Mobiliários (SEC) examinou as ações de execução de 1997 a 2002 e constatou que 23 das 277 ações de execução estavam relacionadas à falha em divulgar adequadamente as transações entre partes relacionadas (SEC, 2003).

³ Reconhecemos que se a penalização da avaliação se tornasse suficientemente grande, outros mecanismos relacionados com o mercado, como as aquisições e aquisições poderiam ser usadas para corrigir o oportunismo.

transações. Também classificamos o RP para a transação se a transação é com um diretor, executivo e acionistas (DOS) ou com um investimento não consolidado da empresa.⁴

O mercado parece valorizar transações de RP com base no tipo de transação de RP e na natureza da parte relacionada. As avaliações de mercado sugerem que o mercado vê empresas que divulgam empréstimos de RP e outras transações simples de RP com DOS negativamente. Em contraste, a divulgação de transações complexas de RP e transações de RP com investimentos da empresa não estão associadas a avaliações ou retornos.

No geral, as evidências sugerem que o mercado atribui valores mais baixos a empresas que se envolvem em transações de RP relativamente simples, incluindo empréstimos. Em contraste, transações complexas com investimentos não são avaliadas negativamente.⁵ Somos agnósticos sobre se nossos resultados sugerem que os reguladores estão justificados em proibir essas transações para empresas públicas. Mas nossos resultados sugerem que aqueles envolvidos na governança corporativa de empresas individuais consideram cuidadosamente os custos potenciais de mercado de entrar em transações de RP.

Complementamos a pesquisa relacionada de Gordon et al. (2004) e desenvolvemos uma compreensão mais rica da percepção do mercado sobre as transações de RP.⁶ Nossa pesquisa difere da deles em alguns aspectos importantes. Primeiro, incluímos avaliações, bem como retornos subsequentes em nossas análises. Ao incorporar a avaliação em nosso estudo, mostramos que os retornos negativos documentados por Gordon et al. não são o resultado de uma relação de risco e retorno em que altas avaliações resultam em retornos baixos. Segundo, nossa amostra de 1194 empresas do S&P 1500 fornece mais poder e cobertura mais ampla.⁷ Finalmente, esses dados adicionais nos permitem examinar os tipos de RP que mostram que transações relativamente simples com DOS têm maiores impactos negativos de avaliação do que transações mais complexas. Nossa abordagem fornece insights sobre a percepção do mercado sobre diferentes tipos de transações de RP.

Além disso, nossa pesquisa acrescenta a Kahle e Shastri (2004) que documentam que empréstimos a executivos são feitos a taxas mais baixas do que as de mercado, e que empréstimos feitos a gerentes relacionados a transações de ações e opções são relativamente ineficientes em aumentar a propriedade de ações dos gerentes. Também complementamos o trabalho de Cullinan et al. (2006) que documentam uma associação significativa entre empréstimos a executivos e distorções financeiras. Mostramos que, em média, o mercado avalia empresas que divulgam empréstimos a executivos negativamente consistentes com uma interpretação oportunista desses empréstimos.

Também contribuimos para a literatura internacional emergente sobre "self-dealing" que investiga as consequências do self-dealing em empresas e mercados. Evidências internacionais sugerem que a expropriação de ativos (ou seja, tunelamento) por partes controladoras prejudica acionistas minoritários, o que, por sua vez, reduz os valores do mercado de ações e os retornos para as empresas que entram em tais transações (Johnson et al., 2000; Jiang et al., 2005; Jian e Wong, 2010). A literatura sobre tunelamento sugere que o abuso de acionistas minoritários por acionistas controladores é comum em economias em desenvolvimento como a China e está presente em formas mais sofisticadas em países desenvolvidos (Johnson et al., 2000). No nível do mercado de ações, a pesquisa sugere que as leis que exigem a divulgação de transações de RP estão associadas a mercados de ações mais desenvolvidos (Djankov et al., 2008; La Porta et al., 2006). Contribuímos para a literatura de autonegociação fornecendo evidências de que a divulgação permite que o mercado responda às transações de RP reduzindo os valores das empresas que se envolvem em tais transações. Também contribuimos para a divulgação

⁴ Incluímos afiliadas das DOS no agrupamento DOS. Analisamos as afiliadas das DOS separadamente, mas não encontramos diferenças significativas das DOS. Os investimentos incluem transações de RP com outras entidades que não são controladas pelas DOS, mas são relacionadas à empresa. Na maioria dos casos, essas entidades são parcialmente de propriedade da empresa.

⁵ Uma interpretação alternativa é que transações complexas não são bem compreendidas pelo mercado, pois a qualidade da divulgação varia amplamente entre as empresas. Nossos resultados representam uma avaliação média dessas transações. Os resultados, no mínimo, sugerem que a mera presença de uma transação complexa não levanta preocupações do mercado. Pesquisas futuras podem tentar desenvolver uma medida de qualidade de divulgação com base nas informações fornecidas nas divulgações de RP e, então, conduzir testes mais refinados de percepção do mercado.

⁶ Começamos este projeto sem conhecimento do estudo de Gordon et al. Achamos que é digno de nota que duas equipes de pesquisa diferentes começaram a trabalhar neste projeto aproximadamente ao mesmo tempo, especialmente porque não há outros estudos de grande amostra na literatura contábil. Muitas de nossas escolhas de design foram feitas antes de tomarmos conhecimento do artigo de Gordon et al. Dito isto, o artigo de Gordon et al influenciou nosso artigo, e queremos dar crédito a eles claramente, bem como destacar as semelhanças e diferenças entre os dois artigos. Em última análise, vemos nossa pesquisa como complementar e não como um desafio aos seus métodos ou descobertas.

⁷ Gordon et al. agrupam observações para as 112 empresas ao longo de dois anos. Esse agrupamento tem o potencial de exagerar os resultados porque a divulgação em um ano pode não ser independente do ano seguinte.

literatura documentando a relevância do valor das divulgações de RP (ver Barth et al., 2001; Healy e Palepu, 2001; Holthausen e Watts, 2001, para revisões desta literatura).

O artigo prossegue da seguinte forma. Primeiro, discutimos os requisitos de divulgação de transações de partes relacionadas. Em seguida, desenvolvemos nossa hipótese com base nas teorias de agência e contratação. Descrevemos nossa amostra e apresentamos uma taxonomia de tipos de transações de RP. Os efeitos de avaliação e retorno das transações de RP são então apresentados e discutidos seguidos por análises de sensibilidade. A seção final resume nossas descobertas.

2. Divulgações de partes relacionadas

Examinamos empresas dos EUA que divulgam transações de RP. Os EUA exigem que as empresas públicas divulguem Transações de RP e fornece recursos legais ex post para transações oportunistas (Djankov et al., 2008). Pesquisas sobre políticas internacionais em direção à "self-dealing" sugerem que os EUA adotam uma abordagem mais forte à self-dealing do que a média mundial, mas uma abordagem ligeiramente abaixo da média em comparação a outros países de origem inglesa (Djankov et al., 2008). Em particular, Djankov et al. observam que ao contrário de muitos outros países de origem inglesa, os EUA não exigem a aprovação dos acionistas para transações de RP e, em vez disso, dependem da divulgação e do litígio ex post para proteger os acionistas minoritários. Por exemplo, o Reino Unido exige que as empresas obtenham uma avaliação independente das transações de RP e a aprovação dos acionistas.

O FAS 57 e a SEC ditam os requisitos de divulgação de transações de RP dos EUA. O FAS 57 define partes relacionadas e exige a divulgação de transações de RP materiais. As divulgações exigidas incluem (1) a natureza do relacionamento, (2) uma descrição da transação, (3) os valores em dólares das transações para cada período de demonstração de resultados apresentado, (4) e valores devidos a ou de partes relacionadas na data do balanço (FASB, 1982, p. 2). O Regulamento SX, os requisitos de relatórios de demonstrações financeiras da SEC, geralmente segue os requisitos do FAS 57 (SEC, 2004a).

O FASB declara especificamente que as transações de RP não podem ser presumidas como equivalentes às transações de uma entidade transação de longo prazo (FASB, 1982, p. 3). O FAS 57 exige que se uma entidade fizer divulgações com o efeito que uma transação RP é equivalente a uma transação de mercado, que as representações devem ser comprovado. Parece que o FASB está muito preocupado com as divulgações que afirmam que as transações de RP são realizadas a preços de mercado. Em muitos casos, tais declarações não podem ser verificadas porque não há mercados prevalentes em bens ou serviços de RP (Apêndice A do FAS 57). Além disso, as transações de RP não são de alcance por sua própria natureza, e sugerir que o são pode induzir os usuários em erro (FASB, 1982). O FASB também parece preocupado com o potencial das transações de RP afetarem as demonstrações financeiras confiabilidade (FASB, 1982, p. 15) e capacidade das partes relacionadas de se envolverem em transações sob termos mais favoráveis do que aqueles disponíveis para terceiros (FASB, 1982, pp. 13–14). As preocupações do FASB em relação às transações com partes relacionadas ecoam as preocupações levantadas pelo oportunismo do gerente.

O Regulamento SK abrange a divulgação de informações de demonstrações não financeiras em registros da SEC, incluindo declarações de registro, relatórios anuais e declarações de procuração. Abrange divulgações de "certos relacionamentos e transações relacionadas" na subseção 229.404 (SEC, 2004b).⁸ A subseção 229.404 fornece uma ampla visão geral dos requisitos de divulgação de transações de RP, incluindo quem constitui um RP e o que tipo de transações são cobertas. O Regulamento SK exige que o registrante descreva brevemente qualquer transação de RP em que o valor envolvido exceda \$ 60.000 e em que as pessoas relacionadas tenham tido uma participação direta ou indireta, interesse material indireto, nomeando tal pessoa e indicando a relação da pessoa com o registrante, a natureza do interesse dessa pessoa na transação, o valor dessa transação e, quando praticável, o valor do interesse dessa pessoa na transação (SEC, 2004b, subseção 229.400a).

As regras da SEC e do FAS 57 são geralmente consistentes entre si, com os seguintes pontos notáveis exceção. O FAS 57 exige a divulgação de demonstrações financeiras de transações materiais de RP; no entanto, o A SEC apenas exige divulgação e não especifica onde divulgar. Descobrimos que muitas empresas não relatam transações de RP nas demonstrações financeiras, mas, em vez disso, optar por divulgar transações de RP

⁸ Citamos os documentos da SEC de 2004. Os requisitos sob a regulamentação SK e SX estavam em vigor em 2001. Em nossa revisão do Das regras de divulgação da SEC implementadas entre 1994 e 2004, não conseguimos encontrar evidências de que as regras de divulgação para transações de RP mudaram. A única mudança relacionada a RP que ocorreu foi a proibição de empréstimos de RP como parte da Lei Sarbanes Oxley de 2002. Em 2006, a SEC modificou as regras de divulgação de RP para melhorar a divulgação, incluindo a divulgação do processo para revisar, aprovar ou ratificar RP transações e aumentar o limite de divulgação para US\$ 120.000 (Gordon et al., 2007).

nas suas declarações anuais de procuração. Pode-se argumentar que a materialidade com base nos níveis monetários pode explicar estas diferenças na divulgação. O FAS 57 exige apenas a divulgação de itens materiais nas demonstrações financeiras. Em 2001, o Regulamento SK exigiu a divulgação de itens acima de US\$ 60.000 nos quais a parte que realiza a transação tem um interesse material. Concebivelmente, uma transação pode exceder \$ 60.000 e ser material para o RP, mas não ser material para a entidade relatora. Tais transações podem não exigir divulgação de nota de rodapé de acordo com FAS 57, mas exigiria divulgação regulatória de acordo com o Regulamento SK.9. Como resultado, parece muitas entidades relatam a transação na declaração de procuração em vez das notas de rodapé. Não encontramos quaisquer diferenças na reação do mercado com base em onde a transação RP é relatada, portanto não fazemos qualquer distinção entre nota de rodapé e divulgação por procuração no que se segue.

