

IDEAU

**CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE, GOVERNANÇA
CORPORATIVA E POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO SEGMENTO
DE ENERGIA ELÉTRICA DA B3**

**CONCENTRATION OF PROPERTY, CORPORATE
GOVERNANCE AND DIVIDEND POLICY IN THE B3
ELECTRICITY SEGMENT**

**CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD, GOBERNANZA
CORPORATIVA Y POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN EL
SEGMENTO DE ENERGÍA ELÉCTRICA DE LA B3**

Izabella Fonseca Eurich

Graduada em Ciências Contábeis, Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO), Irati, Paraná, Brasil. E-mail: bellaeurich@gmail.com

Willson Gerigk

Doutor em Políticas Públicas pela Universidade Federal do Paraná (UFPR), Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO), Irati, Paraná, Brasil. E-mail: wgerigk@unicentro.br

Flávio Ribeiro

Doutor em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR), Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO), Irati, Paraná, Brasil. E-mail: flavioribeiro@unicentro.br

RESUMO

A expansão do mercado e a consequente competitividade entre as empresas faz crescer a necessidade de que estratégias eficientes e eficazes sejam aplicadas pelas organizações para lhes garantir permanência e sucesso no mercado. Entre as estratégias que se configuram como decisivas, para aumentar o interesse dos investidores, certamente está a política de dividendos adotada pelas companhias, na medida em que, por meio desta, revelam-se os retornos aos investidores. Considerando a relevância da política de dividendos para o maior ou menor interesse de investidores nas companhias, a pesquisa verificou a influência da concentração de propriedade e do nível de governança corporativa sobre a política de distribuição de dividendos no segmento da energia elétrica da B3, entre 2012 e 2017. Para evidenciar esta relação, foram utilizadas como variáveis dependentes os dividendos e como variáveis explicativas a concentração de propriedade, a governança corporativa, o tamanho da empresa, o retorno sobre o patrimônio líquido e a alavancagem financeira líquida. Além

DOI:10.55905/raciv5n2-001

Submitted on: 3.28.2026 | Accepted on: 7.9.2026 | Published on: 7.21.2026

das análises descritivas das variáveis, foram realizadas análises em painel para verificar a significância entre as mesmas variáveis. Os resultados indicaram que a governança corporativa pode influenciar a distribuição de dividendos, entretanto, a concentração de propriedade não é um fator que tem relevância sobre a maior ou menos distribuição de dividendos nas companhias do segmento de energia elétrica da B3, entre 2012 a 2017.

Palavras-chave: Política de Dividendos. Governança Corporativa. Concentração de Propriedade. Setor Elétrico Brasileiro.

ABSTRACT

The expansion of the market and the consequent competitiveness among companies increases the need for efficient and effective strategies to be applied by organizations in order to guarantee their permanence and success in the market. Among the strategies that are decisive for increasing investor interest is certainly the dividend policy adopted by companies, as this reveals returns to investors. Considering the relevance of the dividend policy to the greater or lesser interest of investors in the companies, the survey verified the influence of ownership concentration and corporate governance level on the dividend distribution policy in B3's electricity segment, between 2012 and 2012. and 2017. To evidence this relationship, dividends were used as dependent variables and as explanatory variables were ownership concentration, corporate governance, company size, return on equity and net financial leverage. In addition to the descriptive analysis of the variables, panel analyzes were performed to verify the significance between the same variables. The results indicated that corporate governance may influence the distribution of dividends, however, the concentration of ownership is not a factor that has a greater or lesser distribution of dividends in the companies of the electric power segment of B3, from 2012 to 2017.

Keywords: Dividend Policy. Corporate Governance. Concentration of Ownership. Brazilian Electricity Sector.

RESUMEN

La expansión del mercado y la consecuente competitividad entre las empresas hace crecer la necesidad de que las organizaciones apliquen estrategias eficientes y eficaces para garantizar su permanencia y éxito en el mercado. Entre las estrategias que se configuran como decisivas para aumentar el interés de los inversores, se encuentra ciertamente la política de dividendos adoptada por las compañías, en la medida en que, a través de esta, se revelan los retornos a los inversores. Considerando la relevancia de la política de dividendos para el mayor o menor interés de los inversores en las compañías, la investigación verificó la influencia de la concentración de propiedad y del nivel de gobernanza corporativa sobre la política de distribución de dividendos en el segmento de energía eléctrica de la B3, entre 2012 y 2017. Para evidenciar esta relación, se utilizaron como variables dependientes los dividendos y como variables explicativas la concentración de propiedad, la gobernanza corporativa, el tamaño de la

empresa, el retorno sobre el patrimonio neto (ROE) y el apalancamiento financiero neto. Además de los análisis descriptivos de las variables, se realizaron análisis de datos en panel para verificar la significancia entre las mismas variables. Los resultados indicaron que la gobernanza corporativa puede influir en la distribución de dividendos; sin embargo, la concentración de propiedad no es un factor que tenga relevancia sobre la mayor o menor distribución de dividendos en las compañías del segmento de energía eléctrica de la B3, entre 2012 y 2017.

Palabras clave: Política de Dividendos. Gobernanza Corporativa. Concentración de Propiedad. Sector Eléctrico Brasileño.

1 INTRODUÇÃO

A Teoria da Agência expressa a relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (principal) empregam outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão (Jensen; Meckling, 2008).

De acordo com os teóricos da Teoria da Agência, a divergência de interesse pode surgir quando ocorre a separação da propriedade e o gerenciamento do capital. Desta divergência, tem-se que as ações tomadas pelo agente podem não coincidir com as diretrizes do principal, surgindo o conflito de interesse (Mendes, 2011). Entre os principais conflitos destacam-se as divergências de interesses entre os acionistas controladores e os minoritários.

La Porta *et al.* (1999) afirma que na maioria dos países, principalmente naqueles onde há menor proteção para acionistas minoritários, há predominância de acionistas controladores, que geralmente são famílias e, às vezes, o Estado. Estas empresas são administradas por acionistas controladores, estrategicamente posicionados para monitorar a gestão e têm o poder de expropriar acionistas minoritários.

A disparidade entre os acionistas minoritários com relação aos controladores causa instabilidade no mercado financeiro, isso porque, como as empresas têm a política de dividendos determinada pelos que ocupam a sua direção, os acionistas e gestores que detêm maior poder de controle acabam por

decidir sobre reter ou distribuir seus dividendos, o que resulta em conflitos de interesses com os acionistas minoritários que têm o direito de receber dividendos (Hahn *et al.*, 2008).

