

FUCAPE PESQUISA E ENSINO LIMITADA – FUCAPE RJ

FLÁVIA BASTOS DE CASTRO CORREIA

**RELAÇÃO ENTRE TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS E
O DESEMPENHO DAS EMPRESAS ANTES, DURANTE E APÓS O
IPO**

**RIO DE JANEIRO
2019**

FLÁVIA BASTOS DE CASTRO CORREIA

**A RELAÇÃO ENTRE TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS
E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS ANTES, DURANTE E APÓS O
IPO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – Fucape RJ, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa

**RIO DE JANEIRO
2019**

FLÁVIA BASTOS DE CASTRO CORREIA

**A RELAÇÃO ENTRE TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS
E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS ANTES, DURANTE E APÓS O
IPO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 28 de novembro de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. FÁBIO MORAES DA COSTA
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - FUCAPE –RJ

Prof. Dr. AZIZ XAVIER BEIRUTH
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - FUCAPE –RJ

Prof. Dr. DANILO SOARES MONTE-MOR
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - FUCAPE –RJ

Ao meu esposo Leonardo e aos
meus filhos Lara e Leonardo
Júnior.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço aos meus pais, por apoiar o meu interesse na busca de aprimoramento desde adolescente e pelo sacrifício feito em muitos momentos para viabilizar os meus estudos.

Ao meu esposo, pelo companheirismo e por todo o suporte com as crianças. Também aos meus filhos que tiveram comigo em todos os momentos desde a gravidez até a defesa, e por tudo o que tiverem que se sacrificar com as minhas ausências. A minha sogra pelo apoio nesses momentos.

Aos meus amigos do Mestrado, que foram essenciais para tornar esse momento distante da minha família mais prazeroso. Em especial a Mônica por toda sua generosidade durante os momentos mais difíceis do Mestrado.

Ao professor Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa, por todo apoio na orientação conduzida de forma clara e colaborativa.

Aos membros da banca de qualificação Prof. Dra. Arilda Magna Campagnaro Teixeira e Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth, cujos apontamentos foram essenciais para o resultado deste trabalho.

Por fim, agradeço a todos os professores pelos ensinamentos, aos funcionários da Fucape, em especial a Alessandra, pela sua excelência no atendimento.

Embora ninguém possa voltar atrás e fazer um novo começo, qualquer um pode começar agora a fazer um novo fim.

(Chico Xavier)

RESUMO

Esta dissertação analisa a relação entre as transações com partes relacionadas (TPRs) e o desempenho das empresas brasileiras antes, durante e após a Initial Public Offering (IPO). Foram consideradas ofertas iniciais entre 2008 e 2017 e levantadas informações contábeis de 40 empresas nos anos que antecederam o IPO, no ano da operação e nos três anos subsequentes, perfazendo um total de 185 observações. As métricas de desempenho analisadas na pesquisa foram o retorno sobre o ativo (ROA), o fluxo de caixa operacional (FCO) e o resultado antes dos juros, tributos, depreciação e amortização (EBITDA). Foram consideradas como variáveis de controle o tamanho da empresa, alavancagem, investimento em capex, tamanho da firma de auditoria e listagem nos níveis diferenciados de governança. As análises foram realizadas por meio de regressões anuais e complementadas por meio de uma regressão em que variáveis *dummy* permitiram comparar a relação entre as TPRs e o desempenho nos anos anterior e posteriores com o período do IPO. As evidências indicam que não há relação entre as TPRs e o desempenho no período Pré-IPO. Além disso, indicam que a relação passa a ser positiva no ano do IPO e persiste nos três anos subsequentes. Assim, os achados da pesquisa contrastam com a literatura anterior e podem indicar que incentivos estabelecidos no mercado de capitais brasileiro possam levar empresas a iniciar a prática de TPRs a partir do momento da oferta pública inicial.

Palavras-chave: Transações com partes relacionadas; oferta pública inicial; desempenho das empresas.

ABSTRACT

This dissertation analyzes the relationship between related-party transactions (TPRs) and the performance of Brazilian companies before, during and after an Initial Public Offering (IPO). The sample considered IPOs occurred between 2008 and 2017 and data was collected for 40 companies from the year before the offering and up to three years after the transaction, totalling 185 observations. Three performance metrics were considered: return on assets (ROA), operating cash flow (FCO) and earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA). The following control variables were considered: company size, leverage, capital expenditures, audit company size and listing at different levels of governance. The analyses considered regressions for each year and also a second model in which dummy variables were implemented to differentiate the effects before and after the IPO. Empirical evidence indicate that there is no relationship between TPRs and Pre-IPO performance. Moreover, the relationship becomes positive in the IPO year and persists for the next three years. Thus, the findings contrast the previous literature and may indicate that incentives from the capital market may lead companies to start the practice of TPRs from the time of the initial public offering.

Keywords: Transactions with related parties; initial public offering; performance of companies.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Lista das variáveis que compõe o modelo.....	24
Tabela 2 – Estatística Descritiva.....	27
Tabela 3 – Teste de diferença de médias.....	28
Tabela 4 – Regressão de desempenho com TPR por período.....	29
Tabela 5 – Regressão de desempenho com TPR no período Pré-IPO e no e período Pós-IPO.....	31

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	10
1 INTRODUÇÃO	10
Capítulo 2.....	13
2 REVISÃO DE LITERATURA	13
2.1 INITIAL PUBLIC OFFERING – (<i>IPO</i>)	13
2.2 TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS – (<i>TPRs</i>).....	16
2.3 <i>TPRs e IPO</i>	18
Capítulo 3.....	20
3 METODOLOGIA	20
3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS	20
3.2 MODELOS ECONÔMICOS E VARIÁVEIS UTILIZADAS.....	22
Capítulo 4.....	27
4 ANÁLISE DOS DADOS	27
4 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	27
4.2 ANÁLISES DE RESULTADOS.....	29
Capítulo 5.....	33
5 CONCLUSÃO	33
REFERÊNCIAS.....	35

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Na literatura, as transações entre partes relacionadas (TPRs) são abordadas sob duas óticas: conflito de interesses entre acionistas minoritários e controladores e sob a ótica de transações eficientes (Wong, Kim, & Lo, 2015). Segundo a Bolsa, Brasil, Balcão (B3) (2017, p.4), “na negociação entre partes relacionadas ou com potencial conflito de interesses devem ser observados os mesmos princípios e procedimentos que norteiam negociações feitas pela Companhia com partes independentes”.

O objetivo desta pesquisa é analisar a relação entre a existência de transações com partes relacionadas (TPRs) e o desempenho das empresas brasileiras que realizaram a *Initial public offering* (IPO) no período de 2008 a 2017. A escolha do estudo do IPO e a relação com TPRs deu-se pelo fato do IPO ser considerado um evento corporativo proeminente que oferece uma oportunidade única para as empresas levantarem capital, ampliarem sua base de investidores e aumentarem a liquidez de suas ações (Ljungqvist, 2007).

Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais [ANBIMA] (2019), o volume captado com operações de IPO em 2017, de R\$ 21,4 bilhões, foi o segundo maior desde 2013. Em 2018, o volume foi reduzido para R\$ 6,8 bilhões, pois conforme pesquisa de Oliveira e Frascaroli (2014), a emissão de IPO é fortemente influenciada por variáveis macroeconômicas, que não foram favoráveis neste período. Em uma melhora do cenário econômico o IPO torna-se um importante instrumento de captação no mercado de capitais, o que reforça a importância de pesquisas no Brasil sobre o tema.

A literatura internacional tratou do tema em pesquisas envolvendo empresas chinesas. Esses estudos examinaram a relação das TPRs e as operações de IPO, e constataram a tendência de tunelamento (transferência de recursos) e gerenciamento de resultados no processo do IPO (Aharony, Wang, & Yuan, 2010; Chen, Cheng, & Xiao, 2011).

No Brasil, as pesquisas sobre TPRs estudaram o desempenho das empresas, associado ao valor total das transações e a influência das boas práticas de governança corporativa (Souza, 2014; Matos & Gaudi, 2015; Santos, 2017).

Dos trabalhos nacionais recentes que tratam da temática do IPO, destacam-se os estudos de Aldrighi, Afonso, Capparelli e Santos (2010); Oliveira e Frascaroli (2014); Domingos, Ponte, Paulo e Alencar (2017); Kalil e Benedicto (2018), que abordam os impactos do IPO no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras na B3, os efeitos dos fatores macroeconômicos na emissão de ações, além da prática de gerenciamento de resultados no período Pré-IPO. No entanto, não foram identificados estudos da relação entre TPRs e IPO no Brasil.

Assim, este trabalho apresenta, como questão de pesquisa: qual a relação entre as transações com partes relacionadas e o desempenho das empresas brasileiras que participaram do processo de IPO?

A literatura que serviu de base para a elaboração da hipótese testada indica que a relação entre TPRs e o desempenho ocorre no ano Pré-IPO, desaparecendo após a oferta inicial. Assim, indica um comportamento oportunista para trazer benefícios quando do estabelecimento do preço inicial para a oferta Chen et al. (2011).

Com base em dados de 40 IPOs ocorridos entre 2008 e 2017 no Brasil, as evidências indicam que não há relação entre o desempenho e as TPRs no ano Pré-

IPO. Assim, os resultados vão de encontro com a literatura anterior. Diferentemente do esperado, os achados empíricos indicam que a relação positiva entre TPRs e desempenho tem início no ano do IPO e persiste ao longo dos três anos subsequentes.

Apesar das evidências apresentarem discrepância com a hipótese testada, o resultado reforça a motivação para a pesquisa ao sugerir que haja uma influência negativa das TPRs no desempenho das empresas Pós-IPO. Neste caso a redução do desempenho pode indicar uma tendência de *tunneling* das empresas após o IPO, definida por Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2000) como uma expropriação da riqueza dos minoritários em benefício dos controladores.

Dessa forma, o estudo contribui para demonstrar como a manutenção dos mecanismos de controle envolvendo TPRs são necessários para proteção dos minoritários. Adicionalmente, a pesquisa visa contribuir para o processo de tomada de decisão dos agentes envolvidos no IPO (investidores, gestores, bancos de investimento e órgãos reguladores). Além de preencher uma lacuna apontada nos trabalhos de Aharony et al. (2010) e Matos e Galdi (2015), sobre estudos que tratam da relação entre IPO e TPRs em outros países, incluindo o Brasil.

Capítulo 2

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 INITIAL PUBLIC OFFERING – (IPO)

A Oferta Pública Inicial (IPO – Initial Public Offer) é o primeiro lançamento de ações no mercado. Após a abertura de capital e a oferta inicial, a empresa poderá realizar outras ofertas públicas, conhecidas como “*Followon*”. As ofertas públicas de ações (IPO e *Followon*) podem ser primárias e/ou secundárias, sendo que as ofertas primárias viabilizam a captação de novos recursos para investimento e reestruturação de passivos por parte da empresa, fato que leva, portanto a um aumento de capital da empresa. Já as ofertas secundárias, permitem liquidez aos empreendedores, que vendem parte de suas ações, num processo em que o capital da empresa permanece o mesmo, porém ocorre um aumento na base de sócios BM&FBOVESPA (2012, apud Oliveira e Frascaroli, 2014, p. 33).

A instrução normativa CVM nº 400 (2003, p.1) regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.

Entre os trabalhos nacionais que tratam da temática do IPO, destaca-se a pesquisa de Aldrighi et al. (2010), que constatou que “empresas maiores, mais lucrativas, com gastos de investimento mais elevados, e que mais crescem apresentam uma maior probabilidade de lançar uma IPO”. Ainda segundo Aldrighi et al. (2010, p.4),

os principais incentivos que os proprietários de uma empresa têm para realizar uma IPO são: (a) o acesso a uma fonte de financiamento alternativa ao crédito bancário e o maior poder de barganha com os bancos, resultando em taxas menores de juros; (b) a diversificação de portfólio; (c) os benefícios de maior liquidez e a conseqüente redução no custo de capital; e (d) *market timing*.

Na pesquisa de Oliveira e Frascaroli (2014, p.30), os autores investigaram o impacto dos fatores macroeconômicos na emissão de ações na bolsa de valores

brasileira. “Buscou-se com esse estudo analisar quais relações a emissão de oferta pública de ações guardam com as seguintes variáveis: taxa de juros (SELIC), produção industrial, taxa da inflação (IPCA), e o retorno dos ativos no mercado acionário brasileiro”. O mesmo estudo de Oliveira e Frascaroli (2014, p. 49), constataram “que das variáveis macroeconômicas as que mais impacto possuem sobre os desvios causados pela variância da variável IPO são a SELIC e o IPCA”.

Dos estudos nacionais recentes destaca-se a pesquisa de Domingos et al. (2017, p. 89),

o estudo teve como objetivo investigar a prática de gerenciamento de resultados por parte das companhias nos períodos próximos ao de realização de oferta pública de ações. Os resultados da pesquisa sugerem que quando as empresas gerenciam seus resultados contábeis para reduzi-los, elas buscam reduzir a variabilidade dos lucros; já quando as empresas tentam aumentar seus lucros através do gerenciamento de resultados é possível observar que essa prática é mais intensa nos trimestres ao redor da oferta pública de ações.

