

Relação dos Dividendos Distribuídos e Níveis de Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras de Energia Elétrica

ERICA SOUZA DA SILVA

Centro Universitário Alves Faria (UNIALFA)

LIGIANE MUNIZ PINTO

Centro Universitário Alves Faria (UNIALFA)

PAULA ROBERTA COSTA E SILVA DE MORAIS

Centro Universitário Alves Faria (UNIALFA)

MARCUS VINÍCIUS RODRIGUES LIMA

Centro Universitário Alves Faria (UNIALFA)

Resumo

No Brasil, a remuneração aos sócios é feita de forma mais comum com a distribuição de dividendos, podendo ser considerada como a parcela do lucro líquido distribuído aos acionistas, por meio de pagamento e que normalmente são feitos em dinheiro, pelo capital investido na empresa. No setor elétrico brasileiro, observa-se que as empresas são vistas como boas pagadoras de dividendos e que o nível de governança corporativa possui relação com a regularidade de pagamentos de dividendos aos acionistas preferenciais, motivo pelo qual, esse setor foi escolhido para este estudo. Assim, o objetivo desta pesquisa foi verificar a relação entre os dividendos distribuídos e os níveis de governança corporativa nas empresas brasileiras de energia elétrica listadas na B3 - antiga BM&FBovespa - entre 2010 e 2016. O estudo foi dividido em duas partes, abordando inicialmente os conceitos dos níveis de governança corporativa e, posteriormente, os aspectos teóricos das variáveis relacionadas à distribuição de dividendos. A pesquisa teve como amostra as 44 empresas listadas na B3 no setor de energia elétrica. Os dados foram coletados a partir das demonstrações financeiras período analisado, através de uma análise de regressão utilizando a base de dados Economatica® e manipulados no software Stata®. Os resultados encontrados demonstraram que os níveis de governança corporativa apresentam uma relação estatisticamente significativa de 18,87% no comportamento da distribuição de dividendos, indicando que as empresas com nível de governança corporativa maiores apresentaram melhores resultados em relação ao nível tradicional. No que tange as variáveis que influenciam na distribuição de dividendos, apontaram que, a variável Alavancagem não possui poder de explicação na distribuição, e as variáveis Tamanho, ROA e Governança Corporativa apresentaram uma melhor relação com a distribuição de dividendos.

Palavras chave: Distribuição de Dividendos; Governança Corporativa; Setor de Energia Elétrica.

1 Introdução

Em junho de 2001, a B3 dividiu as companhias em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Esses três novos segmentos possuem regulamentos próprios e têm por objetivo estimular o mercado de ações mediante a conquista de novos investidores, bem como a valorização das empresas que negociam nesses segmentos (Ferreira e Silva, 2016)

No Brasil, a remuneração aos sócios é feita de forma mais comum com a distribuição de dividendos, podendo ser considerada como a parcela do lucro líquido distribuído aos acionistas, por meio de pagamento e que normalmente são feitos em dinheiro, pelo capital investido na empresa (Fonteles, Peixoto, Vasconcelos e De Luca 2012).

No setor elétrico brasileiro, observa-se que as empresas são vistas como boas pagadoras de dividendos (Taraborelli, 2014) e pelo que afirmam (Bachmann, DeAzevedo e Clemente, 2012) o nível de governança corporativa possui relação com a regularidade de pagamentos de dividendos aos acionistas preferenciais. Segundo Ribeiro, Alves, Taffarel e Menon (2017), os serviços de utilidade pública são relevantes para o desenvolvimento econômico, financeiro e social dos países como o de fornecimento de energia elétrica. Além disso, o setor brasileiro de energia elétrica destaca-se internacionalmente, representando cerca de 2% da energia elétrica mundial.

Logo, o objetivo geral é verificar a relação entre os dividendos distribuídos e os níveis de governança corporativa nas empresas brasileiras de energia elétrica no período de 2010 a 2016. Para tanto, busca-se (1) comparar o comportamento da distribuição dos dividendos entre os níveis de governança corporativa; e (2) verificar se outras variáveis influenciam no comportamento da distribuição dos dividendos das empresas da amostra.