3. Desenvolvimento de hipóteses

As preocupações do FASB sobre a natureza não independente das transações de RP levantam preocupações sobre a gestão e o oportunismo interno. O FASB argumenta que transferências potenciais de riqueza podem ocorrer entre a empresa e as partes relacionadas e as transações de RP permitem que a empresa manipule suas demonstrações financeiras (FASB, 1982). A preocupação do FASB com as transações de RP concentra-se claramente na ausência de uma transação de mercado, o que torna as transações de RP inerentemente suscetíveis à manipulação pela administração para seu ganho próprio. Além disso, a manipulação de demonstrações financeiras pode interferir na contratação e no monitoramento baseados em contabilidade. A visão de oportunismo da gestão sugere que o mercado verá as transações de RP negativamente (ou seja, proteção de preço).

O oportunismo da administração foi um fator-chave na apropriação indébita de ativos e relatórios financeiros enganosos nas fraudes recentes na Enron, Healthsouth e outras empresas. Em muitas dessas fraudes, a administração alegadamente utilizou transações de RP tanto para enriquecer como para gerar informações enganosas demonstrações financeiras. Por exemplo: a Enron se envolveu em uma série de grandes compras e vendas com entidades relacionadas que criaram lucros que de outra forma não teriam sido reconhecidos (Swartz e Watkins, 2003). Ao mesmo tempo, as transações aumentaram significativamente o CFO e outros executivos riqueza. McTague (2004) observou o papel que os empréstimos a partes relacionadas desempenharam no fim do sistema financeiro crise do setor financeiro do final dos anos 1980 e início dos anos 1990 e Cullinan et al. (2006) documentam uma associação entre empréstimos a executivos e reformulações financeiras. Em pesquisa relacionada, Kalyta e Magnan (2008) documento que CEOs poderosos extraem rendas usando pensões executivas onde as divulgações são de qualidade inferior. Erickson et al. (2000) também descrevem em detalhes como as transações de RP permitiram que a Lincoln Savings e empréstimo para atender a importantes restrições de capital regulatório, mas posteriormente levou ao seu colapso.

Embora as transações de RP possam ser oportunistas, elas também podem potencialmente atender às necessidades subjacentes de uma empresa. Por exemplo, algumas empresas fazem investimentos estratégicos em joint ventures para obter e acesso seguro a suprimentos ou mercados (por exemplo, integração vertical) e para gerenciar riscos. Transações entre RP e empresas também envolvem geralmente menos assimetria de informação entre as duas partes, do que é normalmente o caso quando a transação ocorre entre a empresa e um terceiro. Djankov et al. (2008) observam que nenhum país proíbe completamente as transações de RP, o que apoia a noção de que As transações de RP podem aumentar o valor.

A divulgação de transações de RP e o potencial de litígio tornam difícil acreditar que uma empresa se envolveria em transações de RP que reduzem o valor. Primeiro, as evidências internacionais sugerem que as leis de divulgação de RP estão associadas a mercados de ações mais desenvolvidos, o que implica que a divulgação ajuda a mitigar os efeitos negativos da autonegociação (La Porta et al., 2006). Em segundo lugar, Johnson et al. (2000) argumentam que os países de direito consuetudinário são mais capazes de proteger os investidores do que os países de direito civil contra o tunelamento. Com base com base na conjectura de Johnson et al., as proteções legais do direito consuetudinário dos EUA devem proteger os investidores de expropriações de partes relacionadas. Terceiro, os requisitos de divulgação do RP dos EUA inibem a capacidade de insiders de remover secretamente ativos da empresa. A divulgação do RP oferece a oportunidade para as partes interessadas disciplinar o comportamento interno ou tomar precauções contra ele. No entanto, esses mecanismos não eliminar transações RP.

⁹ As transações podem não ser materiais com base no lucro líquido e nas medidas de ativos, mas pequenas transações de RP em dólares ainda podem ser considerado material para usuários potenciais, pois pode alterar sua tomada de decisão. O Boletim de Contabilidade da Equipe nº 99, Materialidade, portanto, exigem divulgação (SEC, 1999).

Uma inspeção cuidadosa dos incentivos sob as regras de divulgação dos EUA sugere que um equilíbrio de avaliação de mercado negativa pode existir mesmo com divulgação. Esboçamos aqui brevemente um equilíbrio onde nem o mercado nem a administração têm motivos para corrigir as implicações negativas da transação. Primeiro, a divulgação em si não impede transações de RP. Os acionistas não possuem um mecanismo direto para impedir transações de RP como a do Reino Unido (Djankov et al., 2008). Segundo, Jensen e Meckling (1976) mostram que quando um gestor possui menos de 100% da empresa, ele não suporta o custo total de sua consumo oportunista de ativos corporativos. Como resultado, o benefício para a gestão e outros insiders envolvidos em transações de RP normalmente excederão seu custo. A gerência recebe o benefício total da transação e arca apenas com um custo igual à sua porcentagem de propriedade na empresa.

Jensen e Meckling (1976) assumem que os investidores antecipam esse consumo e protegem os preços contra isso. Dada a proteção de preços, os investidores têm poucas razões para corrigir a atitude oportunista da administração. ações. Jensen e Meckling mostram que, sob suas suposições de contratação sem custos, os proprietários-gerentes buscarão evitar a proteção de preço. Ou seja, em nosso contexto, os proprietários-gerentes buscariam evitar transações de RP ou adaptar mecanismos de monitoramento para evitar implicações negativas no mercado de transações de RP. No entanto, parece plausível que em um mundo com contratos dispendiosos e gerentes que possuem menos de 100% da empresa, pode existir um equilíbrio de oportunismo do gestor e proteção de preço do investidor. Os gestores se beneficiam do consumo de RP enquanto os investidores protegem o preço contra o consequências do consumo, e nenhum deles tem razão para mudar suas ações.¹⁰ Tal equilíbrio gerará avaliações de mercado negativas como evidência de proteção de preços por investidores em empresas de RP. Essa avaliação negativa provavelmente persistiria, desde que não se tornasse tão grave a ponto de outros mecanismos baseados no mercado, como aquisições ou aquisições, resultarem em uma mudança no controle da empresa.

A discussão anterior sugere razões pelas quais o mercado valorizaria as empresas que divulgam informações relacionadas transações de terceiros de forma diferente das empresas que não o fazem. O objetivo deste estudo é determinar se o mercado valoriza tais firmas de forma diferente. Portanto, testamos a seguinte hipótese nula:

H1: As transações de RP não estão associadas à avaliação de mercado das empresas.

4. Análise descritiva das transações com partes relacionadas

Começamos com as empresas incluídas no S&P 1500 de 2001. Escolhemos 2001 porque foi o último ano antes da promulgação da proibição da Seção 402 da SOX na maioria dos empréstimos RP. Esperamos uma análise de 2001 para têm a maior influência sobre os reguladores e é consistente com a nossa motivação para fornecer informações empíricas evidências relacionadas à percepção do mercado sobre as empresas de RP antes da proibição do Congresso sobre empréstimos de RP. A coleta manual dos dados de RP torna proibitivo o custo de selecionar uma amostra maior de empresas ou cobrir mais anos, então escolhemos o S&P 1500, pois essas empresas são sem dúvida algumas das mais importantes economicamente empresas, e este grupo nos dá uma visão sistemática das empresas em três categorias de tamanho. Excluimos 53 empresas para as quais não conseguimos localizar demonstrações financeiras ou procurações para obter as divulgações de RP. Também excluimos 101 empresas com dados Compustat/CRSP ausentes e 14 empresas ADR. Finalmente, eliminamos 138 empresas que não estão incluídas no relatório do Investor Responsibility Research Center sobre práticas de conselho (Investor Responsibility Research Center 2001) – uma fonte de variáveis de governança usadas em nosso testes de sensibilidade. Nossa amostra final contém 1194 empresas (ver Tabela 1).¹¹

Em todas as nossas análises subsequentes, usamos uma variável indicadora para representar as empresas de RP em vez de tentando investigar o valor em dólar das transações de RP da empresa. Fizemos essa escolha por razões práticas. Primeiro, a Sarbanes-Oxley proibiu todos os empréstimos de RP, não apenas empréstimos acima de um valor especificado em dólar. Esta abordagem sugere que o Congresso vê todos os empréstimos RP como problemáticos, não apenas a sua importância monetária.

¹⁰ Pode-se argumentar que um investidor pode se beneficiar ao tomar medidas para corrigir o consumo excessivo pela administração. Mas, tal a correção não vem sem um custo para esse investidor, e outros investidores poderiam se beneficiar por meio de carona em tal ação. Em um mercado competitivo de investidores, onde os investidores competem com base em retornos líquidos (como é o caso na indústria de fundos mútuos), um investidor pode querer evitar incorrer em custos que criam ganhos para investidores concorrentes que não precisam dividir os custos.

¹¹ Nossa amostra exclui muitos dos casos de fraude de alto perfil que ocorreram no final de 2001 e 2002, incluindo Enron, WorldCom, Adelphia e Tyco. Os dois primeiros são excluídos porque não têm dados de 2001 ou 2002 necessários para nossos testes principais, Adelphia não foi no S&P 1500, e a Tyco era uma ação estrangeira (Bermudas). Acreditamos que a exclusão dessas empresas fortalece nossos testes gerais, pois os testes não são influenciados por esses casos extremos.

Tabela 1
Determinação de amostra e distribuição de transações com partes relacionadas.

Empresas incluídas no S&P 1500		1500
Eliminações:		
Não foi possível localizar as demonstrações financeiras de 2001	53	
Empresas com ações ADR	14	
Informações financeiras ausentes no Compustat/CRSP	34	
Dados de avanço ou atraso necessários ausentes	67	
Empresas não incluídas no banco de dados do IRRC	138	306
Amostra final		1194

¹¹ Sessenta e três por cento das empresas (747/1194) divulgam transações de RP com uma média de 2,6 transações de RP (variando de 1 a 23) distribuídos da seguinte forma.