Como um importante conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência, a governança corporativa, surge da necessidade de gerar decisões mais equilibradas e transparentes, que separassem a propriedade da administração da empresa e mantivessem uma relação harmoniosa entre os gestores e os acionistas (Fiorini; Alonso Junior; Alonso; 2016).

O interesse em obter recursos a custos mais baixos é o principal fator que tem levado as empresas a abrirem seu capital, porém, somente esta estratégia não garante que haverá acionistas, tendo em vista que os investidores estão cada vez mais preocupados e exigentes com seus direitos na compra de ações. Assim, é imprescindível destacar que um sistema de gestão baseado nos princípios da governança corporativa pode contribuir para adesão de mais investidores às companhias e, conseqüentemente, ao aumento dos recursos para investimentos futuros (Siqueira; Kalatzis; Toledo; 2007).

Nesta perspectiva, as companhias que têm na governança corporativa (GC) a base para suas estratégias pode ter melhores resultados quanto ao número de investidores e, conseqüentemente, o crescimento da companhia, uma vez que, a partir das práticas de GC é possível expor informações e organizar a distribuição dos lucros de tal forma que seja atrativa aos potenciais investidores.

Estudos relacionaram a concentração de propriedade com o desempenho (Sant'ana *et al.*, 2016), o valor de mercado (Caixe; Krauter, 2013), a eficiência dos processos gerenciais (Sonza; Kloeckner, 2014), política de dividendos (Dalmácio; Corrar, 2007) e com a governança corporativa (Serafim, 2011). Estas pesquisas evidenciaram existir uma relação entre a estrutura de propriedade e da governança corporativa com a política de dividendos adotada pelas empresas brasileiras que atuam na bolsa de valores. Porém, de forma geral, foram analisadas empresas de diversos segmentos, sem considerar variáveis como o mercado atuante, leis, estrutura administrativa, se pública ou privada, entre outros, abrindo espaço para novos estudos que apresentem resultados sobre

estas relações. Nesse sentido, esta pesquisa pretende investigar: Qual a influência da concentração de propriedade e do nível de governança corporativa sobre a política de distribuição de dividendos nas empresas do segmento de energia elétrica listadas na B3, entre os anos 2012 e 2017?

No contexto do setor elétrico brasileiro, o que se verifica é a ocorrência de uma reestruturação nos últimos anos, devido ao aumento da demanda de distribuição e produção de energia elétrica, resultando na desverticalização de muitas empresas e maior participação da iniciativa privada (SERAFIM, 2011). Além disso, segundo Chagas (2008), o setor elétrico não se comporta como outros setores em geral, isso porque, por sua formação híbrida, oscilar entre a liberdade de negociação e o monopólio com regulação governamental por isso possuem diversas regras que limitam e controlam o seu funcionamento.

Assim, esta investigação tem caráter relevante para os estudos sobre a política de dividendos no setor elétrico, na medida em que investiga se a concentração de propriedade, muito comum entre as empresas brasileiras, e as práticas de governança corporativa influenciou nas decisões dos gestores sobre reter ou distribuir os lucros auferidos aos seus acionistas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica apresentada a seguir refere-se a política de dividendos, concentração de propriedade e a governança corporativa.

2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS, CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Pensar em uma política de dividendos adequada à empresa pode ser um diferencial para atrair novos investidores, para isso cada empresa precisa avaliar quais as melhores políticas a serem adotadas, tendo em vista os efeitos positivos e negativos que poderão resultar. Para Fonteles *et al.* (2012, p. 178), a política de dividendos “[...] consiste na implementação de uma deliberação tomada pela administração da empresa com relação à parcela do lucro líquido a ser retida na

empresa e, conseqüentemente, com relação à parcela a ser distribuída aos acionistas.”

A política de dividendos adotada pela companhia é entendida, entre outros fatores, como um importante aspecto, considerado pelos investidores, que pode influenciar o valor de mercado da empresa (Brandão; Crisóstomo, 2015). Trata-se da política de pagamentos que a companhia executa ao determinar como os acionistas serão remunerados, em termos de volume e parâmetros de distribuição.

A decisão sobre a porcentagem do lucro líquido a ser distribuída aos acionistas (*Payout*), é uma das escolhas mais significativas das empresas, pois pode influenciar o preço das ações. Basicamente, trata-se da decisão do quanto reter do lucro para futuros investimentos ou distribuí-los (Moenster, 1997). Assim, a política de dividendos adotada é diferente em cada empresa e é determinada visando atender aos objetivos dos proprietários e maximização da sua riqueza (Pereira, *et al.* 2015).

Muitas teorias surgiram com o propósito de contribuir para um melhor entendimento da dinâmica do mercado acionário e como fatores internos ou externos às companhias podem influenciar no melhor ou pior valor das ações. Entre as teorias de maior relevância que tratam das políticas de dividendos encontram-se: Teoria da Irrelevância dos Dividendos, proposta por Miller e Modigliani (1961), Teoria do Pássaro na Mão, de Gordon (1963) e Lintner (1962), Teoria da Preferência Tributária, por Damodaran (2002), a Teoria da Sinalização, proposta por Ross (1977) e a Teoria Residual, também da escola do mercado imperfeito.

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos (1961) se baseia na hipótese de um mercado perfeito, no qual não há conflitos, custos ou assimetria de informação entre compradores e vendedores de ações, o que se torna relevante nesta teoria é que os investidores estão mais interessados no retorno de seu capital no futuro, não relacionando-o essencialmente com o recebimento dos dividendos, ou seja, para esta corrente o valor das ações no mercado está mais associado à política de investimentos da empresa do que a distribuição dos lucros (Miller; Modigliani, 1961).

A segunda teoria, de Gordon (1959) e Lintner (1956), parte do pressuposto de que o mercado imperfeito oferece riscos e os investidores preferem receber dividendos a esperar ganhos de capital. Neste sentido, o valor das empresas está diretamente relacionado com a quantidade de dividendos distribuída, ou seja, “[...] o pagamento de dividendos correntes reduz a incerteza dos investidores, elevando consequentemente o preço das ações.” (Stroher; Moraes; Macêdo, 2017, p. 40).