Nessa perspectiva, o presente estudo contribui no intuito de evidenciar que os níveis de governança corporativa possuem relação na distribuição de dividendos, visto que as empresas listadas na B3 são obrigadas a distribuir uma parcela de seus lucros estabelecida pela Lei 6.404/76. Entretanto, Vancin (2013) ressalta que muitas companhias optam por distribuir valores acima do valor mínimo legal.

A pesquisa teve como amostra as 44 empresas listadas na B3 no setor de energia elétrica. Os dados foram coletados a partir das demonstrações financeiras dos exercícios anuais do espaço temporal de 2010 a 2016, através da base de dados Economatica® e manipulados no software Stata®.

Além desta introdução, o estudo conta com outras quatro seções. Na segunda seção será apresentada plataforma teórica. Na terceira seção estão descritos os métodos de pesquisa aplicados. Na quarta seção serão apresentados os resultados da pesquisa. Por fim, são apresentadas as conclusões do estudo.

2 Plataforma Teórica

Esta seção traz o referencial teórico que fundamenta a pesquisa. Inicialmente discorrem-se os conceitos de governança corporativa e dos seus diferentes níveis de governança corporativa (NDGC). A segunda parte faz uma explanação acerca das variáveis relacionadas à distribuição de dividendos.

2.1 Os Níveis de Governança Corporativa

No Brasil, em 2000, a B3 implantou os níveis diferenciados de governança corporativa com a intenção de atrair novos investidores e valorizar as companhias, tendo em vista que, com essa implantação a divulgação das informações são mais completas para o público interessado, reduzindo o risco de investimento (B3, 2017).

Ainda conforme a B3 (2017), os segmentos especiais de listagem foram criados quando se percebeu que era preciso adequá-los aos diferentes perfis de empresas, todos esses segmentos possuem regulamentos próprios de governança corporativa, que vão além das obrigações que as companhias têm perante a lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.). Esses níveis foram criados com o objetivo de destacar as empresas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa para os investidores que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem (Bachmann, DeAzevedo & Clemente, 2012).

Segundo a B3 (2017), as empresas que adotam as exigências desses níveis terão alguns benefícios, dentre os quais, podem ser citados conforme a tabela 1 a seguir:

Tabela 1

Benefícios dos níveis de governança corporativa

USUÁRIOS DA INFORMAÇÃO	BENEFÍCIOS
Investidores	Maior precisão na precificação das ações, maior segurança quanto aos seus direitos societários, redução do risco;
Empresas	Maior demanda por suas ações, menor custo de capital;
Mercado Acionário	Aumento de liquidez

Fonte: B3 (2017)

Pode-se dizer que a adoção às práticas diferenciadas de governança corporativa torna o mercado acionário uma melhor alternativa, devido ao aumento na demanda pelas ações da empresa, fazendo com que os investidores enfrentem em menor risco (DaSilva, Nardi & Pimenta, 2012).

Em 2001 a B3 inaugurou um projeto voltado ao incentivo das práticas de governança corporativa, que incluiu inicialmente a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC), dividindo as companhias em Nível 1, Nível 2 e Novo mercado (Ferreira & Silva, 2016). Sendo que o Nível 1 tem o menor grau de exigências e o Novo mercado o maior grau (Costa, Almeida & Scalzer, 2006).

O nível 1 apresenta o menor número de regras e poucas são as diferenças em relação à Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6404/76), como por exemplo a circulação mínima de 25% das ações, divulgação de demonstrações financeiras trimestrais, não ter partes beneficiárias, entre outras (DaSilva, Nardi & Pimenta, 2012).

As companhias listadas no nível 2 adotam um conjunto de regra mais amplo de práticas de governança corporativa, prioriza e amplia os direitos dos acionistas minoritários. As empresas do nível 2 possuem ações preferenciais, o que as diferenciam das empresas do Novo Mercado. Por essa razão, esse nível é voltado para as empresas que já possuem ações preferenciais negociadas na B3 e que, em um primeiro momento, não tenha condições de converter as suas ações preferenciais em ordinárias (Zibordi, 2007).