1 transação	304	41%
2 transações	173	23%
3 transações	96	13%
4 transações	78	10%
5 transações	32	4%
6 transações	16	2%
7 transações	14	2%
8 transações	34	5%
Total	747	100%

pacto. Em segundo lugar, durante nossa coleta inicial de dados de 200 empresas, ficou claro para nós que nem todas as divulgações de RP fornecem divulgação detalhada sobre as implicações monetárias das transações de RP. Embora valores sejam incluídos para quase todos os empréstimos e garantias; valores em dólares para outras formas de transações de RP estão presentes em menos de 50% das divulgações. Terceiro, mesmo em casos em que valores monetários são divulgados, não está claro quais valores são mais relevantes – aspectos de ativos, passivos, patrimônio líquido ou renda das transações, e os valores divulgados entre as transações são inconsistentes. De um ponto de vista prático, uma variável indicadora é uma medida mais grosseira de associação e, como tal, enviesada contra nós encontrarmos uma associação subjacente entre transações de RP e avaliações de mercado.¹²

A Tabela 2 fornece uma tabulação cruzada de RP (DOS versus investimento) e tipo de transação de RP (ou seja, empréstimos, arrendamentos, etc.). O Apêndice fornece uma descrição de cada tipo de transação RP. Transações RP são mais comuns com DOS do que investimentos firmes. Atividades comerciais relacionadas e empréstimos geram a maior porcentagem de transações de RP. As instituições financeiras foram responsáveis por 44 dos empréstimos. Quando excluimos essas transações, os empréstimos ainda são o segundo tipo de transação RP mais comum. Semelhante a Kahle e Shastri (2004), observamos muitos empréstimos relacionados ao emprego para oficiais que vão desde habitação empréstimos para empréstimos de compra de ações. Mas, também observamos empréstimos a diretores e principais acionistas para uma variedade de outros propósitos. A tabulação cruzada mostra um número muito maior de empréstimos para DOS do que para investimentos. Em contraste, empréstimos de RP's, garantias e transações de reembolso de despesas gerais são os tipos de transações menos comuns. Essas transações menos frequentes são relativamente mais comuns com investimentos do que DOS, assim como atividades comerciais relacionadas e transações de ações.

Uma revisão das divulgações sugere que essas dez categorias podem ser agrupadas em duas classificações amplas: transações estratégicas simples e complexas.¹³ As transações simples são transações diretas que envolvem relativamente poucas contas de demonstrações financeiras e partes relacionadas; e são normalmente evitáveis no sentido de que um terceiro poderia substituir o RP com pouca consequência observável. Simples as transações incluem empréstimos, garantias, empréstimos, consultoria, serviços jurídicos e arrendamentos. Aproximadamente 81% das empresas de RP divulgam transações simples. Em contraste, transações complexas geralmente envolvem uma

¹² Gordon et al. (2004) usam o número de transações de RP dimensionado pelo número de executivos e membros do conselho nomeados como seu medida de transações de partes relacionadas. Sua medida representa o número relativo de transações de RP dada uma estimativa do número de partes relacionadas. Nosso principal interesse é se há ou não transações RP, não o número relativo de transações. No entanto, uma vez que o número de transações de RP fornece evidências do grau de potencial abuso ou benefício, consideramos que número de transações em nossa análise de sensibilidade.

¹³ Percebemos que qualquer tentativa de agrupar transações em categorias é um tanto ad hoc. O agrupamento simples versus complexo foi sugerido a nós por vários leitores e é consistente com nossa própria leitura extensiva de declarações de procuração e notas de rodapé.

Tabela 2

Parte relacionada e tipo de transação com parte relacionada.

Tipo de transaçãob	Tipo de parte relacionada a,b		
	DOS	Investimento	Tipo de transação total
Número de transações/número de empresas			
Empréstimos	459/305	29/23	488/319
Empréstimos	44/43	4/4	48/47
Garantias	24/21	16/12	40/32
Acordos de consultoria	154/136	0/0	154/136
Serviços jurídicos e de investimento	232/212	2/2	234/213
Arrendamentos	239/176	13/13	252/184
Transações RP simples	1152/596	64/75	1216/606
Atividades comerciais relacionadas	359/257	111/72	470/307
Atividades comerciais não relacionadas	104/92	7/7	111/97
Reembolso de despesas gerais	51/48	14/13	65/60
Transações de ações	126/110	14/12	140/118
Transações complexas de RP	640/409	146/98	786/437
Tipo total de partes relacionadas	1792/715	210/105	2002/747

^a As partes relacionadas são classificadas como (1) um executivo, diretor ou acionista majoritário (>5% de propriedade), uma afiliada de um executivo, diretor ou acionista majoritário (coletivamente denominados DOS), ou (2) um investimento não totalmente detido.

^b O primeiro número listado em cada célula é o número de transações em nossa amostra que se enquadram na classificação fornecida. O segundo número em cada célula representa o número de empresas em nossa amostra que se enquadram na classificação fornecida. Observe que o número total de empresas para cada categoria não será igual aos totais relatados porque algumas empresas têm várias transações de RP. Para por exemplo, 305 empresas relatam empréstimos com DOS e 23 relatam empréstimos com investimentos, mas o total de empresas com empréstimos é de apenas 319, já que 9 empresas reportar tanto empréstimos ao DOS quanto investimentos.

número de contas de demonstrações financeiras e partes relacionadas, muitas vezes incluem uma série de condições e impactam as demonstrações financeiras de maneiras menos óbvias. As transações complexas incluem negócios relacionados, transações comerciais, de despesas gerais e de estoque não relacionadas. Aproximadamente 59% das empresas de RP relatam transações complexas transações.

A Tabela 3 compara estatísticas descritivas para empresas com e sem transações de RP. As empresas de RP são maiores em termos de ativos (as capitalizações de mercado são semelhantes), relatam lucros mais baixos, são mais jovens e têm maior variação nos retornos. Consistente com lucros menores, as empresas de RP têm retornos menores. O Q de Tobin não é significativamente diferente. A matriz de correlação de Pearson para as variáveis do modelo de avaliação e retorno (Tabela 4) sugere que não temos nenhuma correlação excessivamente alta entre as variáveis independentes que possam impactar nossa análise subsequente.

Utilizamos modelos de avaliação e retorno para avaliar potenciais efeitos de avaliação diferencial associados com empresas que divulgam transações de RP. A análise de avaliação fornece evidências de um mercado negativo avaliação de transações de RP. Relatamos resultados de dois modelos de avaliação distintos comumente usados em pesquisa contábil e financeira. O Q de Tobin reflete o valor total da empresa, enquanto o modelo de renda residual (RIM) analisa o valor patrimonial e se baseia em informações contábeis. Investigamos retornos subsequentes, também. A associação fundamental risco-retorno pode significar que uma empresa tem uma avaliação menor do que outras empresas porque é de maior risco. O risco maior implica avaliações mais baixas e retornos mais altos para compensar o risco.

5. Análises q de Tobin

Começamos documentando a associação entre as transações de RP e a avaliação de mercado da empresa conforme medido pelo Q de Tobin, que representa a relação entre o valor de mercado dos ativos da empresa e seus custo de substituição. Medimos o Q de Tobin de acordo com Gompers et al. (2003)

$$Q_i = \frac{1}{4} \frac{1}{2} TA_i + \frac{1}{2} MVE_i + \frac{1}{2} CE_i + \frac{1}{2} DT_i - TA_i$$

618

onde TA é o total de ativos, MVE é o valor de mercado do patrimônio líquido, CE é o valor contábil do patrimônio líquido patrimônio líquido, e DT é o valor contábil dos impostos diferidos relatados no balanço patrimonial.

Tabela 3

Estatísticas descritivas particionadas pela existência de transações com partes relacionadas.

Variável (\$ quantias em milhões)	Empresas com transações entre partes relacionadas (N = 747)					Empresas sem transações com partes relacionadas (N = 447)				
	Significar	Padrão desvio	25º Percentil	Mediana	75º Percentil	Significar	Padrão Desvio	25º Percentil	Mediana	75º Percentil
ATIVOS	12.439	46.617	609	1782	6999	6858***	17.951	571	1503*	4933
LONGO	0,019	0,157	0,004	0,030	0,070	0,035**	0,111	0,006	0,041**	0,076
Pq	1,91	1,32	1,09	1,40	2,18	1,99	1,50	1,10	1,42	2,32
LNASSETS	7,70	1,69	6,41	7,48	8,85	7,49**	1,55	6,35	7,31	8,50
LINAGEM	2,96	0,66	2,39	2,94	3,58	3,21***	0,68	2,56	3,46***	3,80
DELAWARE	56,3%					55,9%				
SP500	34,6%					33,7%				
MVE	3,696	9,558	1,511	2,423	4,052	3,442	8,500	1,455	2,258	3,868
ESSE	1,224	2,511	0,975	1,077	1,197	0,988**	1,481	0,964	1,058	1,171
RI	0,023	0,463	0,107	0,003	0,074	0,010	0,804	0,090	0,008	0,081
DIREITA+1	0,201	0,554	0,434	0,114	0,115	0,125***	0,444	0,280	0,032**	0,134
SDRETt-1	0,442	0,280	0,252	0,363	0,541	0,384***	0,264	0,220	0,319***	0,472
LNMOVEt-1	7,54	1,58	6,50	7,40	8,64	7,43	1,56	6,31	7,31	8,44
M2Bt-1	3,91	10,28	1,45	2,44	4,35	3,76	9,07	1,41	2,16	4,32

.. A média (mediana) é significativamente diferente no nível de 0,10 usando um teste t de médias (teste de somas de postos de Wilcoxon).

*** A média (mediana) é significativamente diferente no nível de 0,05 usando um teste t de médias (teste de somas de postos de Wilcoxon).

* A média (mediana) é significativamente diferente no nível de 0,01 usando um teste t de médias (teste de somas de postos de Wilcoxon).

As variáveis são definidas da seguinte forma: ATIVOS são ativos de fim de ano, Q é uma aproximação do Q de Tobin da Eq. (1), LNASSETS é o ativo natural de fim de ano da empresa, LNAGE é o ativo natural log da idade da empresa estimada a partir de dados Compustat, DELAWARE é uma variável indicadora igual a um se a empresa foi incorporada em Delaware e zero caso contrário, SP500 é uma variável indicadora igual a um se a empresa for membro do índice S&P 500 e zero caso contrário, MVE é o valor de mercado do patrimônio líquido no final do ano, CE é o valor contábil do patrimônio líquido no final do ano, RI é residual rendimento calculado como rendimento antes de itens extraordinários menos dividendos de ações preferenciais e o produto de um retorno ajustado ao risco Fama-French e valor contábil do início do ano de ações ordinárias patrimônio líquido, ROA é o retorno sobre os ativos, RET é o logaritmo natural de um mais o retorno anual aos acionistas, SDRET é o desvio padrão dos retornos anuais aos acionistas nos cinco anos anteriores, LNMOVE é o logaritmo natural de 1 mais o valor de mercado do patrimônio líquido comum, e M2B é a razão entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido comum. MVE, CE e RI são dimensionados pelo início do período valor contábil do patrimônio líquido ordinário.

Tabela 4
Matriz de correlação de Pearson.