A Teoria da Preferência Tributária, de Damodaran (2002), explica o efeito da tributação sobre a escolha dos investidores em receber dividendos, ou seja, segundo Corso, Kassai e Lima (2012, p. 159) “[...] havendo taxação de impostos sobre os ganhos de capital e os dividendos, de forma diferenciada, os acionistas tenderiam a escolher a opção que lhe trouxesse menos encargos tributários”.

A Teoria da Sinalização proposta por Ross (1977) se refere ao conteúdo informacional disponibilizado pelas empresas sobre o valor de suas ações. Dessa forma, para Black (1976) o aumento ou a diminuição de pagamento de dividendos indica aumento ou diminuição de fluxo de caixa e pode fazer crescer ou reduzir o preço das ações.

A Teoria Residual, conforme o que afirmam Procianoy e Poli (1993) trata do pagamento de dividendos quando há sobras de capital, ou seja, as decisões sobre quanto distribuir na forma de dividendos estão atreladas a não realização de outros investimentos que tenham retornos ótimos.

Em síntese, todos os acionistas têm direito de receber os dividendos, independentemente da forma como esta distribuição será realizada, desde que observados os mínimos exigidos, mas também é importante salientar que vários são os fatores que podem influenciar as escolhas dos acionistas sobre investir em determinadas empresa, o que faz com que os gestores tenham o desafio de alinhar interesses, supondo sempre que ambas as partes tenham como objetivo a maximização do valor da empresa.

A estrutura de propriedade se difere entre países, podendo ser dispersa ou concentrada. Para Bedicks (2008), nas corporações em que a propriedade é pulverizada ou dispersa, os conflitos de agência são observados principalmente na expropriação da riqueza dos acionistas, além disso, como o controle da

corporação pode ser exercido por controladores não proprietários, fica mais difícil assegurar que os interesses dos gestores e acionistas sejam convergentes.

Por outro lado, em países, como o Brasil, onde a composição acionária é mais encontrada, o conflito de interesse ocorre entre acionistas controladores e minoritários, uma vez que, tais empresas são administradas por acionistas controladores, estrategicamente posicionados para monitorar a gestão e têm o poder de expropriar acionistas minoritários. (La Porta *et al.*, 1999).

Rossetti (2011) ressalta que a concentração de propriedade pode resultar em duas situações. A primeira delas é o efeito-alinhamento, no qual a concentração de propriedade seria benéfica para a organização, na medida em que permite maior monitoramento por parte dos controladores, equilibrando os interesses entre acionistas e administradores e, conseqüente, reduzindo custos de agência. A segunda é o efeito-entrenchamento, nessa situação a concentração de propriedade é entendida como prejudicial para as organizações, pois a participação de acionistas com poder de propriedade e controle pode reduzir a autonomia da administração, além de trazer riscos de expropriação de acionistas minoritários e maiores custos de agência.

No contexto das companhias de capital aberto brasileiras, o que se percebe é uma alta concentração de ações em um grupo reduzido de investidores que detém maior poder de controle sobre as decisões da organização. Para Dami, Rogers e Ribeiro (2007) a concentração de propriedade pode trazer benefícios (efeito-alinhamento) quanto custos (efeito-entrenchamento) e decorre de fatores como o tamanho das empresas, o grau de instabilidade do mercado e a estrutura de seu capital, e que, predominantemente, nas empresas brasileiras há concentração de propriedade e os conflitos giram em torno das relações entre acionistas majoritários e minoritários.

Estudos realizados entre companhias europeias, norte-americanas e asiáticas, identificaram que entre os fatores determinantes para a concentração de propriedade nas empresas estão o grau de regulação dos setores, o tamanho da firma e a instabilidade dos mercados de atuação (SIQUEIRA, 2002).

Segundo Coutinho, Amaral e Bertucci (2006), a concentração de propriedade nas empresas brasileiras é benéfica do ponto de vista financeiro, isso porque o controlador utiliza-se de seu direito ao voto para decidir emitir um volume maior de ações sem direito ao voto para captação de recursos, gerando um problema característico da estrutura concentrada, o problema de agência entre o acionista controlador e os minoritários.

A Governança Corporativa (GC), neste sentido, aparece como um meio de proteger as relações entre acionistas ou gestores, tentando solucionar os problemas de agência, em benefício ao desenvolvimento da empresa.

Conforme Almeida *et al.* (2010), a GC tem sido de grande interesse nos últimos anos devido aos escândalos corporativos que ocorreram nas empresas norte-americanas, às privatizações e outras mudanças que provocaram transformações no mercado financeiro e levaram à necessidade de se estabelecer maior transparência e alinhamento dos interesses nas corporações.

Para Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007) entender a GC está associado à compreensão do problema da agência, na medida em que esta está diretamente relacionada à separação entre propriedade e controle, necessária à captação de recursos para a empresa.

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo, Bovespa (B3), criou no ano de 2000, níveis de Governança Corporativa. Cada um destes níveis possui algumas características próprias que as empresas devem adotar com relação às práticas de GC. Conforme Serafim (2011, p. 11), estes níveis têm como objetivo “[...] proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.” Dessa forma, a maior adesão das empresas aos níveis diferenciados de GC pode contribuir para maior captação de recursos ao oferecer maior transparência para investidores.

2.2 SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

As transformações pelas quais o setor elétrico brasileiro tem passado nos últimos anos são decorrentes de dificuldades encontradas com inadimplências,

disparidades entre a oferta e procura, recuperação de investimentos, entre outras, fazendo com que as empresas de distribuição de energia elétrica tenham que enfrentar grandes desafios, principalmente no que diz respeito à inovação de seus processos e os recursos despendidos para atender a estas novas configurações (Ramos; Gondim, 2017).

No século XIX surgiram as primeiras empresas exploradoras de energia elétrica. Esta atividade exploratória não dispunha de legislação específica e as concessões eram realizadas pelos governos federal, estadual ou municipal (Araújo, 2002). Segundo Araújo (2002, p. 47), “[...] um dos aspectos fundamentais do modelo implantado neste período é o reconhecimento da indústria de energia elétrica como a prestação de um serviço de utilidade pública”.

Na década de 1950 a estatização do setor elétrico brasileiro foi reforçada pela criação de outras empresas federais e estaduais sob a liderança da Eletrobrás, responsável pelo controle e financiamento do setor, modelo que ficou consolidado com a criação da Itaipu em 1984 (Araújo, 2002).