Costa, Almeida & Scalzer (2006) afirmam que o Novo Mercado é um segmento destinado à empresa para negociação de ações lançadas pela própria empresa que estão comprometidas em adotar medidas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira. Os autores citam ainda que, para fazer parte no Novo Mercado a empresa deve assinar um contrato comprometendo-se a utilizar um conjunto de regras societárias mais exigentes que a própria legislação brasileira, aumentando assim os direitos dos acionistas e melhorando a qualidade das informações para os usuários externos.

Ferreira e Silva (2016), afirmam que as empresas pertencentes ao Novo Mercado devem ter o capital formado somente por ações ordinárias, realizar ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; manter em circulação

uma parcela de ações de no mínimo 25% do capital, além de ter no Conselho de Administração pelo menos 5 membros e um mandato unificado de um ano.

A seguir é feita uma explanação acerca dos dois novos segmentos de listagem, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais nível 2, criados na B3 em 2005 e 2014 respectivamente, voltado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual.

O Bovespa Mais foi criado em 2005 para empresas que desejam entrar no mercado de forma gradativa, com elevados padrões de governança corporativa e transparência. Tal segmento foi criado para tornar o mercado acionário mais acessível a um número maior de empresas (B3, 2017). De acordo com Zibordi (2007), alguns dos principais requisitos para ingressar no Bovespa Mais são: emitir apenas ações ordinárias, as preferenciais já existentes não serão admitidas à negociação e deverão ter previsto no estatuto o direito de serem convertidas em ordinárias; realizar oferta pública de ações em caso de fechamento de capital ou de saída do Bovespa Mais; dispor de Conselho de Administração com mandato unificado de, no máximo, 2 anos, entre outras.

Em 2014 foi criado o Bovespa Mais Nível 2, que segue os mesmos princípios do Bovespa Mais, diferenciando-se pelo fato de o Bovespa Mais Nível 2 permitir a negociação de ações preferenciais, além das ações ordinárias (B3, 2017). Ainda de acordo com a B3 (2017), o Bovespa Mais Nível 2 possui os seguintes compromissos societários: não ter partes beneficiárias; mandato unificado de 2 (dois) anos dos membros do Conselho de Administração; em caso de alienação de controle, todos os titulares de ações têm direito de vendê-las nas mesmas condições obtidas pelo controlador (tag along); realizar oferta pública de aquisição (OPA) de ações em circulação, no mínimo pelo valor econômico, nos casos de saída do segmento ou de cancelamento de registro de companhia aberta e aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) para a solução de conflitos societários.

2.2 Variáveis relacionadas à distribuição de dividendos

Os primeiros registros de distribuição de dividendos ocorreram por volta do século XVI, iniciando com as corporações modernas e seguindo seu desenvolvimento. Tendo expansões em diversas práticas, como distribuição de grandes remunerações ou mesmo do total dos lucros, atreladas a fatores diversos, como a taxação do imposto de renda, o mercado de informações assimétricas, o risco do negócio, a realidade econômica e a preferência dos investidores (Frankfurter & Wood, 1997).

As discussões acadêmicas tiveram início na segunda metade do século XX. Entretanto, em 1956, John Lintner apresentou as bases fundamentais do entendimento moderno da política de dividendos (Brav et al., 2004). Logo após, Gordon (1959) dá seguimento sobre a abordagem da relevância dos dividendos para o valor da empresa, concluindo que um aumento dos dividendos proporciona vários fatores, como a redução da incerteza sobre o fluxo de caixa futuro. Todavia, o alto índice de payout resulta na diminuição do custo de capital, o que aumenta o valor das ações e maximiza o valor da empresa, a redução do pagamento gera uma redução no valor da empresa.