Kalil e Benedicto (2018) estudaram os impactos da oferta pública inicial de ações no desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras na B3. Os resultados encontrados apontam uma realização positiva da realização do IPO com o crescimento das receitas líquidas de vendas. No entanto, o resultado indicou que o IPO teve um impacto negativo no desempenho das empresas em termos de rentabilidade dos ativos e patrimônio líquido. Concluiu ainda que, a variável IPO não apresentou significância para a variável vendas medida pela margem líquida.

Nos achados Internacionais, destaca-se a pesquisa de Jain e Kini (1994), que investigaram a mudança no desempenho operacional das empresas conforme elas fazem a transição da propriedade privada para propriedade pública. Um declínio significativo no desempenho operacional subsequente à oferta pública inicial (IPO) foi identificado. Além disso, encontraram evidências que existe uma relação positiva significativa entre o desempenho operacional pós-IPO e retenção de capital pelos

empresários originais, mas nenhuma relação entre o pós-IPO desempenho operacional e o nível de subvalorização inicial.

Outros aspectos nos estudos de IPO foram observados por Boulton, Smart e Zutter (2011), que pesquisaram a relação da qualidade do lucro e o *underpricing* do IPO internacional e constataram que as diferenças em nível de país na qualidade dos lucros influenciam o *underpricing* do IPO, verificaram um aumento do preço do IPO em países com informações de ganhos de qualidade inferior. No entanto, nos estudos de Shi, Pukthuanthong e Walke (2013), os pesquisadores encontraram evidências de que uma maior regulamentação apresenta relação com a redução de *underpricing* de IPO.

Reforçando o entendimento da importância da regulação e da qualidade da informação para as empresas IPO, na pesquisa de Hong, Hung e Lobo (2014) os autores estudaram o impacto da adoção obrigatória das IFRS nos IPOs nos mercados de capitais globais e concluíram que o fluxo de capital estrangeiro aumentou com a melhoria das divulgações financeiras por meio da adoção do IFRS.

Por fim, Sletten, Ertimur, Sunder e Weber (2018) constataram que as empresas tentam inflacionar o preço das ações em antecipação à venda por acionistas pré-IPO. Em sua pesquisa encontraram evidências de acumulações anormais no ano do IPO e que pelo menos alguns dessas acumulações refletem a discricionariedade gerencial. Assim, contribuem para o debate se as empresas gerenciam os ganhos em torno do IPO.

2.2 TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS – (TPRs)

O CPC 05 R1 define “transação com parte relacionada é a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida.” (Pronunciamento técnico CPC-05, R1, 2010, p. 4). O mesmo Pronunciamento define “parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis.” (Pronunciamento técnico CPC-05, R1, 2010, p. 5).

A norma internacional de IFRS que trata das Transações com Partes Relacionadas é a IAS 24 (*Related Party Disclosures*) e a norma norte-americana que trata do assunto é o SFAS 57 (*Related Party Disclosures*). Estes pronunciamentos definem o que deve ser divulgados pelas empresas abertas brasileiras, entre elas, as que participaram de IPO, objeto desta pesquisa.

Na pesquisa de Kohlbeck e Mayhew (2017), os autores discutem as transações com partes relacionadas como sinalizadores de potenciais distorções contábeis. Reforçando esse entendimento, Rasheed e Mallikarjunappa (2018) exploram a relação entre as Partes Relacionadas e as práticas de gerenciamento de resultados de empresas selecionadas na Índia. Os autores descobriram que existe uma relação estatisticamente significativa entre o uso de Partes Relacionadas e o gerenciamento de resultados. Os resultados também revelam que o efeito das novas regulamentações de Partes Relacionadas na mitigação do gerenciamento de resultados não é significativo.

Os trabalhos citados anteriormente foram baseados em uma ótica do uso abusivo das transações com partes relacionadas. Por outro lado, estudos como o de

Wong, Kim e Lo (2015), tratam as TPRs sob ótica de transações eficientes. Os autores examinaram se as transações entre empresas dentro do mesmo grupo de negócios aumentam ou reduzem o valor da empresa. Usando uma amostra de empresas listadas na China, descobriram que as vendas com partes relacionadas aumentam o valor da empresa. Esse impacto é menos relevante em empresas familiares ou controladas pelo governo.

Do ponto de vista do cenário nacional, há diversas pesquisas envolvendo as TPRs. Souza, Knupp e Borba (2013) buscam identificar quais as características associadas ao valor total das TPRs nas empresas de capital aberto brasileiras. Os resultados revelam que as transações com partes relacionadas aumentam quando há um número maior de controladas e coligas envolvidas, cujas transações podem ter objetivos estratégicos e financeiros, devido as relações de controle ou influência significativa.

Já Souza (2014) centrou-se nos determinantes relacionados ao uso das TPRs e sua relação com as práticas de governança corporativa, e seus aspectos que envolvem estrutura de propriedade, remuneração dos executivos visando avaliar os reflexos no desempenho das empresas abertas brasileiras. Os resultados apontam que os determinantes investigados têm impactos diferentes nos modelos de TPRs analisados nas empresas. O autor constatou que as relações com TPRs em geral prejudicam o desempenho das empresas. No entanto, o desempenho é aumentado quando há mecanismos de governança corporativa eficientes.

Com o objetivo de avaliar o quanto as TPRs podem afetar o desempenho, Matos e Galdi (2015) investigaram o impacto das TPRs na performance operacional das empresas brasileiras. Os resultados encontrados indicam uma relação positiva entre o montante das TPRs nas operações de compras, vendas e empréstimos

obtidos com partes relacionadas e o desempenho (avaliados pelo EBITDA). Já em relação a tomada de empréstimos da controlada pela controladora, os resultados apontam influência negativa nas medidas de desempenho das empresas avaliadas pela ROA e pelo EBITDA.

2.3 TPRs e IPO

O objetivo deste tópico é apresentar na revisão de literatura os artigos publicados que tratam da relação entre as Transações com Partes Relacionadas e o *Initial public offering* – (IPO) usados como referência base desta pesquisa. O estudo de Aharony et al. (2010) verificou as TPRs no período pré-IPO e pós-IPO. O estudo abrange as companhias chinesas com capital aberto, entre 1999 a 2011. Os pesquisadores afirmam que as empresas controladas realizam vendas anormais para suas controladoras, com o objetivo de aumentar os retornos da empresa IPO. Conforme evidências apresentadas na pesquisa, os autores concluíram que as TPRs ocorrem com a expectativa das controladoras aproveitar-se, no período pós-IPO, do patrimônio das empresas controladas ao não efetivar o pagamento dos empréstimos realizados intercompanhias.

Outra pesquisa que aborda essa relação foi feita por Jian e Wong (2010), em que estudaram um grupo de empresas listadas na China e documentam que as empresas apoiam os lucros usando vendas relacionadas anormais para seus acionistas controladores, gerando aumento da riqueza geral do grupo econômico (*propping*).