O modelo estatal foi questionado na década de 1980, quando a crise econômica impactou fortemente o setor elétrico, conforme Lorenzo (2002, p. 161) “O elevado crescimento da dívida externa, ao mesmo tempo em que havia redução das tarifas e das transferências, reduzia a possibilidade de investimentos”. A situação do setor elétrico brasileiro impossibilitava a sua expansão, e, pressionadas pela ameaça de falta de energia e interesses conflituosos de empresas privadas ligadas ao setor, as empresas têm na privatização uma possibilidade de resolução do endividamento e da expansão (Lorenzo, 2002).

Segundo Taffarel (2015), os setores de utilidade pública requerem investimentos elevados que, muitas vezes, somente o Estado não consegue prover, necessitando do capital privado, ficando ao Estado a responsabilidade de definir regras para o seu funcionamento. A principal questão, neste sentido, se concentra no risco regulatório que as empresas privadas correm ao investir seu capital onde há intervenção estatal.

Atualmente, o setor elétrico brasileiro possui empresas públicas e privadas, coordenadas pelo Operador Nacional do Sistema (ONS), porém ainda o que se pode perceber é a predominância do Estado no setor (Lorenzo, 2002).

A relação entre Estado e capital privado é fundamental para a ampliação da infraestrutura do Setor Elétrico Brasileiro, diante da importância do setor e a demanda crescente. Assim, para o sucesso destas parcerias é necessária uma combinação de políticas eficazes, financiamentos e estabilidade das ações governamentais, que assegurem os investimentos (Taffarel, 2015).

Taffarel (2015) destaca ainda que um equilíbrio entre as ações regulatórias é outro fator importante nestas relações entre capital público e privado, na medida em que os interesses dos investidores e dos consumidores são divergentes e cabe ao Estado regular estas disparidades.

Neste sentido, estratégias utilizadas pelas empresas, como as políticas de dividendos adotada, pode contribuir para novos e melhores investimentos. Com isso, a adoção de práticas de GC pelas organizações do SEB tornam mais transparente e seguras as relações econômicas.

Esta estrutura organizacional dividida entre o controle estatal e privado nem sempre foi a que prevaleceu ao longo da história do Setor Elétrico Brasileiro. Segundo Mercedes, Rico e Pozzo (2015) o aumento da demanda de energia elétrica pelos diversos setores econômicos e residenciais fez com que fosse preciso uma intervenção estatal a fim de injetar nesta prestação de serviços a infraestrutura necessária para seu desenvolvimento. Conforme os mesmos autores, neste período de convergência entre o público e o privado não havia políticas de expansão para o setor e as decisões que envolviam as empresas eram tomadas com base nas características individuais de cada uma. Assim, coube ao Estado organizar um planejamento para a expansão do setor para sustentar a demanda com uma oferta estruturada.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa tem por objetivo analisar e descrever a relação entre a concentração de propriedade e as práticas de governança corporativa nas

decisões sobre a distribuição de dividendos das companhias de energia elétrica que atuam no Brasil e estão listadas na B3. A partir das características da investigação, o estudo enquadra-se como pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa.

A coleta dos dados necessários para confecção das variáveis foi feita junto aos demonstrativos financeiros e as notas explicativas divulgadas pelas empresas do setor de energia elétrica da B3, que compuseram a amostra da pesquisa, entre os anos de 2012 e 2017.

Para o seu desenvolvimento primeiramente foram estruturadas as variáveis dependentes ou explicadas, que se relacionam com a política de dividendos das companhias, de acordo com os dados coletados nos demonstrativos financeiros. Depois, determinou-se o percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista destas companhias, para auferir a concentração de propriedade. Em seguida, foram classificadas as empresas listadas no segmento de energia elétrica da B3, entre 2012 e 2017, quanto aos níveis de governança (Novo Mercado, Nível 1 GC e Nível 2 GC).

Quadro 1 - Variáveis da pesquisa

Variáveis		Métrica
DEPENDENTES	Dividendos	Proporção de dividendos em relação ao Ativo Total
	Pagamento de dividendos	Dividendos em relação ao lucro líquido do exercício
INDEPENDENTES	Concentração de propriedade	Porcentual de ações ordinárias em posse do maior acionista
	Governança Corporativa	Variável categórica que receberá valor "1" quando a empresa da amostra é listada nos níveis de GC da B3 e "0" quando não.
CONTROLES	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do ativo total
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido
	Alavancagem Financeira Líquida	Relação entre o ROE e ROA

Fonte: Os autores (2020).

Conforme o Quadro 1, além das variáveis explicativas relacionadas com o problema de pesquisa, foram empregadas no estudo três variáveis de controle: i) tamanho da empresa; ii) retorno sobre o PL; e iii) alavancagem financeira

líquida; que podem impactar os resultados, por essa razão foram controladas na pesquisa.

Inicialmente realizou-se análises descritivas com todas as variáveis da pesquisa por meio de estatísticas descritivas (média, desvio-padrão e coeficientes de variação). Em seguida, foi evidenciado o poder explicativo da concentração de propriedade e da governança corporativa sobre a política de dividendos das empresas listadas no segmento de energia elétrica da B3, por intermédio de análise estatística de dados em painel.

A população da pesquisa compreendeu as empresas listadas no segmento de energia elétrica da B3, entre os anos de 2012 a 2017. E a amostra, um total de 58 empresas, é formada pelas companhias que disponibilizaram os dados necessários para compor as variáveis empregadas no estudo, durante o período da pesquisa.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