Em seguida, Miller e Modigliani (1961), inserem discussões sobre a irrelevância dos dividendos em uma concepção de mercado perfeito. Os autores expõem ainda em seus estudos que, considerando a perspectiva de mercado perfeito, a política de dividendos não tem efeito sobre o valor das ações ou os dividendos não tem efeito no custo de capital da empresa. Neste contexto, defendem que o valor da empresa não está ligado diretamente com a política de dividendos ou do financiamento escolhido pela empresa, mas com as oportunidades de investimento, ou seja, os investidores usam como critério para calcular o valor da empresa o valor capitalizado dos ganhos futuros, onde tais valores não sofriam interferência dos

pagamentos dos dividendos ou pelo formato da política de dividendos escolhido por determinada empresa.

Miller e Modigliani (1961), ao realizarem outras pesquisas constataram que o mercado imperfeito interfere diretamente na concepção, que os dividendos estão ligados sobre o valor das empresas e na preferência dos acionistas. Deste modo, esses autores perceberam que as suas suposições não eram válidas no mercado de capitais imperfeitos e, desde então, pesquisas têm examinado imperfeições do mercado e desenvolvido diferentes paradigmas, para a política de dividendos, que incluem (mas não se limitam) a hipótese do efeito tributário (Elton & Gruber, 1970), a hipótese do efeito clientela (Miller & Modigliani, 1961) e (Elton & Gruber, 1970), a teoria da sinalização (Batthacarya, 1979) e a hipótese do fluxo de caixa (Easterbrook, 1984).

Seguindo o contexto do mercado imperfeito, Lintner (1962) e Gordon (1963) criaram a teoria do Pássaro na Mão, onde defendem que os acionistas preferem receber os dividendos, a correr os riscos de ganho de capitais futuros. Já de acordo com Assaf Neto e Lima (2010), uma maior distribuição dos dividendos reduz a incerteza aos acionistas, onde está totalmente ligado com a teoria do Pássaro na Mão, ou seja, ter um pássaro na mão vale mais que dois voando. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), abordam sobre a teoria do pássaro, que o valor da empresa vai ser maximizado através de um alto índice de distribuição de dividendos, pois os dividendos em moeda corrente são menos arriscados do que ganhos de capitais futuros.

A tabela 2 a seguir, sintetiza a discussão das variáveis relacionadas a distribuição de dividendos.

Tabela 2

Relação das variáveis que interferem na distribuição dos dividendos com base nos estudos anteriores

Variáveis	Referências	Influência sobre os Dividendos
Efeito Tributário	Elton & Gruber (1970)	Ocorre desvantagem no pagamento dos dividendos, devido à tributação imediata.
Efeito Clientela	Miller & Modigliani (1961) e Elton & Gruber (1970)	Minimização de custos e tributações atraem acionistas, pois em contrapartida contribuem em pagar maiores dividendos.
Fluxo de caixa	Easterbrook (1984)	Maiores liquidez de caixa, fluxo de caixa livre e credores, maximiza o pagamento dos dividendos.
Custos de Agência	Jensen e Meckling (1976)	Empresas que possuem fraudes no fluxo de caixa, possuem problemas de agência e reduz a distribuição de dividendos.
Sinalização	Ross (1977) e Batthacarya (1979)	A política de dividendos sinaliza positivamente ou negativamente os sinais do mercado financeiro.
Assimetria Informacional	Akerlof (1970)	Desigualdade de informações entre os acionistas e gestores, dando vantagens aos gestores. Essa situação pode refletir na distribuição dos dividendos.
ROA (retorno sobre o ativo)	Kania e Bacon (2005) e John e Knyazeva (2006)	Empresas com maior rentabilidade tende a pagar maiores dividendos. Lucro líquido / ativo e rentabilidade
Alavancagem	Jonh e Knyazeva (2006) e Jogannathan (2000)	Quanto maior alavancagem menor a distribuição de dividendos.
Tamanho	Mota (2007)	Empresas maiores e mais maduras tendem a pagar mais dividendos.
Investimentos	La Porta et al. (2000), Mota (2007), Jonh e Knyazeva (2006) e Jagannathan (2000)	Pagamentos dos dividendos podem reduzir os investimentos futuros.