N = 1, 194a M2Bt-1 LNMVEt-1 SDRET RETt+1 ROA RI						CE MVE SP500 DELAWARE LNAGE LNASSETS Q						RP SIMPLES COMPLEXO				
PR	0,01	0,03	0,10*	0,07*	0,05	0,01	0,05	0,01	0,05	0,01	0,00	0,18*	0,07*	0,05* 0,58* 0,05*	0,78	1,0
SIMPLES	0,01	0,06*	0,07*	0,07*	0,03	0,01	0,01	0,05*	0,04	0,03	0,01	0,014*	0,10*	0,25*	1,0	
COMPLEXO	0,03	0,03	0,08*	0,01	0,03	0,00	0,08*	0,01	0,23*	0,00	0,02	0,18 *	0,01	0,01	1,0	
Pq	0,24*	0,30*	0,09*	0,09*	0,21*	0,08*	0,04	0,04	0,08*	0,01	0,13*	0,08*	0,19*	0,21*	1,0	
LNASSETS	0,05	0,80*	0,30*	0,04	0,04	0,01	0,01	0,02	0,04	0,11*	0,65*	0,02	0,36*	1,0		
LNAGE 0,00 DELAWARE	0,23*	0,41*	0,18*	0,10*	0,10*	0,07	0,03	0,67 *	1,0	0,33*	0,21*	1,0				
0,05 0,15* SP500 0,96*		0,05	0,13*	0,10*	0,03						0,01	1,0				
	MVE	0,71*	0,17*	0,03	0,02						1,0					
		0,18* *	0,01	0,00	0,10*											
ESSE	0,70	0,06	0,03	0,01	0,03	0,63	1,0									
RI	0,62*	0,14*	0,12*	0,10*	0,26*	1,0										
LONGO	0,08*	0,18*	0,24*	0,34*	1,0											
DIREITA+1	0,02	0,01	0,21*	1,0												
ESTICADO	0,01	0,21*	1,0													
LNMVEt-1	0,19*	1,0														
M2Bt-1	1,0															

* Significativo no nível 0,05.
— As variáveis são definidas da seguinte forma: RP é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação com partes relacionadas nas notas de rodapé ou no proxy, SIMPLE é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação RP simples e zero caso contrário, COMPLEX é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação RP complexa e zero caso contrário, ATIVOS são ativos de fim de ano, Q é uma aproximação de Q de Tobin da Eq. (1), LNASSETS é o natural dos ativos de fim de ano da empresa, LNAGE é o logaritmo natural da idade da empresa estimado a partir de dados Compustat, DELAWARE é uma variável indicadora igual a um se a empresa for constituída em Delaware e zero caso contrário, SP50 ... a empresa é membro do índice S&P 500 e zero caso contrário, MVE é o valor de mercado do patrimônio líquido no final do ano, CE é o valor contábil do patrimônio líquido no final do ano, RI é a renda residual calculada como receita antes de itens extraordinários menos dividendos de ações preferenciais e o produto de um retorno ajustado ao risco Fama-French e valor contábil do início do ano do patrimônio líquido ordinário, o ROA é retorno sobre os ativos, RET é o logaritmo natural de um mais o retorno anual para os acionistas, SDRET é o desvio padrão dos retornos anuais para os acionistas nos cinco anos anteriores, LNMVE é o log natural de 1 mais o valor de mercado do patrimônio líquido comum, e M2B é a razão entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido comum. MVE, CE e RI são dimensionados pelo valor contábil do início do período de patrimônio comum.

Gompers et al. (2003) e Brown e Caylor (2006) analisam se o Q de Tobin está associado a governança após controlar as características da empresa. Seguimos uma abordagem semelhante para analisar as diferenças no Q de Tobin que são devidas às transações de RP. Pesquisas anteriores sugerem que o Q de Tobin varia (previsto associação) com base no logaritmo dos ativos ($\ln A$), logaritmo da idade da empresa ($\ln AGE$), se a empresa está incorporada em Delaware ($\ln DEL$), associação ao S&P 500 ($\ln S\&P$) e associação à indústria (Gompers et al., 2003). Adicionamos um vetor descrevendo as divulgações de transações de RP para cada empresa para testar nossa hipótese.

$$Q_i = \alpha_0 + \alpha_1 \ln INDUSTRY_i + \alpha_2 \ln ASSETS_i + \alpha_3 \ln AGE_i + \alpha_4 \ln DELAWARE_i + \alpha_5 \ln SP500_i + \alpha_6 \ln RPTYPE_i + \epsilon_i$$

62p

onde Q é uma aproximação de Q de Tobin da Eq. (1), INDÚSTRIA é um vetor de variáveis indicadoras com base nas 48 classificações da indústria Fama e francesa para capturar a associação da indústria, LNASSETS é o logaritmo natural dos ativos anuais da empresa, LNAge é o logaritmo natural da idade da empresa estimado a partir de Dados do Compustat, DELAWARE é uma variável indicadora igual a um se a empresa incorporada em Delaware e zero caso contrário, SP500 é uma variável indicadora igual a um se a empresa for membro do S&P 500 índice e zero caso contrário, e RPTYPE é um dos três vetores que descrevem as divulgações de transações de RP.

Consideramos inicialmente RP, uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga um ou mais RP transações nas demonstrações financeiras ou na declaração de procuração (modelo base). Com base em nossa análise dos tipos de transações de RP, também consideramos as duas classificações de RP a seguir, em vez de uma única variável indicadora. Primeiro, caracterizamos uma transação RP como simples ou complexa, onde SIMPLES é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação RP simples e zero caso contrário e COMPLEX é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação de RP complexa e zero caso contrário (modelo simples x complexo). Segundo, separamos os empréstimos de outras transações simples de RP e consideramos quem é a parte relacionada – um diretor, executivo ou acionista majoritário (DOS) versus um investimento. Os tipos de transação RP nesta especificação (modelo detalhado) são definidos da seguinte forma: SIMPLE1_DOS (SIMPLE1_INV) é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulgar um simples não empréstimo Transação RP associada a um DOS (investimento), LOANS_DOS (LOANS_INV) é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulgar um empréstimo a um DOS e zero caso contrário (investimento), e COMPLEX_DOS (COMPLEX_INV) é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulgar um RP complexo transação associada a um DOS e zero caso contrário (investimento).

A Tabela 5 documenta nossas estimativas do modelo de avaliação Q de Tobin. Nosso modelo base documenta um coeficiente negativo significativo para empresas com transações RP rejeitando nossa hipótese nula de nenhuma associação. Consistente com nossas expectativas, os coeficientes nas variáveis de controle LNASSETS e LNAge são negativos e SP500 é positivo. Os resultados implicam que o mercado atribui um declínio economicamente significativo de 8% no Q de Tobin a empresas que divulgam transações de RP.¹⁴

Em seguida, consideramos classificações de transações de RP. Essas classificações nos permitem explorar diferenças na avaliação de mercado de tipos de RP. A separação em tipos reduz o poder de nossos testes, portanto, deve-se ter cautela na interpretação de cada categoria, pois temos observações limitadas para certos tipos de transações de RP, e algumas empresas têm mais de um tipo de transação de RP resultando em os efeitos sendo distribuídos entre os tipos. A segunda coluna na Tabela 5 mostra transações RP simples conduzem os efeitos negativos da avaliação em vez de transações complexas de RP. A terceira coluna documenta uma associação negativa significativa entre o Q de Tobin e os empréstimos ao DOS. Outras transações simples com tanto DOS quanto INV são negativos, mas não significativamente associados ao Q de Tobin. Esta evidência sugere que o mercado está mais preocupado com transações simples de RP.

6. Análises do modelo de renda residual

Também usamos o modelo de renda residual (RIM) para fornecer uma segunda série de testes de avaliação. Ohlson (1995) e Feltham e Ohlson (1995, 1996) reintroduziram o modelo de renda residual que permite outras informações relevantes para o valor não capturadas no valor contábil do patrimônio líquido ordinário ou residual renda.

¹⁴ O Q médio para todas as empresas é aproximadamente 1,94. Dado um coeficiente em RP de 0,161 a partir da estimativa da Eq. (2), a média o impacto da presença de RP significa um declínio de aproximadamente 8% em Q (0,161/1,94).

Tabela 5
Tobin's Q e empresas relacionadas.

$$Q_{it} = \frac{1}{4} \alpha_0 + \beta_1 INDUSTRY_{it} + \beta_2 LNASSETS_{it} + \beta_3 LNAME_{it} + \beta_4 DELAWARE_{it} + \beta_5 SP500_{it} + \beta_6 RPTYPE_{it} + \beta_7 \epsilon_{it}$$

Variável (N = 1.171)	Previsão Estimada	Modelo base		Simples x complexo		Modelo de detalhe	
		coeficiente	t- Estatísticas	Estimado coeficiente	t- Estatísticas	Estimado coeficiente	t- Estatísticas
LNASSETS		0,182***	6,36	0,182***	6,33	0,183***	6h30
LNAME		0,289***	5,71	0,281***	5,48	0,289***	5,62
DELAWARE	/+	0,079	1,33	0,081	1,37	0,080	1,35
SP500	+	0,881***	10,30	0,880***	10,27	0,885***	10.32
PR		0,161***	2,72				
SIMPLES	??			0,097*	1,66		
COMPLEXO	?			0,022	0,36		
SIMPLE1_DOS?						0,052	0,84
EMPRÉSTIMOS_DOS?						0,164**	2.39
COMPLEX_DOS?						0,030	0,84
SIMPLE1_INV?						0,104	0,52
EMPRÉSTIMOS_INV?						0,192	0,89
INV_COMPLETO?						0,033	0,28
R2 ajustado		31,2%		30,9%		31,0%	

.. O valor p indica significância no nível 0,10 usando testes de significância bicaudais. O valor p indica
... significância no nível 0,05 usando testes de significância bicaudais. O valor p indica significância no nível
0,01 usando testes de significância bicaudais.
As variáveis são definidas da seguinte forma: Q é uma aproximação de Q de Tobin da Eq. (1), INDÚSTRIA é um vetor de indicadores da indústria
variáveis baseadas nas 48 classificações da indústria de Fama e francesa, LNASSETS é o patrimônio líquido natural da empresa no final do ano, LNAME
é o logaritmo natural da idade da empresa estimado a partir de dados Compustat, DELAWARE é uma variável indicadora igual a um se a empresa
incorporada em Delaware e zero caso contrário, SP500 é uma variável indicadora igual a um se a empresa for membro do S&P 500
índice e zero caso contrário, e RPTYPE é um dos três vetores a seguir que descrevem as divulgações de transações de RP: (1) RP é um
variável indicadora igual a um se a empresa divulgar uma transação com partes relacionadas nas notas de rodapé ou na procuração, (2) SIMPLES é uma
variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação RP simples e zero caso contrário, e COMPLEX é um indicador
variável igual a um se a empresa divulgar uma transação RP complexa e zero caso contrário, e (3) SIMPLE1_DOS (SIMPLE_INV) é
uma variável indicadora igual a um se a empresa divulgar uma transação de RP simples não relacionada a empréstimo associada a um executivo, diretor,
acionista majoritário ou afiliado (investimento) e zero caso contrário, LOANS_DOS (LOANS_INV) é uma variável indicadora igual a um
se a empresa divulgar um empréstimo a um executivo, diretor, acionista majoritário ou afiliado e zero caso contrário (investimento) e zero
caso contrário, e COMPLEX_DOS (COMPLEX_INV) é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga um RP complexo
transação associada a um executivo, diretor, acionista majoritário ou afiliado e zero de outra forma (investimento) e zero
caso contrário. Vinte e três observações influentes com |r-students| > 3.0 são removidas (Belsley et al., 1980). Variáveis da indústria
não são relatados por questões de brevidade.