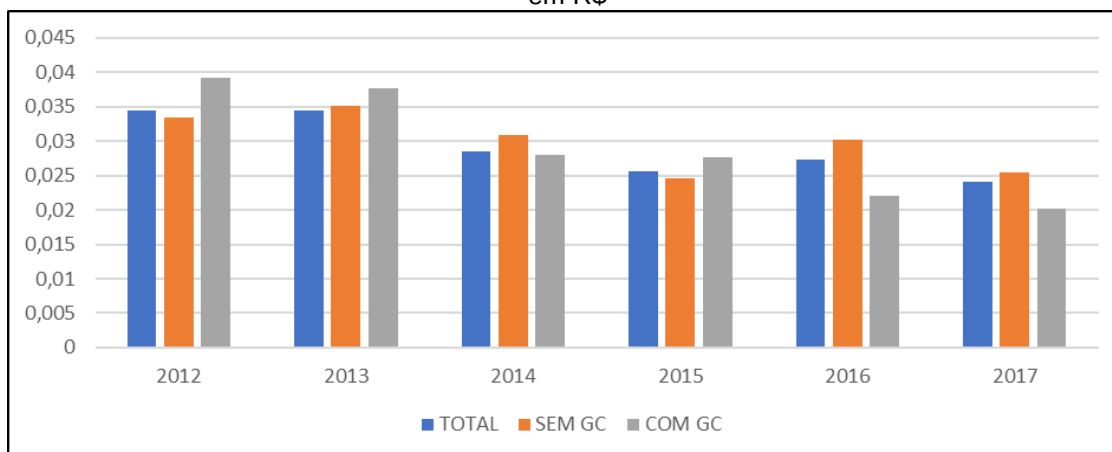
Nesta seção são apresentadas as análises descritivas das variáveis explicadas no estudo e, também, das variáveis explicativas formadas por valores monetários. Para na sequência evidenciar os achados resultantes da análise de dados em painel.

4.1 ANÁLISES DESCRITIVAS

A amostra da pesquisa contou com 58 empresas, 86% têm estrutura de propriedade concentrada, enquanto 14% é pulverizada. Deste total, 36 empresas não estão inseridas em algum nível de GC da B3 e 22 estão. Das empresas que estão inseridas em um dos níveis de GC, 41% encontravam-se no Novo Mercado (9 empresas), 32% no Nível 1 (7 companhias) e 27% no Nível 2 (6 empresas), ainda do total de empresas que estão em um dos níveis de GC, 55% delas têm controle acionário privado (12 companhias), enquanto em 45% o controle é público.

O Gráfico 1 mostra a quantidade média de distribuição de dividendos em R\$, por ano levando em conta a distinção entre as empresas dos níveis de governança corporativa e as que não se encontram nessa condição.

Gráfico 1 – Distribuição média de dividendos das companhias do setor elétrico – 2012 a 2017 – em R\$



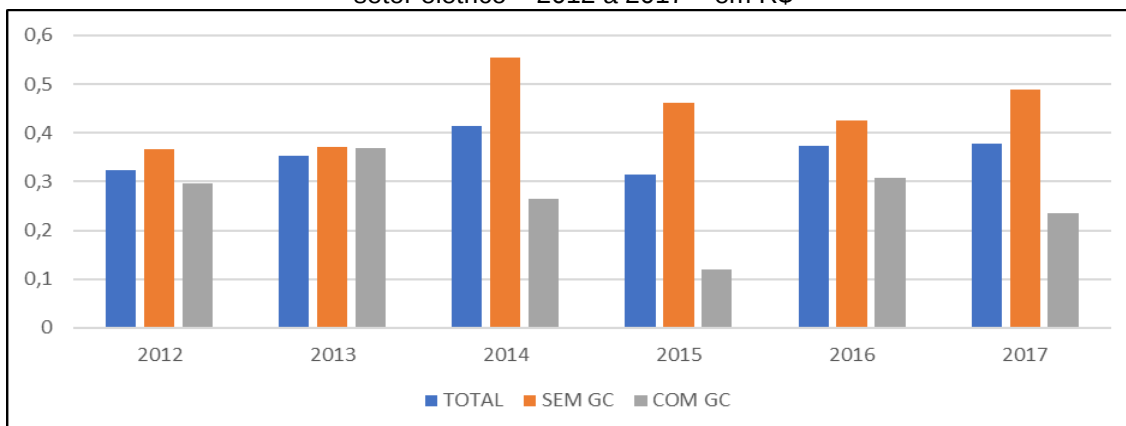
Valores deflacionados pelos IPCA para dezembro/2011.

Fonte: Dados da pesquisa (2020)

Analisando-se o Gráfico 1 é possível perceber que a distribuição de dividendos em maior ou menor número dependeu, neste período, do ano analisado e não, especificamente, se a empresa se encontra ou não inserida em um dos níveis de Governança Corporativa.

A variável relativa ao pagamento de dividendos diz respeito à proporção que foi paga em dividendos do resultado líquido das companhias em cada ano, indicando a média da parcela do lucro líquido que foi destinada aos acionistas, pelas empresas analisadas (Gráfico 2).

Gráfico 2 - Pagamento médio de dividendos em relação ao lucro líquido das companhias do setor elétrico – 2012 a 2017 – em R\$



Valores deflacionados pelos IPCA para dezembro/2011.

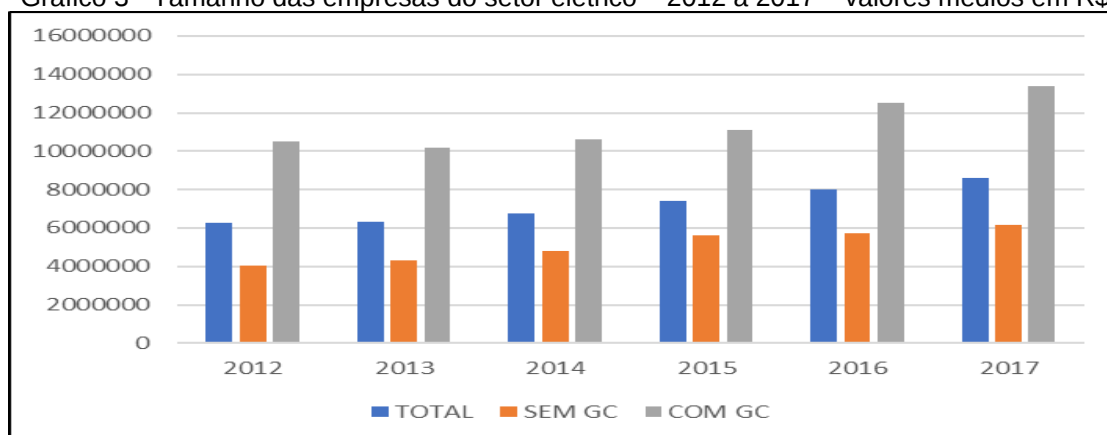
Fonte: Dados da pesquisa (2020)

Na perspectiva geral, a média dos dividendos pagos pelas empresas de 2012 a 2017 ficou entre R\$ 0,30 e R\$ 0,40 e, em todo o período analisado as maiores parcelas de pagamento de dividendos ficaram entre as empresas que não fazem parte de nenhum nível de GC, da B3.