Fonte: Elaborado pelos Autores (2017)

Akerlof (1970), afirma que o mercado econômico agrega uma assimetria informacional, havendo uma desigualdade de informações entre os agentes econômicos. Isso porque, de acordo com Moreiras, Tambosi e Garcia (2012), os gerentes entendem mais da empresa do que os seus acionistas, pelo fato de terem acesso no dia a dia da companhia, adquirindo mais informações. Os acionistas, por sua vez, têm acesso apenas às informações públicas da empresa, que podem ou não sintetizar o estágio atual da companhia. Segundo os autores, em mercados que possui pouca assimetria informacional, as alterações na política de dividendos devem gerar impactos irrelevantes nos preços das ações.

Kania & Bacon (2005) e John e Knyazeva (2006), afirmaram que as empresas com maior rentabilidade pagam mais dividendos do que as demais, tendo como análise o lucro operacional (antes das despesas financeiras) dividido pelo ativo total da empresa.

Outra variável que afeta a distribuição de dividendos é a alavancagem, que, de acordo com John e Knyazeva (2006) e Jagannathan (2000), quanto maior a alavancagem, menor a distribuição de dividendos, pois a empresa gera um comprometimento com os pagamentos financeiros, por exemplo, os juros, gerando um elevado custo para distribuição dos dividendos. Podendo haver restrições quanto ao pagamento de dividendos nos contratos para ter um empréstimo.

Por outro lado, Procianoy e Heineberg (2003), explicam que a empresa mais endividada tem maiores benefícios tributários do que a empresa com poucas dívidas, sendo que as despesas com juros reduzem a base de cálculo do imposto de renda, possibilitando uma maior distribuição dos dividendos.

Sobre a relação do tamanho da empresa e os dividendos distribuídos, Mota (2007) afirma que a maturidade e tamanho da empresa têm influência nos dividendos, pois empresas maduras tendem a pagar mais dividendos, por outro lado, empresas em processo de crescimento e consolidação no mercado pagam menores dividendos com relação às empresas maduras.

La Porta et al. (2000), analisaram que a política de investimento da empresa não pode ser tomada como independente na política de dividendos, portanto o pagamento de dividendos pode reduzir os investimentos. John e Knyazeva (2006) e Jagannathan (2000) argumentam que os dividendos são inversamente proporcionais em relação às possibilidades de investimento/crescimento, já que empresas com mais propostas de valor presente positivo possuem menos problemas de agência e um custo de oportunidade de distribuição mais elevado.

3 Metodologia

De acordo com sua essência, a pesquisa pode ser classificada quanto a sua finalidade em aplicada e empírica, pois gera conhecimento sobre o comportamento dos dividendos distribuídos. No que se refere aos seus objetivos, a pesquisa classifica-se como descritiva, por relacionar os dividendos distribuídos aos níveis de governança corporativa. Quanto à abordagem do problema, a pesquisa resguarda-se de características quantitativas e de técnicas estatísticas na coleta e no tratamento dos dados, sendo uma análise documental, tendo como finalidade esclarecer as particularidades apresentadas no conteúdo proposto.

As variáveis foram selecionadas para a elaboração da equação seguindo o critério de apresentarem praticidade na coleta de dados em sua mensuração, e tendo uma literatura ampla e extensa dos autores em vários estudos.

3.1 Definição da Amostra

Os dados foram coletados por meio da base de dados Economatica®, tendo sido manipulados no software Stata® as informações contidas no balanço patrimonial, demonstração de resultado do exercício e demonstração de fluxos de caixa com um espaço temporal de 2010 a 2016.

Esse período foi escolhido devido à obrigatoriedade da convergência das normas internacionais de contabilidade para empresas de capital aberto a partir de 2010, aprovado pela CVM (Machado et. al., 2012), e também pelo fato de ser um estudo continuado de (Bachmann, de Azevedo & Clemente, 2012) que analisou a regularidade no pagamento de dividendos distribuídos e governança corporativa entre 2001 e 2010, onde constatou que o tipo de nível de governança corporativa tem relação na regularidade desses pagamentos aos acionistas preferenciais.