Um outro achado na literatura que trata dessa relação foi a pesquisa de Chen et al. (2011) que forneceu evidências empíricas para demonstrar que o gerenciamento de resultados baseado em TPRs em um portfólio de ferramentas de gerenciamento

de lucros, incluindo a administração de accruals, e como isso afeta o desempenho de longo prazo da empresa pós-IPO na China. Utilizando 257 IPOs chineses das partes A e B em 1999 e 2000, as descobertas empíricas sugerem que os acionistas controladores estruturam os TPRs operacionais no período Pré-IPO e esses TPRs estão positivamente associados ao desempenho operacional da empresa. O declínio nos TPRs operacionais após o IPO contribui para o mau desempenho de longo prazo da empresa após o IPO e afeta negativamente o retorno das ações das empresas.

A revisão de literatura apresentou evidências da relação entre as transações com partes relacionadas no desempenho das empresas IPO em mercados emergentes como o da China. Dessa forma, o presente estudo busca analisar o impacto das TPRs no desempenho das empresas IPO brasileiras negociadas no Brasil. Para isso, foi elaborada a seguinte hipótese:

H1: as TPRs se relacionam positivamente com os IPOs no desempenho operacional no período Pré-IPO, mas esse relacionamento positivo desaparece no período Pós-IPO.

No próximo capítulo será abordada a metodologia de pesquisa, com os modelos econométricos utilizados para testar a hipótese da pesquisa.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Para o desenvolvimento desta pesquisa foram consideradas as empresas abertas brasileiras negociadas no Brasil que participaram de IPO (Initial Public Offering), no período de 2008 a 2017. A escolha do período é justificada pela melhoria na divulgação das transações com partes relacionadas a partir de 2008, devido à obrigatoriedade, para companhias abertas, de aplicação dos requisitos de evidenciação do Pronunciamento Técnico CPC 05, aprovado em 30/10/2008, referendado pela deliberação CVM nº 560, de 11/12/2008.

A amostra foi obtida no site da B3 (2018). Os dados financeiros e as informações com auditoria, segmentos de listagem foram obtidas na base de dados da Economática e nas demonstrações financeiras divulgadas pela CVM. As informações com transações com partes relacionadas foram coletadas manualmente nas notas explicativas de Partes Relacionadas.

Foram levantadas 50 empresas que participaram de IPO entre 2008 e 2017. Para adequar a amostra, foram excluídas: oito empresas que não tiveram transações com partes relacionadas nos períodos analisados; duas empresas cuja as demonstrações financeiras não foram divulgadas: uma no Pré-IPO e uma no período Pós-IPO. O horizonte da análise abrange o período Pré-IPO (t-1); o ano do IPO (t); e os três anos Pós-IPO (t+1); (t+2); (t+3).

A amostra final compõe-se de 40 empresas que realizaram TPRs nos períodos Pré-IPO, IPO e Pós-IPO; 33 empresas no 2º ano do Pós-IPO e 32 empresas no 3º

ano do Pós-IPO. Com um total de 185 observações. A seguir o quadro 1 apresenta a população amostral final.

Empresas	Ano do (IPO)	Período de dados analisado	Setor na bolsa em que a empresa atua
NUTRIPLANT	2008	2007-2011	Indústria de fertilizantes e pesticidas
LE LIS BLANC	2008	2007-2011	Têxtil
OGX	2008	2007-2011	Extração de petróleo e gás
CETIP	2009	2008-2012	Outras atividades financeiras
DIRECIONAL	2009	2008-2012	Construção de edifícios residenciais
FLEURY	2009	2008-2012	Laboratório de exames médicos
ALIANSCCE	2010	2009-2013	Locadora de imóveis
ECORODOVIAS	2010	2009-2013	Atividades auxiliares ao transporte rodoviário
MULTIPLUS	2010	2009-2013	Outros serviços de apoio
JULIO SIMOES	2010	2009-2013	Transporte rodoviário
RENOVA	2010	2009-2013	Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica
OSX BRASIL	2010	2009-2013	Estaleiros
AREZZO CO	2011	2010-2014	Indústria de calçados
SIERRABRASIL	2011	2010-2014	Locadora de imóveis
TIME FOR FUN	2011	2010-2014	Apresentações artísticas
MAGAZ LUIZA	2011	2010-2014	Loja de departamentos
QUALICORP	2011	2010-2014	Outros serviços ambulatoriais de saúde
BR PHARMA	2011	2010-2014	Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais
QGEP PART	2011	2010-2014	Extração de petróleo e gás
LOCAMERICA	2012	2011-2015	Locadora de automóveis
UNICASA	2012	2011-2015	Indústria de móveis e afins
LINX	2013	2012-2016	Editoras de software
SENIOR SOL	2013	2012-2016	Editoras de software
BIOSEV	2013	2012-2016	Agricultura
ALUPAR	2013	2012-2016	Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica
ANIMA	2013	2012-2016	Educação
SER EDUCA	2013	2012-2016	Educação
CVC BRASIL	2013	2012-2016	Transporte turístico
BB SEGURIDADE	2013	2012-2016	Seguradora
SMILES	2013	2012-2016	Outros serviços de apoio
CPFL RENOV	2013	2012-2016	Empresa de eletricidade, gás e água
OUROFINO	2014	2013-2017	Indústria de remédios
ALLIAR	2016	2015-2018	Laboratório de exames médicos
AZUL S.A.	2017	2016-2018	Transporte aéreo regular
BK BRASIL	2017	2016-2018	Restaurantes e outros lugares para comer
CAMIL	2017	2016-2018	Outras indústrias de alimentos
CARREFOUR BR	2017	2016-2018	Loja de departamentos
MOVIDA	2017	2016-2018	Locadora de automóveis
OMEGA GER	2017	2016-2018	Administração de empresas e empreendimentos
PETROBRAS BR	2017	2016-2018	Comércio atacadista de petróleo e produtos de petróleo

Quadro 1 - População amostra final. Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos na B3

3.2 MODELOS ECONOMÉTRICOS E VARIÁVEIS UTILIZADAS

Para testar a hipótese foi utilizado o modelo econométrico adaptado do estudo de Chen et al. (2011) e ficou definido na seguinte forma:

1. Variável dependente: Desempenho operacional, avaliado por três métricas Retorno sobre o ativo (ROA), Lucro antes lucro das empresas antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) e Fluxo de Caixa Operacional (CFO).

2. Variáveis independentes: TPR (transações com partes relacionadas) é o somatório do resultado com vendas e compras de bens e serviços, receitas e despesas financeiras, outras receitas e despesas, como aluguel, vendas de ativos. No estudo, o somatório das operações de TPR no resultado é dividido pelo total de ativo para determinar a extensão das TPR na companhia.