A relação entre o tamanho da empresa e a distribuição de dividendos foi analisada por autores como Mota (2007), Famá e French (2001) e Fonteles *et al.* (2012), e, com os resultados, ficou evidente que há uma relação diretamente proporcional entre os dois fatores, ou seja, quanto maior for a empresa, maior será a distribuição de dividendos.

O Gráfico 3 apresenta o tamanho das empresas do segmento de energia elétrica da B3, no período de 2012 a 2017.

Gráfico 3 - Tamanho das empresas do setor elétrico – 2012 a 2017 – valores médios em R\$



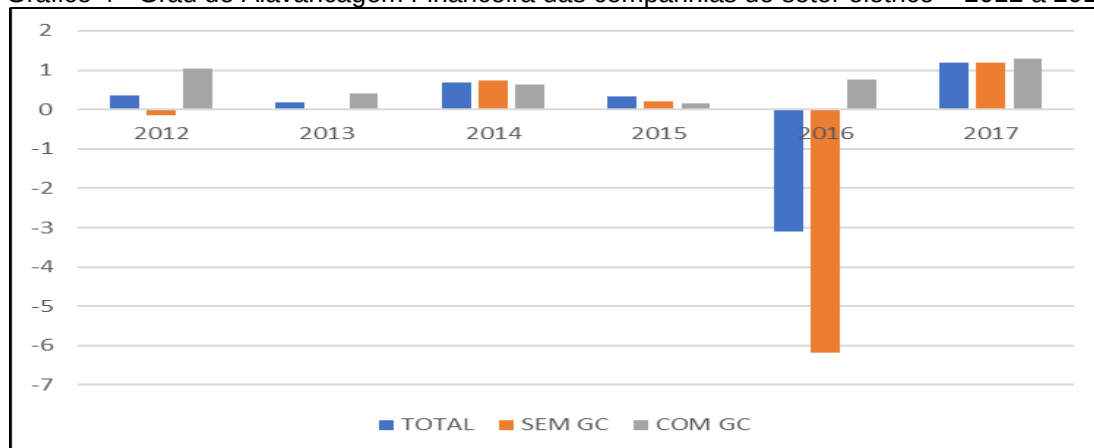
Fonte: Dados da pesquisa (2020)

Ao longo do período analisado é possível verificar que as empresas do segmento de energia elétrica, da B3, apresentaram crescimento em tamanho. Além disso, pela composição evidenciada no Gráfico 3, verifica-se que as empresas enquadradas nos níveis de Governança Corporativa são maiores em tamanho do que as empresas que não possuem as políticas de GC.

O retorno dos investimentos realizados pelos acionistas se concretiza no recebimento dos dividendos e isso só revelará uma vantagem aos acionistas se a empresa apresenta uma atividade rentável. Para evidenciar a situação das companhias estudadas, foram utilizados os índices de Retorno sobre Ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Os índices de rentabilidade demonstram qual o retorno dos investimentos realizados pela empresa e a relação entre estes índices evidencia o quanto do capital de terceiros financia a rentabilidade da empresa (Martins *et al.*, 2015).

Tanto o ROE quanto o ROA demonstraram que as empresas analisadas não possuem retornos suficientes sobre os seus investimentos ou sobre seus ativos, respectivamente. Neste sentido, a combinação destes dois índices de rentabilidade pode ser verificado pelo Grau de Alavancagem Financeira (GAF), Gráfico 4, se este for superior a 1 o endividamento é favorável aos investidores, pois revela um ganho de capital, enquanto que, se for inferior a 1, o grau de endividamento da empresa está superior ao retorno que se espera dos seus ativos (Martins *et al.*, 2015).

Gráfico 4 - Grau de Alavancagem Financeira das companhias do setor elétrico – 2012 a 2017



Fonte: Dados da pesquisa (2020)

Evidencia-se, no Gráfico 4, que o GAF das empresas em um panorama geral, apresenta valores acima de 0 em quase todos os anos, exceto em 2016 que apresentou valores negativos. De forma mais específica, comparando as empresas por grupo, pode-se perceber que os resultados foram diversificados. Em 2012, 2013 e 2016 as empresas com GC foram as que mais representaram o índice total, e em 2014 e 2017 foram as empresas sem GC que tiveram maior representatividade, embora apenas em 2017 os valores ficaram acima de 1, indicando um índice favorável aos investidores, conforme afirma Martins *et al.* (2015).

4.2 ANÁLISES EM PAINEL

A análise de dados em painel busca evidenciar se: i) a distribuição de dividendos está relacionada à inclusão da companhia em um dos níveis de Governança Corporativa; ii) a distribuição de dividendos está relacionada com a estrutura acionária, concentrada ou dispersa, das companhias; e iii) a distribuição de dividendos está associada, conjuntamente, aos níveis de GC e à estrutura de propriedade e controle.

O primeiro passo é determinar qual método deve ser empregado, os resultados indicaram que o método a ser utilizado, nas análises com investimentos públicos é o de Efeitos Aleatórios (Tabela 1).

Tabela 1 - Testes para determinar método de análise em painel

Teste de Chow	Prob > F	0,000
Teste de Breusch – Pagan	Prob > Chi ²	0,000
Teste de Hausmann	Prob > Chi ²	0,262

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

O teste de significância conjunta das diferenciações das médias de grupo dado por $F(41,165) = 3,89182$ com p-valor 0,000 identificou que um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (*pooled*) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos (EF).

Para o teste de Bresch-Pagan, a hipótese nula variância do erro de unidade-específica, identificou um p-valor = 0,000. A estimativa de Breusch-

Pagan revelou que um *p*-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (*pooled*) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios (EA).

O último teste é o de Hausman, que verifica quais dos métodos, EF ou EA, é o mais adequado para a análise. Se os resultados indicarem um *p*-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos. Como o teste identificou um *p*-valor = 0,262, ou seja, acima de 0,05, o indicado para a análise é o método de efeitos aleatórios.

Na Tabela 2 são apresentados os resultados da análise de dados em painel, com o objetivo de determinar se a concentração de propriedade e/ou os níveis de governança corporativa influenciaram a distribuição de dividendos das companhias do segmento de energia elétrica da B3, entre os anos de 2012 a 2017.