Bachmann, de Azevedo e Clemente (2012) sugeriram como pesquisas futuras a continuidade do estudo usando os setores de atuação das companhias listadas na B3. Por isso, o setor de energia elétrica foi escolhido, porque, de acordo com Taraborelli (2014), historicamente as empresas do setor de energia elétrica são conhecidas por serem boas pagadoras de dividendos.

3.1.1 O Setor de Energia Elétrica

De acordo com Correa, Taffarel, Ribeiro e Menon (2016) a demanda crescente de energia torna o setor elétrico fundamental para o desenvolvimento econômico e social em todos os países.

Com o intuito de garantir a segurança do suprimento de energia, prover a modicidade tarifária e promover a inserção social no setor elétrico, entre 2003 e 2004, esse setor passou por uma nova reforma. Tais mudanças incluíram a criação de três entidades: a Empresa de Pesquisa Energética (EPE); o Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico (CMSE), e a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE). Outras alterações importantes incluíram a definição do exercício do Poder Concedente ao Ministério de Minas e Energia (MME) e a ampliação da autonomia das demais entidades do setor elétrico - ANEEL, CNPE e ONS (ONS, 2014).

Para Boente e Lustosa (2016) com relação à prática, isso implicou a desverticalização societária de diversas entidades, fazendo com que as informações econômico-financeiras, antes agregadas pela combinação de operações (geração, transmissão, distribuição e comercialização), passassem a refletir seus resultados separadamente.

Tais mudanças trouxeram regras e procedimentos de comercialização específicos, onde as companhias de energia são autorizadas a comercializar energia elétrica através da compra e venda por licitação, conhecido como contrato de concessão, com seus preços regulados pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), resultando em adequações na apresentação de suas demonstrações, sendo uma societária (de acordo com o CPC) e a outra regulatória, de acordo com a ANEEL (Ferreira, 2016).

Os setores de energia elétrica são compostos na maioria por sociedades anônimas e companhias de capital aberto, de forma que suas ações sejam negociadas na B3 e estejam obrigadas a seguir as normas que regulam o mercado de capitais, apresentando um número relevante de companhias listadas na B3. Contudo, ao longo do tempo, vem distribuindo grande parcela dos seus lucros aos seus acionistas (ABRADEE, 2017).

Foram coletados os dados das 44 empresas do setor de energia elétrica no Brasil nos anos de 2010 a 2016. A relação atual das empresas, por nível de governança corporativa, é demonstrada na Tabela 3, a seguir.

Tabela 3

Relação de empresas do setor de energia elétrica brasileiro por nível de governança corporativa

Nº	Nome	Código	Segmento listagem B3
1	524 Particip	QVQP3B	Balcão Organizado
2	Bonaire Part	BNPA3B	Balcão Organizado
3	Cemar	ENMA3B	Balcão Organizado
4	Neoenergia	NEOE3B	Balcão Organizado
5	Uptick	UPKP3B	Balcão Organizado
6	Statkraft	STKF3	Bovespa Mais
7	Ceee-D	CEED3	Nível 1
8	Ceee-Gt	EEEL3	Nível 1
9	Cemig	CMIG4	Nível 1
10	Cesp	CESP6	Nível 1
11	Copel	CPL6	Nível 1
12	Eletrobras	ELET3	Nível 1
13	Tran Paulist	TRPL4	Nível 1
14	AES Tiete E	TIET11	Nível 2
15	Alupar	ALUP11	Nível 2
16	Celesc	CLSC4	Nível 2
17	Eletropaulo	ELPL4	Nível 2
18	Energisa	ENGI11	Nível 2
19	Renova	RNEW11	Nível 2
20	Taesa	TAAE11	Nível 2
21	CPFL Energia	CPFE3	Novo Mercado
22	CPFL Renovav	CPRE3	Novo Mercado
23	Energias BR	ENBR3	Novo Mercado
24	Eneva	ENEV3	Novo Mercado
25	Engie Brasil	EGIE3	Novo Mercado
26	Equatorial	EQTL3	Novo Mercado
27	Light S/A	LIGT3	Novo Mercado
28	AES Elpa	AELP3	Tradicional
29	Afluenta	AFLU3	Tradicional
30	Afluenta T	AFLT3	Tradicional
31	Ampla Energ	CBEE3	Tradicional
32	Ceb	CEBR5	Tradicional
33	Celgpar	GPAR3	Tradicional
34	Celpa	CELP3	Tradicional
35	Celpe	CEPE5	Tradicional
36	Coelba	CEEB3	Tradicional
37	Coelce	COCE5	Tradicional
38	Cosern	CSR3	Tradicional
39	Elektro	EKTR4	Tradicional
40	Eletropar	LIPR3	Tradicional
41	Emae	EMAE4	Tradicional
42	Energisa Mt	ENMT3	Tradicional
43	Ger Parana	GEPA3	Tradicional
44	Rede Energia	REDE3	Tradicional