Ressalta-se que subsidiárias e empresas associadas têm quantidades razoáveis de TPRs com as empresas da amostra, mas seus impactos sobre os lucros das empresas listadas serão cancelados durante a consolidação. Assim, o foco da pesquisa foram as TPRs registradas no consolidado.

3. Variáveis de controle: tamanho da empresa (SIZE), medido por meio do log dos ativos totais; despesas de capital (CAPEX), alavancagem (LEVERAGE) qualidade da auditoria (BIG) e governança corporativa (GOV), adaptado do estudo de Chen et al. (2011).

A pesquisa foi desdobrada em duas regressões: A regressão 1 foi elaborada com o objetivo de mensurar o desempenho das empresas IPO em cada ano analisado. Sendo estes: (i) o ano do Pré-IPO; (ii) o ano do IPO; (iii) o ano do Pós-IPO; (iv) o 2º ano Pós-IPO e (v) o 3º ano Pós-IPO. O modelo da regressão 1 ficou definido da seguinte forma:

$$\text{DESEMPENHO}_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \text{RPT}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_4 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_5 \text{BIG}_{i,t} + \beta_6 \text{GOV}_{i,t} + \beta_7 \text{ANO ANALISADO}_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 1})$$

A regressão 2, que é a regressão principal do estudo, foi elaborada com o objetivo de mensurar o desempenho das empresas IPO, no ano Pré-IPO em relação ao ano IPO e o ano Pós-IPO em relação ao ano IPO. O modelo da regressão 2 ficou definido da seguinte forma:

$$\text{DESEMPENHO}_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \text{RPT}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_4 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_5 \text{BIG}_{i,t} + \beta_6 \text{GOV}_{i,t} + \beta_7 \text{PRE}_{i,t} + \beta_8 \text{POS}_{i,t} + \beta_9 \text{PRERPT}_{i,t} + \beta_{10} \text{POSRPT}_{i,t} + i.\text{ano} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 2)

Para compreensão das variáveis utilizadas nos modelos foi elaborada a Tabela 1, apresentada a seguir:

TABELA 1: LISTA DAS VARIÁVEIS QUE COMPÕEM O MODELO

Notação	Definição	Mensuração
Variáveis dependentes		
CFO	Fluxo de Caixa Operacional	Fluxo de caixa operacional dividido pelo ativo total
ROA	Retorno sobre o ativo	Lucro líquido dividido pelo ativo total
EBITDA	Lucro antes lucro das empresas antes dos juros, impostos, depreciação e amortização	Ebitda dividido pelo ativo total
Variável independente		
RPT	Transações com partes relacionadas	TPRs registradas no resultado consolidado
Variáveis de controle		
SIZE	Tamanho	Logaritmo do ativo total
CAPEX	Despesa de capital	compra de investimento+ compra de imobilizado - venda de permanente/ativo total
LEVERAGE	Alavancagem	divisão do capital de terceiros (passivo circulante e passivo não circulante) pelo ativo total
BIG	Dummy de auditoria big four (Price, EY, Deloitte e KPMG)	assume o valor de 1 caso a empresa i seja auditada por uma empresa big four no ano t; 0, caso contrário
GOV	Dummy de governança empresa listada na B3 (Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2)	assume o valor de 1 caso a empresa i seja listada nos altos níveis da B3 no ano t; 0, caso contrário

ANO ANALISADO	Pré-IPO; IPO; Pós-IPO; o 2º ano Pós-IPO e o 3º ano Pós-IPO	em relação a ROA, Ebitda e CFO
PRE	variável <i>dummy</i> de desempenho Pré-IPO	assume o valor 1 quando comparada ao ano do IPO; 0 = ano do IPO
POS	variável <i>dummy</i> de desempenho Pós-IPO	assume o valor 1 quando comparada ao ano do IPO; 0 = ano do IPO
PRERPT	variável <i>dummy</i> que mede a relação do desempenho Pré-IPO com operações RPT	em relação a ROA, Ebitda e CFO
POSRPT	variável <i>dummy</i> que mede a relação do desempenho Pós-IPO com operações RPT	em relação a ROA, Ebitda e CFO

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos da Economática e das Notas Explicativas de Partes Relacionadas. Os dados foram apurados em milhares de reais.

Caso os resultados brasileiros sejam similares aos de pesquisas realizadas no exterior, como a de Chen et al. (2011), esperar-se-ia encontrar uma relação positiva das TPRs e desempenho no período Pré-IPO, indicadas pelo coeficiente beta positivo e uma relação negativa das TPRs e desempenho no período Pós-IPO, indicadas pelo coeficiente beta negativo, reforçadas pela manutenção nos 2º e 3º ano Pós-IPO.

Com o objetivo de reduzir o efeito de potenciais *outliers* na base, foi utilizada a técnica Winsor. Foram feitos os testes para percentuais de tratamento de 1% e 2% em cada cauda da distribuição. Constatou-se que a interpretação do resultado final não muda. No entanto, o percentual de 1% abrange um número menor de variáveis de controle significantes. Com 1%, apenas as variáveis *SIZE* e *GOV* apresentam significância estatística. Com 2%, a variável *LEVERAGE* também passa a apresentar significância estatística. Dessa forma, nos testes realizados neste trabalho foi usado o recurso do winsor, com o percentual de 2%; sem prejuízo das análises principais. No próximo capítulo da pesquisa será apresentada a análise dos dados.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS DADOS

Este capítulo consiste na análise dos dados, composta pela estatística descritiva e comparação entre as médias das variáveis inclusas no estudo, além das análises dos modelos de regressões 1 e 2, que buscam explicar o impacto das transações com partes relacionadas na performance das empresas IPO e avaliar a sua significância. Desta forma, verifica-se a relação entre as TPRs e o desempenho antes, durante e após o IPO. O ano do IPO é o *benchmark* para avaliar o ano pré-IPO e o ano pós-IPO no modelo 2.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 2 demonstra a média, a mediana e desvio padrão das observações individuais de cada empresa separadas nos cinco períodos: Pré-IPO, ano do IPO, Pós-IPO, 2º ano Pós-IPO e 3º ano Pós-IPO.