Tabela 2 - Análise de dados em painel do pagamento de dividendos das companhias do segmento de energia elétrica da B3 – 2012 a 2017 – Efeitos Aleatórios

Variáveis Independentes	Coefficientes	Erro Padrão	Estatística Z	P-valor	Sig.
Constante	0,81405	1,54771	0,526	0,5989	
Concentração	-0,00566	0,00648	-0,873	0,3826	
GC	0,73033	0,34006	2,148	0,0317	**
Tamanho da Empresa	0,66933	0,09667	6,924	0,000	***
ROE	4,21345	0,57918	7,275	0,000	***
GAF	0,01461	0,01072	1,363	0,173	

Significância: ***=1%; **=5% e *=10%

Fonte: Dados da pesquisa (2020)

Os resultados da Tabela 2 evidenciaram que, a Concentração de Propriedade, que demonstrava ser um fator que influenciava a distribuição de dividendos, pelos estudos mencionados nesta pesquisa, nesta análise, especificamente, não foi estatisticamente significativa para a distribuição de dividendos.

A governança corporativa, que traz maior transparência para os investidores, apresentou significância quanto a variável dependente, ou seja, demonstrou estatisticamente influenciar na distribuição de dividendos das

empresas do setor de energia elétrica da B3, devido ao seu sinal positivo. Ou seja, encontrar-se listada nos níveis de GC contribuiu para aumentar a distribuição de dividendos aos acionistas.

O tamanho da empresa também se mostrou estatisticamente significativo e o seu sinal foi positivo, com isso, quanto maior a empresa maior a probabilidade de distribuição de dividendos para os acionistas, que investem em companhias que integraram o segmento de energia elétrica da B3, no período de 2012 a 2017.

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) foi outra variável que se mostrou influente quanto à distribuição de dividendos das empresas do setor de energia elétrica da B3. Devido ao seu sinal positivo, indica que quanto maior o ROE maior a possibilidade de distribuição de dividendos aos investidores.

O Grau de Alavancagem Financeira (GAF), entretanto, não apresentou significância sobre a distribuição de dividendos. O GAF já havia apresentado valores relativamente baixos em todas as empresas no período, conforme o Gráfico 4, o que revela que as empresas conseguiam sustentar suas atividades sem endividamento externo, quanto menor for o índice encontrado menor o risco que os acionistas encontram ao investir na companhia.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A inserção das companhias de capital aberto nos níveis de governança corporativa da B3 é um dos métodos para atrair o interesse dos investidores pela transparência nas informações que as empresas devem prestar, bem como, as políticas de distribuição de dividendos adotadas pelas companhias, que podem ser consideradas como um fator de influência para aumentar ou diminuir o número de investidores das companhias, embora no caso das empresas de capital aberto brasileiras exista um elemento que pode vir a impactar estas estratégias, a estrutura de propriedade, que na maioria das empresas é concentrada.

As análises descritivas indicaram que a distribuição de dividendos difere-se em razão do ano analisado. Ademais, constata-se uma ligeira média de

pagamentos de dividendos em empresas que não estão inseridas em algum nível de GC.

Com relação ao tamanho da empresa, como evidenciado por autores como Mota (2007), Famá e French (2001), entre outros, a distribuição de dividendos é diretamente proporcional ao tamanho da empresa e, além disso, as empresas que estão nos níveis de GC apresentaram os melhores resultados em comparação as que não estão inseridas nestes níveis.

Quanto ao ROA foi possível identificar que as empresas não têm retorno suficiente para suprir suas atividades, além disso, o ROE reitera esta situação, identificando que as empresas também não possuíam, de 2012 a 2017, valores suficientes para garantir retorno ao capital investido. Analisando-se os resultados em relação à inserção das empresas em algum nível de GC, foi possível verificar que não há uma correlação entre as variáveis.

Com relação à análise de dados em painel, identificou-se que a concentração de propriedade que, *a priori*, poderia ser um fator que influenciaria na maior ou menor distribuição de dividendos, não se mostrou influente para a distribuição de dividendos junto às empresas do segmento de energia elétrica da bolsa de valores brasileira, no período de 2012 a 2017.

A relação entre a distribuição de dividendos e a Governança Corporativa, nas análises de dados pelos gráficos não foi identificada a proporcionalidade direta entre as variáveis, pois analisou-se a distribuição de dividendos de cada grupo em relação à distribuição total. Entretanto, na análise em painel ficou evidente que a distribuição de dividendos está diretamente relacionada com a inserção das companhias em um dos níveis de Governança Corporativa da B3. Indicando que as empresas que estavam inseridas em algum nível de GC distribuíram uma média de dividendos maior do que as empresas que não estavam listadas em algum dos níveis de GC da B3

O tamanho da empresa foi uma das variáveis em que mais deixou evidente a relação com a distribuição de dividendos, reafirmando a hipótese de que quanto maior a empresa, maior a distribuição de dividendos.

O índice ROE apresentou significância sobre a variável distribuição de dividendos, devido ao fato de que é um índice que está diretamente relacionado

ao retorno do investimento dos acionistas, qualquer variação deste resultado reflete na mesma proporção sobre a distribuição de dividendos das companhias.

Em contrapartida, a variável Grau de Alavancagem Financeira (GAF) não apresentou significância sobre a distribuição de dividendos, o que, acredita-se, tenha ocorrido devido à semelhança deste índice com a política de dividendos adotada pela empresa, pois, comparativamente, ambas são fatores que podem interessar os acionistas e influenciar na decisão sobre seus investimentos.

Diante dos resultados da presente pesquisa, pode-se concluir que a distribuição de dividendos, nas empresas de capital aberto, que integravam o segmento de energia elétrica da bolsa de valores brasileiros, no período de 2012 a 2017, foi influenciada diretamente pelos níveis de governança corporativa da B3, porém, a concentração de propriedade não exerceu essa influência.

Por fim, ressalta-se que os resultados da presente pesquisa se limitam ao grupo de empresas pesquisadas e ao período de análise, 2012 a 2017, não se recomendando sua extrapolação para outros grupos de companhias ou períodos diferentes dos utilizados neste estudo.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M. A. *et al.* Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: um estudo das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 14, n. 5, p. 907-924, set./out. 2010

ARAÚJO, R. J. P. **A reestruturação do mercado de Energia Elétrica no Brasil**: uma análise através do paradigma estrutura-conduta-desempenho. 2002. Dissertação. (Mestrado em Administração). Núcleo de Pós-Graduação em Administração da UFBA. FADM/UFBA: Bahia, 2002.