Fonte: B3 (2017)

Entre as 44 empresas, 17 (39%) não estão listadas em níveis de governança corporativa na B3 e 5 (11%) são de balcão organizado. Dessas empresas apenas a Statkraft Energias Renováveis S.A. (2%) está listada no segmento da Bovespa Mais e não há ainda nenhuma empresa do segmento de energia elétrica listada no segmento Bovespa Mais Nível 2. Por essa razão, não foi possível fazer os testes em todos os níveis de governança corporativa.

Vancin e Procianoy (2016) afirmam em seus estudos que empresas com boas práticas de governança corporativa protegem os interesses dos acionistas, resolvendo conflitos de agência, oferecendo assim maiores direitos e garantias, dessa forma para representar os níveis de governança corporativa das empresas ao longo do período será utilizado a variável dummy, onde será atribuído 1 para as empresas enquadradas em algum dos níveis e 0 para cada empresa que não tiver enquadrada em nenhum dos níveis.

De acordo com Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) as variáveis dummy são para informar a maior ou menor presença de assimetria de informação na empresa, podendo gerar resultados positivos e negativos. Essa variável foi analisada no presente estudo como variável de interesse.

3.2 Escolha das Variáveis de Controle

Quando se trata da perspectiva dos fatores que influenciam a decisão de pagamento de dividendos do mercado imperfeito. Alguns autores em suas pesquisas anteriores analisaram diferentes variáveis, sendo, o efeito tributário (Elton & Gruber 1970); efeito clientela (Miller & Modigliani, 1961), (Elton & Gruber, 1970); o fluxo de caixa (Easterbrook, 1984); o custo de agência (Jensen & Meckling, 1976); a sinalização (Ross 1977), (Batthacarya, 1979); a assimetria da informação (Akerlof, 1970); o ROA (Kania & Bacon 2005) e (Jonh & Knyazeva 2006); a Alavancagem (Jonh & Knyazeva 2006); o tamanho (Mota, 2007); e os investimentos (La Porta et al. 2000), (Mota, 2007). Tais variáveis serão contextualizadas seguindo os critérios definidos neste estudo.

Gallo (2007) afirma que devido à discrepância dos sistemas tributários nos países, não há um entendimento sobre como mensurar a carga tributária incidente sobre o setor de energia elétrica. De acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o sistema tributário brasileiro é complexo no seu entendimento, devido às distorções do sistema cumulativo das contribuições sociais, excesso no peso dos impostos federais e estaduais tendo diferentes alíquotas, esses fatores interferem na mensuração da carga tributária. (Rodrigues, et. al. 2007). Por essas razões, o efeito tributário não será analisado.