TABELA 2 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variável Independente	Pré-IPO			IPO			Pós-IPO			Pós-IPO 2			Pós-IPO 3		
	Média	P50	SD	Média	P50	SD	Média	P50	SD	Média	P50	SD	Média	P50	SD
ROA _{it}	0,05	0,03	0,08	0,06	0,05	0,07	0,06	0,04	0,08	0,05	0,03	0,08	0,03	0,04	0,10
RPT _{it}	0,02	0,00	0,03	0,02	0,00	0,05	0,03	0,00	0,06	0,02	0,00	0,05	0,02	0,00	0,05
SIZE _{it}	13,80	13,65	16,66	14,44	14,59	1,40	14,63	14,72	1,37	14,54	14,69	1,33	14,65	14,87	1,32
CAPEX _{it}	0,11	0,06	0,13	0,07	0,05	0,07	0,10	0,06	0,12	0,08	0,05	0,09	0,08	0,04	0,11
LEVERAGE _{it}	0,63	0,62	0,22	0,45	0,44	0,20	0,50	0,50	0,21	0,54	0,53	0,21	0,57	0,54	0,22
BIG _{it}	0,88	1,00	0,33	0,90	1,00	0,30	0,93	1,00	0,27	0,91	1,00	0,29	0,91	1,00	0,30
GOV _{it}	0,98	1,00	0,16	0,98	1,00	0,16	0,98	1,00	0,16	0,97	1,00	0,17	0,97	1,00	0,18
N	40			40			40			33			32		

Fonte: elaborada pela autora. P50 - Mediana. SD - Desvio Padrão.

De acordo com os dados evidenciados na Tabela 2, é possível observar que a variável dependente Retorno sobre ativos (ROA) apresenta média superior no ano do IPO em relação a média no ano do Pré-IPO e valores menores nos 2º e 3º anos Pós-IPO.

A Tabela 3 apresenta o teste de diferença de médias entre empresas no ano do IPO versus os outros períodos: Pré-IPO; Pós-IPO; Pós-IPO 2 e Pós-IPO 3.

TABELA 3 – TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS

Variável Independente	DIF IPO	DIF IPO	DIF IPO	DIF IPO
	x Pré - IPO	x Pós - IPO	x Pós - IPO 2	x Pós - IPO 3
ROA _{it}	-0,01	0,00	0,01	0,02
RPT _{it}	-0,01	0,00	0,00	0,00
SIZE _{it}	*-0,64	-0,19	-0,10	-0,21
CAPEX _{it}	0,04	-0,03	0,00	0,00
LEVERAGE _{it}	***0,19	-0,05	*-0,09	** -0,12
BIG _{it}	0,12	0,15	0,02	0,01
GOV _{it}	0,00	0,00	0,02	0,03
N	40	40	33	32

Fonte: elaborada pela autora. Nota: ***1%; **5% e *10% de significância.

Verificadas as diferenças entre as médias apresentadas na Tabela 3, destacando o ano do IPO como *benchmark*, o resultado apresentado indica que somente a variável alavancagem apresentou significância estatística com nível de confiança de 99% no período Pré-IPO e com nível de confiança de 95% no período Pós-IPO 3.

Os resultados indicam que as empresas do período Pré-IPO possuem uma alavancagem maior quando comparada ao ano do IPO. No ano do IPO, a alavancagem diminui por conta da valorização do capital próprio. Neste caso, o resultado apresentado, reforça a literatura que relaciona o aumento da alavancagem

no período Pré-IPO. Uma maior alavancagem financeira pode monitorar os gerentes e reduzir os custos de agência e, portanto, aumentar o desempenho da empresa (Myers, 2001). Ainda, conforme os resultados apresentados, a alavancagem apresenta uma tendência de aumento após o IPO.

4.2 ANÁLISES DE RESULTADOS

Na Tabela 4, é apresentado o resultado da Regressão Logística 1 por período analisado sendo: (Pré-IPO; ano do IPO; Pós-IPO; 2º ano Pós-IPO e 3º ano Pós-IPO).

TABELA 4 - REGRESSÃO DE DESEMPENHO COM TPR POR PERÍODO

Período	T-1	Ano do IPO	T+1	T+2	T+3
Variáveis	ROA				
RPTit	-0,11 (-0,31)	0,53 ** (2,44)	0,73 *** (4,07)	0,77 *** (3,39)	0,71 ** (2,06)
SIZEit	-0,02 ** (-2,28)	-0,02 * (-1,74)	-0,02 ** (-2,09)	0,00 (-0,37)	0,00 (-0,20)
CAPEXit	-0,09 (-1,16)	-0,24 (-1,57)	-0,03 (-0,36)	-0,09 (-1,57)	-0,15 * (-0,54)
LEVERAGEit	-0,14 *** (-3,20)	-0,13 ** (-2,41)	-0,05 (-1,09)	-0,06 (-1,01)	-0,11 (-1,17)
BIGAIT	-0,05 (-1,38)	0,00 (0,10)	0,04 (0,80)	-0,06 (-1,02)	-0,08 (-0,61)
GOVIT	0,16 ** (2,20)	0,21 *** (2,79)	0,27 *** (3,49)	0,26 *** (3,09)	0,25 * (1,55)
Constante	0,26 ** (2,53)	0,13 (1,24)	0,07 (0,61)	-0,06 (-0,39)	-0,02 * (-0,10)
R-sq	0,439	0,391	0,512	0,504	0,300
Variáveis	EBITDA				
RPTit	0,02 (0,04)	0,63 ** (2,22)	0,65 *** (3,05)	0,73 ** (2,45)	0,57 (1,24)
SIZEit	-0,02 (-1,63)	-0,02 * (-1,81)	-0,02 (-1,65)	0,02 (1,17)	0,01 (0,24)
CAPEXit	-0,15 (-1,25)	-0,15 (-0,75)	-0,17 (-1,65)	-0,25 (-1,47)	-0,31 * (-0,84)
LEVERAGEit	-0,14 ** (-2,04)	0,01 (0,15)	-0,03 (-0,56)	0,05 (0,66)	-0,02 (-0,16)
BIGAIT	-0,05 (-0,94)	0,03 (0,6)	0,03 (0,54)	-0,14 * (-1,80)	-0,16 (-0,91)
GOVIT	0,14 (1,33)	0,24 ** (2,42)	0,33 *** (3,65)	0,29 ** (2,62)	0,28 * (1,31)
Constante	0,37 ** (2,41)	0,14 (1,05)	0,05 (0,35)	-0,36 * (-1,77)	-0,10 * (-0,32)
R-sq	0,260	0,231	0,477	0,457	0,156

Período	T-1	Ano do IPO	T+1	T+2	T+3
Variáveis	CFO				
RPTit	0,15 (0,27)	-0,21 (-0,41)	1,04 *** (3,15)	0,49 (1,02)	0,21 (0,55)
SIZEit	-0,01 (-0,49)	0,00 (0,23)	-0,02 (-1,32)	-0,03 (-1,18)	-0,02 (-1,05)
CAPEXit	0,27 ** (2,06)	0,40 (1,1)	0,09 (0,57)	-0,03 (-0,10)	0,07 (0,22)
LEVERAGEit	-0,07 (-0,90)	-0,03 (-0,26)	0,01 (0,08)	0,09 (0,73)	-0,06 (-0,62)
BIGait	0,01 (0,11)	0,00 (0,05)	0,02 (0,24)	0,08 (0,67)	-0,04 (-0,27)
GOVit	0,06 (0,52)	0,19 (1,05)	-0,05 (-0,36)	0,27 (1,49)	0,19 (1,02)
Constante	0,11 (0,64)	-0,26 (-1,03)	0,42 * (1,87)	0,16 (0,47)	0,29 (1,12)
R-sq	0,165	0,149	0,262	0,170	0,154
Número de obs	40	40	40	33	32

Fonte: elaborada pela autora. Nota: ***1%; **5% e *10% de significância.