BEDICKS, H. **Governança corporativa e dispersão de capital**: múltiplos casos no Brasil. 1.ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança corporativa da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**. Rio de Janeiro, v. 13, n. 3, p. 438-469, jul. 2015.

CHAGAS, M. E. **Setor Elétrico Brasileiro**: o modelo após a reforma de 2004. 2008. Monografia. (Graduação em Ciências Econômicas). Departamento de Ciências Econômicas da UFSC. UFSC: Florianópolis, 2008. Disponível em: < tcc.bu.ufsc.br/Economia293348.pdf>. Acesso em 28 mai. 2023.

CORSO, R. M.; KASSAI, J. R.; LIMA, G. A. F. S. Distribuição de Dividendos e de Juros Sobre o Capital Próprio *Versus* Retorno das Ações. **REPeC – Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v.6, n. 2, p. 154-169, abr./jun. 2012.

COUTINHO, E. S.; AMARAL, H. F.; BERTUCCI, L. A. O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 41, n. 2, p. 197-207, 2006.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas o grau de concentração acionária. **Contextus Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Universidade Federal do Ceará, v. 5, n. 2, jul./dez. 2007.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation**: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2ed. Nova Iorque, 2002.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3-43, 2001.

FIORINI, F. A.; ALONSO JUNIOR, N.; ALONSO, V. L. C. Governança corporativa: conceitos e aplicações. In: Simpósio de Excelência em Gestão e

Tecnologia, 13, 2016, Resende. **Anais...** Resende, RJ: AEDB, 2016. Disponível em: < <https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos16/19524178.pdf>>. Acesso em 15 mai. 2023.

FONTELES, I. V. et al. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade de Vista e Revista**. Belo Horizonte, v. 23, n. 3, p. 173-204, jul./set. 2012.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**. v. 18, n.2, p.264-272, mai. 1963.

HAHN, A. V, NOSSA, S. N, TEIXEIRA, A. J. C & NOSSA, V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de *payout* das empresas brasileiras negociadas na BOVESPA. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p. 15-48, 2010.

JENSEN, M. MECKLING, H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. 1976.

LA PORTA, et al. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, apr. 1999.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review Economics and Statistics**. v. 44, n.3, p.243-269, ago. 1962.

LORENZO, H. C. de. O setor elétrico brasileiro: passado e futuro. **Revista Perspectivas**. São Paulo, p. 147-170, 2002.

MARTINS, H. H.; GOES, T. H. M.; SHIKIDA, P. F. A.; GIMENES, R. M. G.; PIACENTI, C. A. Estrutura de capital e alavancagem financeira de empresas da Agroindústria canavieira: um estudo multicaso para o Centro-Oeste. **Gestão & Regionalidade**, v. 31, n. 93,. Universidade Municipal de São Caetano do Sul São Caetano do Sul, Brasil, set./dez., 2015, pp. 76-93.

MENDES, Andréa Paula Segatto. **Teoria de agência aplicada a análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade – empresa**. Tese. (Doutorado em Administração) – FEA/USP, São Paulo, 2001.

MERCEDES, S.; RICO, J.; POZZO, L. Uma revisão histórica do planejamento do setor elétrico brasileiro. **Revista USP**, n. 104, p. 13-36, 5 mar. 2015.

MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, oct. 1961.

MOENSTER, S. M. **Política de Distribuição de Dividendos**. 46 fl. Monografia. (Bacharel em Ciências Contábeis) – Universidade Estadual de Santa Catarina, Departamento de Ciências Contábeis, Florianópolis, SC, 1997.

MOTA, D. C. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil**. Dissertação, (Mestrado). Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, 2007. EAESP-FGV, São Paulo, SP, Brasil. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/2311>>. Acesso em: 14 jun. 2019.

PEREIRA, R. M. *et al.* Estrutura de Capital e Política de distribuição de Dividendos no Brasil: um Estudo de Caso da MRV Engenharia e Participações S.A. In: Simpósio de Excelencia em Gestão e Tecnologia, XII, 2015, Resende, RJ, **Anais...** Resende, RJ: ANPEC, 2015. Disponível em: <<https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos15/22822237.pdf>>. Acesso em 27 mar. 2019.

PROCIANOY, J. L.; POLLI, B. T. C. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 33, São Paulo, p. 6-15, jul./ago. 1993.

RAMOS, A.; GONDIM, C. E. **Os desafios do setor elétrico brasileiro: avanços esperados frente à transformação global**. Strategy&: São Paulo, 2017.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. **The bell journal of economics**, p. 23-40, 1977.

ROSSETI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2011.

SANT'ANA, N. L. S. *et al.* Concentração de propriedade e desempenho: um estudo nas empresas de capital aberto do setor de energia elétrica. **Revista de Gestão e Produção**. São Carlos, Juiz de Fora, MG, jan. 2017.

SERAFIM, L. S. **Influência da governança corporativa nas ações do setor elétrico brasileiro: uma análise através da medida Ômega**. Relatório Final do PIBIC. Centro de Ciências Sociais. Departamento de Administração PUC-RJ: Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <www.puc-rio.br/pibic/relatorio.../CSS/.../ADM-Leonardo%20Soares%20Serafim.pdf>. Acesso em 24 abr. 2018.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SIRQUEIRA, A. B. de; KALATZIS, A. E. G.; TOLEDO, F. M. B. de. Boas práticas de governança corporativa e otimização de portfólio: uma análise comparativa. **Revista de Economia**. Brasília, v. 7, n. 3, p. 521-544, set./dez. 2007.

STRÖHER, J. R.; MORAIS, I. A. C. de; MACÊDO, G. R. de. Análise da política de dividendos: uma aplicação de regressão quantílica. **RGSN - Revista Gestão, Sustentabilidade e Negócios**, Porto Alegre, v. 5, n. 1, p. 37-61, jun. 2017.

TAFFAREL, M. **Análise das relações entre perfil e intensidade das legislações regulatórias e o risco das ações de empresas do Setor de Energia Elétrica Brasileiro**. 155 fls. Tese. (Doutorado) - Administração Estratégica. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Curitiba, PR: PUC-PR, 2015.