O RIM parte do pressuposto de que o valor da empresa é igual ao valor presente dos dividendos esperados e
adiciona uma suposição de contabilidade de superávit limpo para fornecer um modelo de avaliação baseado no valor contábil atual
de patrimônio líquido e renda residual esperada. Uma suposição fundamental na implementação do RIM em um ambiente contábil
contemporâneo é o processo de dinâmica de informação linear, onde a renda residual é assumida
seguir um processo autoregressivo (Ohlson, 1995; Feltham e Ohlson, 1995). A informação linear
a hipótese dinâmica relativa ao processo estocástico de rendimento residual permite afirmar que a empresa
avaliação em função do seu valor contábil atual do patrimônio líquido e dos lucros anormais.

$$MVE_{it} = \frac{1}{4} CE_{it} + \beta_1 hRI_{it} + \beta_2 v_{it}$$
 63p

onde MVE é o valor de mercado do patrimônio líquido dos acionistas ordinários, CE é o valor contábil do patrimônio líquido ordinário
patrimônio líquido, e o RI é o lucro residual calculado como lucro antes de itens extraordinários menos
dividendos de ações preferenciais e um retorno ajustado ao risco sobre o patrimônio líquido ordinário do início do ano. O v em
A equação (3) representa outras informações relevantes para o valor. O parâmetro h incorpora a persistência de
lucros anormais, valor temporal e propriedades de risco das suposições da dinâmica da informação linear.
Formamos uma equação de regressão com base na Eq. (3). Consistente com a literatura de divulgação, substituímos
nossas variáveis de transação RP para as outras informações relevantes ao valor. Também consideramos se o
a presença de transações RP afeta a precificação dos componentes reconhecidos no RIM. Semelhante a

04b

RETI:tb1 ¼ d0 b Rđd1jINDUSTRYi:tb b d2SDRETI:t b d3LNMVEi:t b d4M2Bi:t b d5kđRPTYPEi:tb b i:t đ5b

Tabela 6

Modelo de renda residual e empresas de partes relacionadas.

$$MVE_{it} = \frac{1}{4} b_0 + b_1 CE_{it} + b_2 RI_{it} + b_3 RRPTYPE_{it} + b_4 k CE_{it} + b_5 k RI_{it} + b_6 i_{it}$$

Variávela (N = 1.178)	Previsão Estimada	Modelo base		Simples x complexo		Modelo de detalhe	
		coeficiente	Estatística tb Estimado	coeficiente	Estatística tb Estimado	coeficiente	Estatísticas tb
ESSE	+	0,536	0,48	1.314	1,68	1,518**	2.02
RI	+	8,765***	6,05	8.525***	6,59	7,889***	6,65
PR	.	2,709**	2,17				
PR . ESSE		2,431**	2.16				
PR RI		5,589***	3.15				
SIMPLES	.			2,354***	3,47		
SIMPLES . ESSE				1,992***	3.33		
SIMPLES RI				5,395***	3.20		
SIMPLE1_DOS	.					1,765***	2.59
SIMPLE1_DOS . ESSE	???????					1,350**	2.24
SIMPLE1_DOS RI	?					0,324	0.23
EMPRÉSTIMOS_DOS	.					1,397**	2.10
EMPRÉSTIMOS_DOS . ESSE						1,258**	2.12
EMPRÉSTIMOS_DOS RI						6,178***	4.30
SIMPLES1_INV	.					2,188	0.60
SIMPLES1_INV . ESSE						2,121	0.80
SIMPLES1_INV RI	???????					12,636***	3.56
EMPRÉSTIMOS_INV	.	?				1,894	0.72
EMPRÉSTIMOS_INV . ESSE						1,172	0.42
EMPRÉSTIMOS_INV RI						6,289*	1.79
COMPLEXO	.			0,646	0,80		
COMPLEXO . ESSE				0,290	0,41		
COMPLEXO RI				0,385	0,21		
COMPLEX_DOS	.	???????				1,072	1.39
COMPLEX_DOS . ESSE	?					0,749	1.10
COMPLEX_DOS RI	?					1,489	0.94
INV_COMPLEXO	.	?				0,198	0.18
INV_COMPLEXO . ESSE	?					0,411	0.46
INV_COMPLEXO RI						3,424	1.64
R2 ajustado		86,2%		86,6%		87,7%	

.. O valor p indica significância no nível 0,10 usando testes de significância bicaudais. O valor p indica significância no nível 0,05 usando testes de significância bicaudais. O valor p indica significância no nível 0,01 usando testes de significância bicaudais.

As variáveis são definidas da seguinte forma: MVE é o valor de mercado do patrimônio líquido no final do ano, CE é o valor contábil do patrimônio líquido no final do ano. patrimônio líquido, RI é a renda residual calculada como renda antes de itens extraordinários menos dividendos de ações preferenciais e o produto de um Retorno ajustado ao risco Fama-French e valor contábil do patrimônio líquido ordinário no início do ano, e RPTYPE é um dos três seguintes vetores que descrevem divulgações de transações de RP: (1) RP é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma parte relacionada transação nas notas de rodapé ou proxy, (2) SIMPLE é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga um RP simples transação e zero caso contrário, e COMPLEX é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação RP complexa e zero caso contrário, e (3) SIMPLE1_DOS (SIMPLE_INV) é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulgar um empréstimo não transação RP simples associada a um executivo, diretor, acionista majoritário ou afiliado (investimento) e zero caso contrário, LOANS_DOS (LOANS_INV) é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga um empréstimo a um executivo, diretor, principal acionista ou afiliado e zero caso contrário (investimento) e zero caso contrário, e COMPLEX_DOS (COMPLEX_INV) é um indicador variável igual a um se a empresa divulgar uma transação de RP complexa associada a um executivo, diretor, acionista majoritário ou afiliado e zero caso contrário (investimento) e zero caso contrário. MVE, CE e RI são dimensionados pelo valor contábil do início do período de patrimônio comum. Dezesesseis observações influentes com |r-estudantes| > 3,0 são removidas (Belsley et al., 1980).

As estatísticas t relatadas são baseadas nos estimadores consistentes de White (1980) para abordar a heterocedasticidade na amostra.

onde RET é o logaritmo natural de um mais o retorno anual do acionista ordinário medido ao longo do ano fiscal, SDRET é o desvio padrão dos retornos anuais aos acionistas nos cinco anos anteriores, LNMVE é o logaritmo natural de um mais o valor de mercado do patrimônio líquido, M2B é a razão entre o mercado e valor contábil do patrimônio líquido e outras variáveis são conforme definidas anteriormente.

A Tabela 7 documenta a estimativa dos nossos modelos de retorno. Os níveis de significância relatados são baseados em Estatística t de White (1980) para abordar a heterocedasticidade. As variáveis de controle têm o previsto

Tabela 7

Retorne associação com empresas de partes relacionadas.

Variávela (N = 1.175)	Modelo base			Simples x complexo		Modelo de detalhe	
	Previsão Estimada	t- coeficiente	t- Estatísticasb	Estimado coeficiente	t- Estatísticasb	Estimado coeficiente	t- Estatísticasb
ESTICADO	—	0,185***	3,07	0,193***	3,23	0,192***	3,18
LNMV	—	0,025***	2,89	0,026***	3,10	0,026***	3,08
M2B	—	0,001	0,48	0,001	0,44	0,001	0,43
PR	?	0,040	1,58				
SIMPLES ?				0,051**	1,95		
COMPLEXO ?				0,009	0,36		
SIMPLE1_DOS?						0,049*	1,83
EMPRÉSTIMOS_DOS ?						0,042	1,33
COMPLEX_DOS ?						0,001	0,02
SIMPLE1_INV ?						0,057	0,70
EMPRÉSTIMOS_INV ?						0,033	0,38
INV_COMPLETO ?						0,053	0,96
R2 ajustado		13,6%		14,0%		14,0%	

* O valor p indica significância no nível 0,10 usando testes de significância bicaudais. O valor p indica significância no nível 0,05 usando testes de significância bicaudais. O valor p indica significância no nível 0,01 usando testes de significância bicaudais.

As variáveis são definidas da seguinte forma: RET é o logaritmo natural de um mais o retorno anual do acionista medido ao longo do ano fiscal. ano, INDÚSTRIA é um vetor de variáveis indicadoras da indústria com base nas 48 classificações industriais de Fama e francesa, SDRET é o desvio padrão dos retornos anuais dos acionistas nos cinco anos anteriores, LNMV é o logaritmo natural do valor de mercado de patrimônio líquido comum, M2B é a relação entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido e RPTYPE é um dos três vetores a seguir que descrevem RP divulgações de transações: (1) RP é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação com partes relacionadas em qualquer notas de rodapé ou proxy, (2) SIMPLE é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação RP simples e zero caso contrário, e COMPLEX é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação de RP complexa e zero caso contrário, e (3) SIMPLE1_DOS (SIMPLE_INV) é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma transação RP simples não-empréstimo associado a um executivo, diretor, acionista majoritário ou afiliado (investimento) e zero caso contrário, LOANS_DOS (LOANS_INV) é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulgar um empréstimo a um executivo, diretor ou acionista majoritário e zero caso contrário (investimento) e zero caso contrário, e COMPLEX_DOS (COMPLEX_INV) é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulgar uma transação complexa de RP associada a um executivo, diretor, acionista majoritário ou afiliado e zero de outra forma (investimento) e zero caso contrário. Dezenove observações influentes com |t-students| > 3.0 são removidas (Belsley et al., 1980). Indústria os coeficientes são omitidos por brevidade.

As estatísticas t relatadas são baseadas nos estimadores consistentes de White (1980) para abordar a heterocedasticidade na amostra.

sinais, mas apenas o desvio padrão dos retornos anuais dos acionistas e o valor de mercado defasado de equidade são significativas. Encontramos uma associação negativa e marginalmente significativa entre a presença de transações RP e retornos subsequentes em nosso modelo base. O coeficiente RP estimado (d5 = 0,040, valor de p = 0,11) sugere uma diferença de 4% nos retornos subsequentes para empresas de RP em comparação com empresas não RP.

Nossas duas especificações finais consideram os tipos de transação RP. A coluna 2 documenta que RP simples transações significativamente negativas quando separadas de transações complexas de RP. A coluna 3 sugere que empresas com outras transações simples de RP com DOS estão associadas a retornos negativos significativos. Os empréstimos com DOS têm um sinal negativo, sugerindo uma visão negativa do mercado; no entanto, o coeficiente é não significativo em níveis convencionais. Esses resultados são geralmente consistentes com o Q de Tobin e Resultados da avaliação da RIM.

8. Análises de sensibilidade

8.1. Estudo de eventos baseado em retornos

A promulgação da SOX foi uma resposta a uma série de fraudes baseadas em contabilidade, algumas das quais envolviam transações de RP e falta de transparência. A SOX abordou transações de RP e especificamente empréstimos proibidos a partes relacionadas. Analisamos datas de eventos específicos para explorar se o subsequente os retornos que observamos refletem uma tendência geral ou os efeitos de alguns eventos específicos. Também consideramos

se esses eventos de alto perfil impactam as empresas de RP mais do que outras empresas. No entanto, dadas as avaliações mais baixas documentadas para empresas de RP, o mercado pode já ter incorporado em suas expectativas as consequências negativas da transação de RP, de modo que há pouca reação às revelações de transações relacionadas a RP problemas para empresas específicas.

Identificamos oito eventos que levaram à aprovação da SOX, onde acreditamos que as expectativas dos investidores em relação à intervenção regulatória podem ser revistas: divulgação da investigação da SEC sobre a Enron, a introdução do projeto de lei inicial na Câmara, o anúncio da fraude em Adelphia, a aprovação do projeto de lei pela Câmara a fatura inicial, o anúncio de fraude da Tyco, o anúncio de fraude da WorldCom, a adição do empréstimo RP proibição do projeto de lei do Senado e aprovação da SOX pelo Congresso.