Os resultados encontrados na regressão 1, apresentados na Tabela 4 acima, indicam que não há relação significativa das transações com partes relacionadas no desempenho das empresas no ano Pré-IPO. A relação se inicia no ano do IPO e essa relação se mantém persistente no ano Pós-IPO.

Devido à limitação no número de observações por ano, se faz necessário uma análise complementar apresentada na tabela 5, a fim de validar o resultado encontrado na regressão 1.

Assim, na Tabela 5, apresentada a seguir, são expostos os resultados da regressão do Modelo 2, no ano Pré-IPO em relação ao ano IPO e o ano Pós-IPO em relação ao ano IPO, em que variáveis *dummy* são utilizadas para comparação entre os períodos.

TABELA 5 - REGRESSÃO DE DESEMPENHO COM TPR NO PERÍODO PRÉ-IPO E PÓS-IPO

Variável Dependente	ROA		EBITDA		CFO	
	Coef	Estat-t	Coef	Estat-t	Coef	Estat-t
RPTit	0,59	2,45 **	0,61	1,89 **	0,11	-0,60

SIZEit	-0,01	-2,78 ***	-0,01	-1,58	-0,01	-1,61
CAPEXit	-0,08	-1,62	-0,15	-2,24 **	0,15	1,71 *
LEVERAGEit	-0,10	-3,78 ***	-0,03	-0,91	-0,04	-0,82
BIGAt	-0,02	-0,88	-0,04	-1,15	0,01	0,16
GOVit	0,23	5,87 ***	0,25	4,72 ***	0,12	1,70 *
PREit	0,01	0,69	0,03	1,23	0,05	1,58 **
POSit	-0,01	-0,41	-0,01	-0,38	0,03	1,16
PRERPTit	-0,90	-2,14 **	-0,10	-1,81 **	0,28	0,38
POSRPTit	0,16	0,60	0,09	0,25	0,92	1,95 *
Constante	0,13	1,78 *	0,11	1,21	0,22	1,78 *

Dummies de ano

	SIM		
Number of obs	185	185	185
R-sq	0,376	0,290	0,287

Teste conjuntos dos coeficientes

Variável Dependente	ROA			EBITDA			CFO		
	Obs	F-Statistic	Prob.	Obs	F-Statistic	Prob.	Obs	F-Statistic	Prob.
RPTit X PRERPTit	185	0,79	0,37	185	0,75	0,39	185	0,00	0,97
RPTit X POSRPTit	185	37,35	0,00 ** *	185	18,14	0,00 ** *	185	9,50	0,00 ** *

Nota: *1% de significância; **5% de significância; ***10% de significância.

Os resultados apresentados na Tabela 5 indicam que há relação entre o desempenho e a existência de transações entre partes relacionadas (RPT) no ano do IPO quando consideradas as métricas ROA e EBITDA (os coeficientes são positivos e estatisticamente significante ao nível de confiança de 95%). Já para o ano Pré-IPO, o teste conjunto dos coeficientes indica que não existe relação entre o desempenho e as RPT. Por fim, para os anos após o IPO, os resultados indicam que a relação é positiva e similar ao que ocorre no ano da oferta inicial (teste conjunto dos coeficientes é positivo e estatisticamente significante ao nível de confiança de 99%).

Os resultados encontrados vão de encontro com os esperados. Os resultados da pesquisa de Chen et al. (2011), realizada com empresas chinesas, indicavam que as TPRs se relacionam positivamente com os IPOs no desempenho operacional no período Pré-IPO, mas esse relacionamento positivo desapareceria no período Pós-

IPO. Ao contrário, os resultados brasileiros indicam que a relação positiva tem início no ano do IPO e perdura ao longo dos anos subsequentes; além disso, não há relação no período Pré-IPO.

Uma das justificativas para não aceitação da hipótese testada pode estar relacionada às diferenças dos mercados nacionais estudadas. No Brasil, o estudo apresentou evidências que as empresas IPO estão enquadradas entre os mais altos níveis de governança corporativa. Na China, a maioria das empresas listadas é derivada de grandes estatais, mas ainda mantém laços comerciais muito próximos com a controladora, apresentando baixo nível de governança corporativa (Aharony et al., 2010).

Os achados dessa pesquisa podem indicar que a qualidade da governança por ser relevante para mitigar o uso abusivo de preços de transferência nas relações comerciais entre os acionistas controladores e empresas listadas (Lo, Wong, & Firth 2010).

Em relação às variáveis de controle, a existência de relação com a variável de desempenho depende da métrica. Somente a listagem nos níveis diferenciados de governança foi significativa para as três variáveis dependentes. Tamanho e alavancagem mostraram-se relacionadas com o ROA, enquanto o nível de investimento em CAPEX apresenta relação com EBITDA e CFO. A variável BIGA não foi significativa.

Diante do exposto, considerando os resultados obtidos nas regressões 1 e 2 conjuntamente, infere-se que há relação entre RPT e as métricas ROA e EBITDA a partir do ano do IPO. Além disso, as evidências indicam que essa relação é mantida nos anos subsequentes. Por outro lado, não há evidências de que exista relação no ano do Pré-IPO.

Os resultados da pesquisa corroboram com os estudos de Souza (2014) e de Santos (2017), onde os autores apontam a influência das transações com partes relacionadas e da governança corporativa no desempenho das empresas com ações listadas na B3. Para os pesquisadores as relações com TPRs em geral prejudicam o desempenho das empresas. No entanto, o desempenho é aumentado quando há mecanismos de governança corporativa eficientes.

Além disso, os resultados obtidos reforçam a influência da variável de controle despesa de capital como fator importante para medir o desempenho das empresas IPO. A pesquisa corrobora com os estudos de Morck, Shleifer e Vishny (1988), onde os autores afirmam que o dispêndio de capital é um dos determinantes importantes de desempenho corporativo.