Primeiro, relatamos comparações univariadas de retornos anormais cumulativos (CAR) para empresas de RP e não Empresas de RP nas janelas de três dias em torno de cada evento no painel A da [Tabela 8](#).¹⁵ Para todos, exceto um os eventos, não encontramos nenhuma diferença. As empresas de RP têm CARs significativamente mais baixos quando a WorldCom anunciou seu fraude em 25 de junho de 2002. Este evento é considerado o ponto em que a aprovação da SOX se tornou provável, pois a oposição no Congresso dos EUA desapareceu (Li et al., 2008).

Em segundo lugar, testamos uma reação do retorno médio das ações a esses eventos usando a abordagem multivariada desenvolvido em [Schipper e Thompson \(1983\)](#) e usado por [Dechow et al. \(1996\)](#). O modelo a seguir é estimado para o portfólio de 665 empresas que divulgam transações de RP para as quais os dados de retorno estão disponíveis durante o período de estimativa de sete anos encerrado em 31 de dezembro de 2002.

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_{j, RM,t} \text{ } \beta_{j, k} \text{ } \text{EVENT}_{k,t} + \epsilon_{j,t}$$

66p

onde R é o retorno da carteira R_j no dia t e é ponderado pelos elementos diagonais da matriz de covariância dos resíduos para mitigar a heterocedasticidade transversal, RM é o retorno sobre o índice ponderado pelo valor CRSP no dia t e $EVENT$ são variáveis fictícias iguais a um para o janela de três dias centrada em cada evento incluído na tabela. Relatamos nossos resultados no painel B de [Tabela 8](#). Não encontramos evidências de reações do mercado a essas datas específicas. Tomados em conjunto, os resultados sugerem que os eventos que estavam relacionados com os principais anúncios de fraude ou com a aprovação da SOX não não afetará as empresas de RP de forma diferente.

8.2. Fatores associados às transações de RP

As associações negativas que documentamos entre as transações de RP e as avaliações de mercado podem ser uma sintoma em vez de uma causa. Se uma empresa se envolve ou não em uma transação de RP é uma escolha que pode estar correlacionado com outros fatores que levam a retornos ou avaliações mais baixos (viés de endogeneidade).¹⁶ Variáveis omitidas são a provável fonte desse viés em nosso cenário, e não a causalidade reversa.

Primeiro, a divulgação de RP pode ser correlacionada com uma série de fatores que estudos anteriores mostram estar associados a avaliações e retornos. O crescimento frequentemente impacta a avaliação. Portanto, reestimamos nossos modelos de avaliação após controlar o crescimento potencial (conforme capturado pela proporção do mercado para o patrimônio líquido). valor do patrimônio líquido) no modelo Q de Tobin e crescimento de vendas anteriores em todos os três modelos. Enquanto o crescimento variáveis são significativas para explicar o valor da empresa, nossos resultados de RP são consistentes com aqueles anteriores discutido.

Em segundo lugar, dadas as motivações por trás do SFAS 57, consideramos condições que aumentam a probabilidade que os insiders são capazes de agir de forma oportunista e mecanismos de monitoramento relacionados que restringem oportunismo e pode, portanto, estar associado à avaliação da empresa. O comportamento oportunista é mais provavelmente quando os insiders têm incentivos para se envolverem no comportamento e a capacidade de se comportarem de forma oportunista

¹⁵ Os retornos anormais acumulados são medidos como a diferença entre o retorno da empresa ao longo do período de três dias centrado em a data do evento e a expectativa do modelo de mercado com base nos retornos ponderados pelo valor do CRSP e um período de estimativa de um ano terminando 46 dias antes do evento.

¹⁶ Também observamos divulgações de RP somente se a empresa escolher entrar em uma transação de RP e divulgá-la. Esta escolha representa uma fonte potencial de viés de auto-seleção. Tentamos corrigir o viés de auto-seleção incluindo a razão de Mills inversa ([Heckman, 1979](#)). No entanto, a confiabilidade dessa abordagem depende do ajuste do modelo do primeiro estágio. No nosso caso, construímos uma parte relacionada modelo de previsão baseado nas variáveis discutidas nesta seção que explica menos de 15% das divulgações de partes relacionadas. baixo poder explicativo nos sugere que o viés de autoseleção não é um problema significativo em nossa amostra.

Tabela 8
Estudo de evento.

Evento	Retornos anormais cumulativos		
	Empresas de RP	Não-RP empresas	Diferença
Painel A: análise univariada			
Não	747	447	
8 de novembro de 2001 – Divulgação da investigação da SEC sobre a Enron	0,001	0,001	0,000
14 de fevereiro de 2002 – Apresentação do projeto de lei original na Câmara	0,002	0,006	0,004
28 de março de 2002 – Anúncio de fraude da Adelphia	0,002	0,001	0,001
24 de abril de 2002 – Câmara aprova projeto de lei inicial	0,006	0,008	0,002
4 de junho de 2002 – Anúncio de fraude da Tyco	0,009	0,008	0,001
25 de junho de 2002 – Fraude da WorldCom anunciada	0,006	0,001	0,007**
12 de julho de 2002 – Adição da proibição de empréstimo RP	0,008	0,010	0,002
25 de julho de 2002 – Câmara e Senado aprovam relatório da conferência SOX e Presidente indica que assinará a medida	0,011	-0,009	0,002
	Significar valor (c)	t- Estatística	
Painel B: análise multivariada (apenas 665 empresas de RP)b			
8 de novembro de 2001 – Divulgação da investigação da SEC sobre a Enron	0,0003	0,36	
14 de fevereiro de 2002 – Apresentação do projeto de lei original na Câmara	0,0001	0,06	
28 de março de 2002 – Anúncio de fraude da Adelphia	0,0014	1,26	
24 de abril de 2002 – Câmara aprova projeto de lei inicial	0,0008	0,87	
4 de junho de 2002 – Anúncio de fraude da Tyco	0,0005	0,61	
25 de junho de 2002 – Fraude da WorldCom anunciada	0,0012	1,27	
12 de julho de 2002 – Adição da proibição de empréstimo RP	0,0004	0,41	
25 de julho de 2002 – Câmara e Senado aprovam relatório da conferência SOX e Presidente indica que assinará a medida	0,0006	0,71	

** A média é significativamente diferente no nível de 0,05 usando um teste t de médias.

– Os retornos anormais acumulados são medidos como a diferença entre o retorno da empresa ao longo do período de três dias centrado em a data do evento e a expectativa do modelo de mercado com base nos retornos ponderados pelo valor do CRSP e um período de estimativa de um ano terminando 46 dias antes do evento.

b Os retornos médios das ações para os eventos são estimados pela equação (6). As variáveis na equação (6) são definidas da seguinte forma: R é o retorno no portfólio RP j no dia t e é ponderado pelos elementos diagonais da matriz de covariância dos resíduos para mitigar heterocedasticidade transversal, RM é o retorno do índice ponderado pelo valor CRSP no dia t, e EVENT é um valor fictício variáveis iguais a um para a janela de três dias começando no dia anterior a cada evento incluído na tabela. A equação é estimado ao longo do período de sete anos encerrado em 31 de dezembro de 2002 para as 665 empresas de RP cujos dados de retorno estão disponíveis para cada dia.

ticamente. Estas últimas condições são fomentadas por mecanismos de monitorização fracos ou inexistentes para reduzir a probabilidade de tal comportamento.

A propriedade da gestão cria incentivos e oportunidades para entrar em transações de RP. Como a propriedade aumenta, a riqueza dos gestores depende mais da valorização das ações, resultando em gestores evitando transações de RP que danifiquem o valor da empresa. Gestores com propriedade relativamente alta arcam com custos mais altos de transações de RP oportunistas. No entanto, uma maior propriedade aumenta a capacidade dos insiders para entrar em transações de RP com menos supervisão.¹⁷ Por exemplo, Kahle e Shastri (2004) documentam os gestores de alta propriedade têm maior probabilidade de obter empréstimos para exercício de opções e, ao mesmo tempo, ganhar maior remuneração em dinheiro. Um gestor com uma alta porcentagem de propriedade tem mais controle sobre a empresa monitoramento, de modo que tenham mais poder para anular a função de monitoramento. Incluímos a proporção de o número de ações e opções exercitáveis detidas pelo CEO em relação ao total de ações em circulação (CEO_OWNERSHIP) para capturar a influência da propriedade do gerente.

As transações RP também podem fazer parte do esquema de compensação do CEO. Por exemplo, um CEO pode aceitar um pagamento menor em troca da empresa alugar seu avião pessoal. As transações RP também podem ser usadas para manipular relatórios financeiros; criando assim o potencial de impactar a remuneração por meio

17 Por exemplo, os membros da família Rigas eram os principais acionistas e executivos da Adelphia. Os membros da família Rigas foram acusados de usar a Adelphia como seu banco pessoal, obtendo empréstimos à vontade e fazendo com que a Adelphia pagasse despesas de pessoal.

Tabela 9

Estimativas do modelo base controlando possíveis variáveis omitidas.

Variávela	Pearson médio		Q de Tobin		Renda residual		Devoluções				
			Estimado	t-	Estimado	t-	Estimado	t-			
									coeficiente	Estatísticas	coeficiente
		correlação coef. com RP									
Não	1194	1194	1172		1177		1173				
PR *	62,5%	1,00	0,157***	2,68	3,422***	5,61	0,038	1,50			
PR * ESSE					2,934***	5,41					
PR RI					5.5007***	7,43					
CEO_PROPRIEDADE	4,33	0,060**	0,004	1,28	0,014	1,35	0,048***	0,004**	2,29		
CEO_COMP	5,55	0,083***	0,020***	5,81	5,49	0,633***	3,93	0,002	1,61		
BLOQUEAR	0,43	0,068**	0,188***	3,19	0,017***	4,22		0,042	1,64		
INST	61,56	0,040	0,007***	4,93	2,573***	5,29		0,001	0,32		
LEV	0,19	0,012	1,241***	6,48	1,25	0,059**	2,15	0,007	0,301***	3,68	
TAMANHO BDS	9,45	0,044	0,015	1,57		1,62	0,011	0,06		0,005	0,97
BIND	64,94	0,259***	0,002			87,8%				0,001	0,71
DUALIDADE	0,73	0,043	0,008	0,13						0,078***	2,82
R2 ajustado			37,3%							17,1%	

*** O valor de p indica significância no nível 0,05 usando testes de significância bicaudais. O valor de p indica

significância no nível 0,01 usando testes de significância bicaudais.

– Executamos cada modelo base com a indústria e outras variáveis de controle incluídas nas tabelas anteriores, mas relatamos apenas o teste variáveis e potenciais variáveis omitidas aqui para conservar espaço. As variáveis de controle são geralmente consistentes com nossas anteriores resultados relatados. As variáveis são definidas da seguinte forma: RP é uma variável indicadora igual a um se a empresa divulga uma parte relacionada transação nas notas de rodapé ou procuração, CEO_OWNERSHIP é a proporção do número de ações e opções exercitáveis de propriedade do CEO em relação ao total de ações em circulação, CEO_COMP é a remuneração total, incluindo concessões de opções winsorizadas no 1º e 99º percentil, BLOCK é uma variável indicadora igual a um se a empresa tiver um ou mais detentores de bloco externo que possuam mais de 5% do patrimônio líquido em circulação e zero caso contrário, INST é a porcentagem de ações ordinárias em circulação detidas por instituições a partir das participações institucionais mais recentemente relatadas em cada trimestre, LEV é a relação entre a dívida de longo prazo do final do ano e ativos totais, BDSIZE é o número de diretores no conselho de administração, BIND é a porcentagem de membros do conselho que são independente, e DUALIDADE é uma variável indicadora igual a 1 se o CEO for o Presidente do Conselho e zero caso contrário. Observações com $|t\text{-students}| > 3,0$ também são removidas (Belsley et al., 1980).

contratos de bônus ou remuneração baseada em ações. Para controlar essa possibilidade, incluímos o total Remuneração do CEO, incluindo concessões de opções (CEO_COMP).¹⁸

Dado o potencial inerente de conflito com as transações de RP, os mecanismos de monitoramento podem desempenhar um papel papel na disciplina das transações de RP (Jensen e Meckling, 1976). As empresas que antecipam problemas potenciais podem implementar mecanismos de monitoramento interno para reduzir o risco de incorrer em altos níveis de agência custos e sinalizar às partes interessadas o monitoramento efetivo das transações de RP. As principais partes interessadas externas também podem se envolver no monitoramento. Tanto as partes interessadas internas quanto as externas têm incentivos para monitorar se as transações de RP ocorrem e, em caso afirmativo, como as transações são divulgadas nas demonstrações financeiras declarações. Incluímos uma série de variáveis que medem o monitoramento potencial de RP transações.

As variáveis de monitoramento externo incluem detentores de blocos externos, nível de propriedade institucional e relação de alavancagem de dívida de longo prazo. Os detentores de blocos externos geralmente usam seu poder de voto para influenciar as decisões da gerência e do conselho. Portanto, existem incentivos para que a gerência se alinhe com os detentores de blocos externos interesses do detentor. No entanto, os detentores de blocos também podem usar sua posição para extrair benefícios da empresa. Utilizamos uma variável indicadora igual a um (BLOCK) quando pelo menos um funcionário/diretor não possui mais de 5% do capital com base em dados de Dlugosz et al. (2006). Pesquisas anteriores mostram que em alguns casos, os investidores institucionais agem como monitores, desencorajando o comportamento de redução de valor (Bushee, 1998). A porcentagem de ações ordinárias em circulação detidas por instituições (INST) proxy para monitores em nome dos acionistas (Schliefer e Vishny, 1986). Os detentores de dívida são um dos poucos monitores externos que têm a capacidade de proibir ou influenciar especificamente as transações de RP por meio de acordos de dívida.

¹⁸ Também consideramos uma medida de excesso de remuneração do CEO semelhante a Gompers et al. (2003). Os resultados são semelhantes aos relatados.

O índice de alavancagem da dívida de longo prazo (LEV) fornece uma medida para monitores de credores (Watts e Zimmerman, 1986).

Nossos proxies para monitores internos focam nas características do conselho de administração (Beasley, 1996; Bhagat e Black, 2002; Eng e Mak, 2003; Klein, 1998, 2002a; Klein, 2002b). Em muitos casos, o conselho de administração deve aprovar quaisquer transações de RP firmadas por uma empresa. Incluímos três medidas de governança para proxy para monitoramento interno: empresas que têm um CEO que também é presidente do conselho (DUALITY), número de membros do conselho (BDSIZE) e porcentagem de diretores externos (BD_IND).

Reestimamos uma variante dos modelos base que incluem esses fatores como efeitos principais e relatamos os resultados na Tabela 9. Variáveis contínuas são winsorizadas no 1º e 99º percentil para reduzir o efeito dos outliers. Muitas das variáveis adicionais são significativas em cada modelo, apoiando nossa necessidade de controlar seus efeitos antes de considerar o impacto do RP. Após controlar essas explicações alternativas, continuamos a encontrar resultados consistentes com nossas descobertas anteriores.¹⁹ O RP continua a ser avaliado negativamente nas estimativas Q e RIM, mesmo após controlar essas outras explicações potenciais. O resultado marginal para retornos permanece negativo, mas não é significativo em níveis convencionais (valor de $p = 0,13$). A especificação relatada na Tabela 9 inclui apenas os efeitos principais desses fatores adicionais.

Uma especificação alternativa inclui os efeitos principais e uma interação de RP com cada fator. Encontramos resultados semelhantes.

Também usamos uma métrica composta, G-score, de Gompers et al. (2003) para fornecer um proxy geral para o ambiente de governança em vez das três características individuais. Gompers et al. descrevem o G-score como uma medida do controle dos acionistas da corporação com pontuações pequenas consideradas controle mais democrático dos acionistas versus pontuações altas representando ditadura pela administração. Eles documentam uma associação negativa entre o G-score e a avaliação, sugerindo que a ditadura resulta em avaliações mais baixas. Um maior controle de gestão também pode prever transações de RP e sugere mais oportunidades de se envolver em transações de RP sem a intervenção dos acionistas. A inclusão do G-score em nossos modelos controla essa explicação alternativa para nossas descobertas de RP. Quando adicionado à Eq. (2), o G-score é significativamente negativo, consistente com a descoberta em Gompers et al. (2003). A inclusão do G-score em todos os nossos modelos base não altera nossas inferências com relação à variável RP.

8.3. Medição de variáveis

O Q de Tobin mede a razão entre o valor de mercado da empresa e os custos de reposição de ativos dessa empresa. Como é difícil medir tanto o valor justo dos ativos quanto seu custo de reposição, a literatura anterior desenvolveu uma série de estimativas. Consideramos uma dessas medidas alternativas de Chung e Pruitt (1994), Chung e Pruitt medem Q como a razão da soma do valor de mercado do patrimônio líquido ordinário e valor contábil das ações preferenciais e dívida de longo prazo menos capital de giro para ativos totais. Eles concluem que sua aproximação pode ser usada com segurança em vez de medidas mais complexas e teoricamente corretas, como Lindenberg e Ross (1981). Usando essa aproximação, nossas inferências não mudam.

Na análise de retornos, substituímos variáveis dependentes ajustadas ao risco definidas como o logaritmo natural de um mais o retorno anual acumulado com base em (1) portfólios de tamanho correspondente ou (2) associação da indústria Fama e French. As inferências com base nas estimativas CAR são virtualmente idênticas às relatadas.

Nossa investigação inicial documenta a associação de transações de RP com retornos de um ano à frente (retornos do ano fiscal de 2002). A promulgação da SOX durante esse período de tempo pode representar uma variável omitida correlacionada. Para investigar essa possibilidade, separamos os retornos de um ano à frente em pré-SOX (até julho de 2002) e pós-SOX (após julho de 2002) e repetimos todas as análises de retornos para ambos os períodos de retorno. Encontramos resultados de RP para ambos os períodos semelhantes aos relatados para o ano inteiro.

¹⁹ Em análises não tabuladas, também consideramos a propriedade dos diretores, os honorários dos diretores e outras métricas de remuneração do CEO com resultados semelhantes.

Inicialmente classificamos as transações RP como simples ou complexas. Uma abordagem alternativa considera a natureza do RP: DOS vs. investimento. Conforme esperado, dados nossos resultados para os modelos de detalhes, o DOS As transações RP conduzem nossos resultados. Em outra especificação, substituímos a variável RP dicotômica com o número de transações de RP divulgadas escalonadas pelo logaritmo natural do total de ativos para capturar o envolvimento diferencial em transações de RP. Novamente, os resultados são semelhantes aos relatados usando a variável RP dicotômica.

8.4. Composição da amostra

Nossa amostra inclui 148 instituições financeiras cujas transações primárias de RP são empréstimos. Para instituições financeiras, empréstimos a partes relacionadas são comuns no curso de negócios ordinários e a SOX não não proibir esses empréstimos. O mercado pode ver essas transações de forma diferente do que para instituições não financeiras. Para considerar essa possibilidade, excluimos as instituições financeiras de nossa amostra e repetimos nossos testes. As instituições financeiras não impactam nossas inferências relatadas. Além disso, 298 empresas em nosso a amostra tem transações RP simples e complexas. Os resultados não mudam quando descartamos essas empresas da amostra ou considere apenas empresas com transações de RP simples.

9. Conclusão

No geral, nossos resultados sugerem que o mercado atribui valores mais baixos às empresas que se envolvem em certos tipos de transações de RP. Documentamos avaliações mais baixas e retornos subsequentes para empresas de RP. Análises posteriores que exploram as diferenças nos tipos de transações sugerem que as empresas com transações simples com DOS impulsionam as descobertas de avaliação e retornos negativos. Os empréstimos RP banidos pela SOX parecem têm implicações de avaliação negativa particularmente fortes e retornos marginais negativos. No entanto, o mercado geralmente não parece valorizar transações de RP mais complexas ou aquelas que envolvem um investimentos da empresa, como parcerias e joint ventures, negativamente. Ao provar que há não é possível que alguma variável não identificada conduza a associação, nossa análise sugere que não fator subjacente óbvio está impulsionando as associações documentadas.

Nossa amostra impõe algumas limitações às nossas descobertas. Primeiro, identificamos todas as empresas que divulgam Transações de RP. No entanto, pode haver empresas que celebram, mas não divulgam transações de RP. Em à luz desta limitação, nossos resultados são melhor interpretados como documentação de uma avaliação de mercado negativa associados à divulgação de transações de RP. Em segundo lugar, nossas descobertas com relação a transações complexas de RP as empresas de transações não constituem prova clara de que o mercado valoriza essas transações de forma diferente de transações simples. As divulgações complexas de transações de RP variam de receitas muito detalhadas e divulgações de despesas para discussões de resumo de nível muito alto que excluem valores em dólares. É possível que a ampla gama de qualidade de divulgação leve à mínima falta de associação. Terceiro, nós examinar o S&P 1500 que, embora importante, representa apenas parte do mercado e, como resultado, deve-se ter cautela para não generalizar demais nossas descobertas. Finalmente, 2002 foi um ano em que as transações de RP estavam na imprensa regularmente com relação a uma série de fraudes de alto perfil. Isso o amplo foco da mídia pode ter aumentado a sensibilidade do mercado às transações de RP. Esse risco é limitado à análise de retornos, pois examinamos as avaliações de 2001 antes da maioria das fraudes anúncios.

Nossas descobertas levantam algumas questões sobre a prática e a teoria. Primeiro, o mercado parece tratar empresas com outras transações RP simples de uma maneira muito semelhante aos empréstimos RP, o que nos leva a questionar tratamento regulatório separado para empréstimos RP. Mas, nossas descobertas em geral apoiam consideração separada para diferentes tipos de transações RP, especialmente para os tipos de transações com investimentos e transações complexas. Independentemente das implicações regulatórias, nossos resultados sugerem que os envolvidos na governança corporativa (ou seja, membros do conselho) devem considerar cuidadosamente o potencial custos de mercado e o impacto diferencial entre as classificações de transações de RP ao decidir se ou não aprovar transações de RP.