O resultado evidencia ainda significância estatística da variável tamanho no desempenho das empresas IPO, de acordo com Williamson (1967); Aharony et al. (2010, p. 15), “as empresas maiores poderiam ser menos eficientes devido ao controle mais fraco dos gerentes de topo sobre atividades estratégicas e operacionais dentro da empresa”. E por fim, reforça a evidência estatística da variável alavancagem já apontada nos testes de diferença entre médias.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

Este trabalho analisou a relação entre as transações com partes relacionadas (TPRs) e o desempenho operacional nas empresas IPO brasileiras negociadas no Brasil. O desempenho foi analisado por três métricas (ROA, EBITDA e Fluxo de Caixa Operacional - CFO), usando a variável TPR como variável independente e controlada pelas variáveis tamanho, despesa de capital, alavancagem, governança corporativa.

No presente estudo, as evidências para a existência de relação entre as TPR e o desempenho a partir do ano do IPO. Além disso, também indicam que tal relação é mantida nos anos subsequentes. Por outro lado, não há evidências de que exista relação no ano que antecede a oferta inicial. Assim, os achados vão de encontro com a literatura anterior.

A existência de relação entre TPRs e desempenho, atrelada à própria redução do desempenho em períodos posteriores ao IPO pode indicar uma tendência de *tunneling* das empresas após o IPO, definida por Johnson et al. (2000) como uma expropriação da riqueza dos minoritários em benefício dos controladores. Adicionalmente, a prática observada também pode indicar que pressões de mercados de capitais poderiam induzir empresas a ampliarem as transações entre partes relacionadas para aumentar seu desempenho.

Conforme demonstrado na revisão de literatura, o IPO e as TPRs são instrumentos que possuem a capacidade de afetar o desempenho das empresas de forma positiva e negativa. Dependendo da maneira e do propósito que são utilizados pelos acionistas controladores.

Dada a limitação da amostra quanto ao número de empresas disponíveis, visto que apesar do trabalho abranger um período significativo de 2008 a 2017, o número de empresas que participaram de IPO no Brasil ainda é relativamente pequeno. Dessa forma, sugere-se para futuras pesquisas ampliar a base, incluindo as empresas que realizaram operações de *follow on* (operações subsequentes a oferta de ações). Além de realizar um estudo comparativo de pares, com empresas que apresentam mesmo perfil das empresas IPO, com base na pesquisa de Aharony et al. (2010).

REFERÊNCIAS

- Aharony, J., Wang, J., & Yuan, H. (2010). Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(1), 1-26.
- Aldrighi, D. M., Afonso, L. E., Capparelli, G., & Santos, A. (2010). *As ofertas públicas iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho*. XXXVIII Encontro Nacional de Economia-ANPEC, Salvador.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2019). *Apresentação Mercado de Capitais 1º trimestre de 2019*. Recuperado em 06 maio, 2019, <http://www.ansbima.com.br/data/files/CB/53/DC/BB/70E0A6101AFEAE9678A80AC2/Apresentacao%20Mercado%20de%20Capitais.pdf>.
- Brasil, Bolsa, Balcão (2017). *Política para transações com partes relacionadas e demais situações envolvendo conflitos de interesse*. Recuperado em 01 agosto, 2018, de <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/3528/576113.pdf>.
- Bmfbovespa (2018). *Ofertas Públicas e IPOs*. Recuperado em 01 de agosto, 2018, http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. J. (2011). Earnings quality and international IPO underpricing. *The Accounting Review*, 86(2), 483-505.
- Chen, JJ, Cheng, P. & Xiao, X. (2011). Related party transactions as a source of earnings management. *Applied Financial Economics*, 21(3), 165-181.
- Deliberação CVM nº 560, de 11 de dezembro de 2008 (2008). *Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata das Divulgações sobre Partes Relacionadas*. Recuperado em 29 outubro, 2019, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli560.html>.
- de Oliveira, J. D. C. T., & Frascaroli, B. F. (2014). Impacto dos fatores macroeconômicos na emissão de ações na bolsa de valores. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(1), 30-51.
- de Souza, M. M., de Souza Knupp, P., & Borba, J. A. (2013). Características associadas às transações com partes relacionadas nas empresas de capital aberto brasileiras. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(3), 124-137.
- Domingos, S. B., Ponte, V. M. R., Paulo, E., & de Alencar, R. C. (2017). Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 2.
- Hong, H. A., Hung, M., & Lobo, G. J. (2014). The impact of mandatory IFRS adoption on IPOs in global capital markets. *The Accounting Review*, 89(4), 1365-1397.

- Instrução Normativa CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (2003). Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Recuperado em 15 agosto, 2019, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>.
- Jain, B. A., & Kini, O. (1994). The post-issue operating performance of IPO firms. *The journal of finance*, 49(5), 1699-1726.
- Jian, M., & Wong, T. J. (2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 70-105.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90(2), 22-27.
- Kalil, J. P. A., & Carvalho de Benedicto, G. (2018). *Impactos da oferta pública inicial de ações no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras na B3*. RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia, 17(1), 197-224. Recuperado em 07 maio, 2019, de <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>.
- Kohlbeck, M., & Mayhew, B. W. (2017). Are related party transactions red flags?. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 900-928.
- Ljungqvist, A. (2007). *IPO underpricing*. In Handbook of Empirical Corporate Finance. 375-422. Elsevier
- Lo, A. W., Wong, R. M., & Firth, M. (2010). Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 225-235.
- Matos, O. M., & Galdi, F. (2015). O Impacto das Transações com Partes Relacionadas na Performance Operacional das Companhias Listadas na Bm&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(2), 84-97.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, 15(2), 81-102.
- Pronunciamento Técnico CPC 05 (2008). Divulgação sobre Partes Relacionadas. Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 24. Recuperado em 07 maio, 2019, de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos/Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>.
- Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) (2010). Divulgação sobre Partes Relacionadas. Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 24. Recuperado em 07 maio, 2019, de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>.

- Rasheed, Pa; Mallikarjunappa, T. Related Party Transactions and Earnings Management: An Empirical Examination of Selected Companies in India. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 17(2), 22-35.
- Santos, C. R. D. (2017). *Transações entre partes relacionadas, governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, São Paulo, Brasil.
- Souza, J.A.S.D. (2014). *Transações com partes relacionadas: Determinantes e impactos no desempenho das empresas*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Espírito Santo, Espírito Santo, ES, Brasil.
- Shi, C., Pukthuanthong, K., & Walker, T. (2013). Does disclosure regulation work? Evidence from international IPO markets. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 356-387.
- Sletten, E., Ertimur, Y., Sunder, J., & Weber, J. (2018). When and why do IPO firms manage earnings?. *Review of Accounting Studies*, 23(3), 872-906.
- Wong, R. M., Kim, J. B., & Lo, A. W. (2015). Are related-party sales value-adding or value-destroying? Evidence from China. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 26(1), 1-38.