Em segundo lugar, a associação negativa entre as empresas de RP e a avaliação e os retornos sugere que o preço de mercado protege contra empresas que se envolvem em transações de RP, especialmente transações simples. Isso O resultado é um tanto surpreendente porque as transações são divulgadas publicamente e as re-

a pesquisa sugere que a abordagem dos EUA à auto-negociação é mais forte do que a da maioria dos países (Djankov et al., 2008). Acreditamos que nossas descobertas podem ser conciliadas com a pesquisa e as expectativas internacionais sobre divulgação. Primeiro, a divulgação fornece as informações necessárias para o mercado avaliar as transações de RP. Sem divulgação, o mercado não seria capaz de separar as empresas de RP de outras empresas. Segundo, documentamos um declínio significativo, mas modesto, no valor da empresa de RP. Este nível modesto de preço a proteção sugere que as transações de RP são relevantes em termos de valor. Além disso, a modéstia do declínio é consistente com o argumento de que a divulgação, em média, inibe os insiders de transações mais prejudiciais que reduziram ainda mais as avaliações das empresas. Terceiro, pode ser que a contratação por si só não possa superar completamente a ameaça do oportunismo da gestão. Os insiders corporativos têm considerável poder com relação às transações de RP, incluindo os tipos de contratos que a empresa celebra e os mecanismos de monitoramento que estão em vigor.

Como Jensen e Meckling tão eloquentemente salientam, quando um gestor detém menos do que a totalidade da empresa, ele tem fortes incentivos para consumir recursos firmes, porque ele não arca com o custo total do consumo. Nosso artigo sugere que há um custo baseado no mercado para esse consumo. No entanto, pode ser que da perspectiva das partes relacionadas, o custo de mercado não compensa o ganho pessoal para a transação RP. Além disso, o mercado pode não ter nenhuma razão para disciplinar o comportamento depois que ele tomou proteção de preços na forma de avaliações e retornos mais baixos. O equilíbrio resultante sugere uma perda de peso morto moderada para o mercado como um todo, de modo que nem os acionistas nem a administração estão motivado para consertar.

Apêndice Definições de variáveis de partes relacionadas

Veja Tabela A1.

Tabela A1

Tipos de partes relacionadas	
Diretores, executivos, acionistas ou seus afiliados	Parte relacionada é um diretor, um executivo da empresa, um acionista majoritário da empresa (>5% de propriedade) ou uma afiliada de um diretor, executivo ou acionista majoritário de a empresa
Investimento	Parte relacionada é identificada como uma joint venture ou outra operação na qual a empresa tem um investimento inferior a 100% que não é consolidado
Tipos de transações com partes relacionadas	
Transações RP simples	
Empréstimos a partes relacionadas	A empresa fez empréstimos a partes relacionadas. Os programas de empréstimos para funcionários são considerados uma transação com partes relacionadas
Empréstimos	Uma parte relacionada emprestou valores ou garantiu dívidas da empresa
Garantias	A empresa garantiu dívida de uma parte relacionada
Acordos de consultoria	A empresa e a parte relacionada celebraram um acordo em que a parte relacionada parte fornece serviços de consultoria à empresa
Serviços jurídicos ou de investimento	A empresa obtém serviços jurídicos ou de investimento da parte relacionada
Arrendamentos	A empresa celebrou um acordo com a parte relacionada para arrendar espaço ou aeronave
Transações complexas de RP	
Atividades comerciais relacionadas	A empresa e a parte relacionada estão envolvidas em atividades comerciais, incluindo atividades de pesquisa e desenvolvimento, que estejam relacionadas com o principal objetivo da empresa operações. As atividades normalmente resultam em vendas, custo de vendas, despesas de P&D, contas a receber e a pagar
Atividades comerciais não relacionadas	A parte relacionada fornece à empresa serviços que são incidentais à atividade da empresa. principais operações
Reembolso de despesas gerais	A empresa e a parte relacionada celebraram um acordo para que uma das partes fornecer serviços administrativos ao outro mediante o pagamento de uma taxa
Transações de ações	A empresa e a parte relacionada celebraram transações envolvendo transferências de ativos, negócios e/ou interesses de propriedade

Referências

- Barth, M., Beaver, W., Landsman, W., 1998. Funções de avaliação relativa do valor contábil do patrimônio líquido e do lucro líquido em função de saúde financeira. *Revista de Contabilidade e Economia* 25 (1), 1–34.
- Barth, M., Beaver, W., Landsman, W., 2001. A relevância da literatura de relevância de valor para o padrão de relatórios financeiros cenário, outra visão. *Journal of Accounting and Economics* 31 (setembro), 77–104.
- Beasley, M., 1996. Uma análise empírica da relação entre a composição do conselho de administração e a fraude nas demonstrações financeiras. *The Accounting Review* 71 (outubro), 443–465.
- Belsley, D., Kuh, E., Welsch, R., 1980. *Diagnóstico de regressão*. John Wiley & Sons, Inc., Nova York.
- Bhagat, S., Black, B., 2002. A não correlação entre a independência do conselho e o desempenho da empresa a longo prazo. *The Journal of Corporation Law* (Inverno), 231–272.
- Brown, L., Caylor, M., 2006. Governança corporativa e desempenho da empresa. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (julho–Agosto), 409–434.
- Bushee, B., 1998. A influência dos investidores institucionais no comportamento míope de investimento em P&D. *The Accounting Review* 73 (3), 305–333.
- Chung, K., Pruitt, S., 1994. Uma aproximação simples do Q de Tobin. *Gestão Financeira* 23 (Outono), 70–74.
- Core, J., Holthausen, R., Larker, D., 1999. Governança corporativa, remuneração do diretor executivo e desempenho da empresa. *Revista de Economia Financeira* 51 (3), 371–406.
- Cullinan, C., Du, H., Wright, G., 2006. Um teste da proibição de empréstimos da Lei Sarbanes-Oxley, As empresas que concedem empréstimos a executivos são mais propensas a deturpar suas demonstrações financeiras. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (julho–agosto), 485–497.
- Dechow, P., Hutton, A., Sloan, R., 1996. Consequências econômicas da contabilidade para remuneração baseada em ações. *Journal of Pesquisa Contábil* 34 (Suplemento), 1–20.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2008. A lei e a economia da autonegociação. *Revista de Finanças Economia* 88, 430–465.
- Dlugosz, J., Fahlenbrach, R., Gompers, P., Metrick, A., 2006. Grandes blocos de ações, prevalência, tamanho e mensuração. *Journal of Corporate Finance* 12 (junho), 594–618.
- Eng, L., Mak, Y., 2003. Governança corporativa e divulgação voluntária. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (julho–agosto), 325–345.
- Erickson, M., Mayhew, B., Felix Jr., W., 2000. Por que as auditorias falham? Evidências da Lincoln Savings and Loan. *Journal of Accounting Pesquisa* 38 (Primavera), 165–194.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), 1982. *Divulgações de partes relacionadas. Declaração de Padrões de Contabilidade Financeira n.º 57. Conselho de Normas de Contabilidade Financeira*, Norwalk, CT.
- Feltham, G., Ohlson, J., 1995. Avaliação e contabilidade de superávit limpo para atividades operacionais e financeiras. *Contemporâneo Accounting Review* 11 (primavera), 689–731.
- Feltham, G., Ohlson, J., 1996. Resolução de incertezas e a teoria da medição de depreciação. *Journal of Accounting Pesquisa* 34 (Outono), 209–234.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., 2003. Governança corporativa e preços de ações. *The Quarterly Journal of Economics* 118 (Fevereiro), 107–155.
- Gordon, E., Henry, E., Palia, D., 2004. Transações com partes relacionadas, associações com governança corporativa e valor da empresa. Documento de trabalho, Rutgers Business School.
- Gordon, E., Henry, E., Lauwers, T., Reed, B., 2007. Auditoria de transações entre partes relacionadas, uma visão geral da literatura e pesquisa síntese. *Horizontes Contábeis* 21 (1), 81–102.
- Healy, P., Palepu, K., 2001. Assimetria de informação, divulgação corporativa e mercados de capital. *Journal of Accounting and Economics* 31 (setembro), 405–440.
- Heckman, J., 1979. Viés de seleção de amostra como erro de especificação. *Econometrica* 47 (1), 153–162.
- Holthausen, R., Watts, R., 2001. A relevância da literatura de relevância de valor para a definição de padrões de relatórios financeiros. *Journal of Contabilidade e Economia* 31 (setembro), 3–75.
- Jensen, M., Meckling, W., 1976. Teoria da firma, comportamento gerencial, custos de agência e estrutura de propriedade. *Journal of Economia Financeira* 3 (outubro), 305–360.
- Jian, M., Wong, T., 2010. Propping through related party transactions. *Revisão de Estudos Contábeis*. A ser publicado.
- Jiang, G., Lee, C., Yue, H., 2005. Tunelamento na China, O surpreendente uso generalizado de empréstimos corporativos para extrair fundos dos chineses empresas listadas. Documento de trabalho, Johnson School Research Paper Series 31-06, Cornell University.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., 2000. Tunelamento. *The American Economic Review* 90 (maio), 22–27.
- Kahle, K., Shastri, K., 2004. Empréstimos executivos. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39 (dezembro), 791–811.
- Kalyta, P., Magnan, M., 2008. Pensões executivas, qualidade de divulgação e extração de aluguel. *Journal of Accounting and Public Policy* 27 (março–abril), 133–166.
- Klein, A., 1998. Desempenho da empresa e estrutura do comitê do conselho. *Journal of Law and Economics* 41, 275–299.
- Klein, A., 2002a. Comitê de auditoria, características do conselho de administração e gerenciamento de lucros. *Journal of Accounting and Economia* 33 (agosto), 375–400.
- Klein, A., 2002b. Determinantes econômicos da independência do comitê de auditoria. *The Accounting Review* 77 (abril), 435–452.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2006. O que funciona nas leis de valores mobiliários? *Journal of Finance* 61 (1), 1–32.
- Li, H., Pincus, M., Olhoft Rego, S., 2008. Reações do mercado aos eventos em torno da Lei Sarbanes-Oxley de 2002 e lucros gestão. *Journal of Law and Economics* 51 (fevereiro), 111–134.
- Lindenberg, E., Ross, S., 1981. Tobin's Q e organização industrial. *Journal of Business* 54 (janeiro), 1–32.
- McTague, J., 2004. Segredos do cofre, Barons 13.
- Ohlson, J., 1995. Lucros, valores contábeis e dividendos na avaliação de patrimônio. *Contemporary Accounting Research* 11 (Primavera), 661–687.
- Schipper, K., Thompson, R., 1983. O impacto das regulamentações relacionadas a fusões sobre os acionistas das empresas adquirentes. *Journal of Pesquisa Contábil* 21 (Primavera), 184–221.

- Schliefer, A., Vishny, R., 1986. Grandes acionistas e controle corporativo. *Journal of Political Economy* 94 (3), 461–488.
- Securities and Exchange Commission (SEC), 1999. Materialidade. *Staff Accounting Bulletin* n.º 99. Securities and Exchange Comissão, Washington, DC.
- Securities and Exchange Commission (SEC), 2003. Relatório de acordo com a Seção 704 da Lei Sarbanes-Oxley de 2002. Valores Mobiliários e Comissão de Câmbio, Washington, DC.
- Securities and Exchange Commission (SEC), 2004a (conforme alterado). Regulamento SX (17 CFR Seção 210). Securities and Exchange Comissão, Washington, DC.
- Securities and Exchange Commission (SEC), 2004b (conforme alterado). Regulamento SK (17 CFR Seção 229). Securities and Exchange Comissão, Washington, DC.
- Swartz, M., Watkins, S., 2003. Falha de energia, a história interna do colapso da Enron. Doubleday, Nova York.
- Watts, R., Zimmerman, J., 1986. Teoria da Contabilidade Positiva. Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- White, H., 1980. Um estimador de matriz de covariância consistente com heterocedasticidade e um teste direto para heterocedasticidade. *Econometrica* 48 (4), 817–838.