Santos e Galvão (2015) argumentam que, no efeito clientela, o mercado imperfeito apresenta eventualidades tendo influências de certas imperfeições nas decisões dos investidores individuais, como os custos de transações e as taxas de tributações diferenciadas de ganhos de capital e de dividendos. Para Miller e Modigliani (1961) essas imperfeições fazem com que os investidores escolham títulos que reduzem os custos, devido ao fato de cada empresa atrair um tipo diferente de investidor de acordo com a distribuição dos seus lucros e as políticas de dividendos, sendo inviável um padrão para mensuração desta variável, motivo pelo qual esta variável não será analisada nesta pesquisa.

Mota (2007) analisou as empresas listadas na B3, no período de 2000 a 2005, onde constatou que a existência de fluxo de caixa é devido ao não envolvimento com o endividamento, tendo relação com a governança corporativa e a existência de poucas oportunidades de investimentos, pois são fatores que geram uma distribuição elevada dos seus lucros em forma de dividendos. Nesse sentido, John e Knyazeva (2006) afirmam que, quanto maior o ROA (indicador de um fluxo de caixa maior), maior a disponibilidade para a realização de uma distribuição de dividendos.

Nos estudos de Santana (2006), Mota (2007), Jiraporn, Kim, Kim (2008), Adjaoud e Bem-Amar (2010) e Fonteles et. al. (2012) foram constatados resultados positivos entre a variável fluxo de caixa (representando pelo $ROA = \text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}$) e a política de dividendos. Os resultados no estudo de Mota (2007) indicam que empresas com maior fluxo de caixa, oferecem parcelas maiores dos seus lucros aos investidos na forma de

dividendos. Neste contexto, Fonteles et. al. (2012) propõem que o fluxo de caixa é relevante na política de dividendos elevados, de forma que esta variável foi analisada neste estudo.

Segundo Santos e Galvão (2015), os problemas de agência são ocorridos no mercado, devido os gestores, acionistas e credores terem interesses diferentes, incorrendo assim em ações prejudiciais, em função de benefícios próprios. Não se trata, portanto, de analisar a existência de problemas em custos de agência, mas sim de descobrir como eles se manifestam, com a relevância econômica e quais os melhores mecanismos para mitiga-los conforme afirma (Saito e Silveira, 2008). Devido às subjetividades essa variável não será adicionada na equação, a coleta desses dados teria que ser feita manualmente, onde seria avaliada a concentração de propriedades.

De acordo com o González (1998) a teoria da sinalização oferece evidências aos investidores no que tange as mudanças nas políticas de dividendos, em relação aos sinais positivos e negativos. Fonteles et al (2012) indicam que a teoria se demonstra em dois princípios: os sinais positivos ou confiáveis e os dos sinais negativos ou não confiáveis, uma alteração na política de dividendos pode sinalizar ao mercado.

Salsa (2010) afirma que os resultados futuros é a variável mais usada para estudar a sinalização através dos dividendos. Entretanto, algumas pesquisas feitas no âmbito desta teoria indicam os resultados passados e presente, e não só os futuros, sendo uma variável explicativa da política de dividendos, resultando uma relação positiva. Apesar da variável sinalização apresentar resultados relevantes, não será foco na pesquisa.

Segundo Vancin e Procianoy (2016) empresas que possuem um sistema de capital composto por maior nível de alavancagem têm o dever de realizar pagamentos sobre as obrigações, minimizando os recursos para distribuição de dividendos. Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) utilizaram em seu estudo o método de mensurar a variável alavancagem, sendo: $(\text{dívida financeira de curto prazo} + \text{exigível de longo prazo}) / \text{patrimônio líquido}$. Esta variável será incluída na equação em estudo, por apresentar vários registros positivos aos dividendos e aos acionistas.

Segundo os autores Fama e French (2001), empresas maiores têm a tendência de serem boas pagadoras de dividendos. Diante disso Redding (1997) afirma que a preferência dos acionistas faz com que a política de dividendos seja definida em uma companhia, desse modo os grandes investidores preferem por investir em grandes corporações, pois assim minimizam os seus custos de transação. Ainda de acordo com o autor Redding (1997), uma vez que estas instituições maiores preferem dividendos as pequenas empresas de propriedade de investidores individuais, não preferem. Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) consideram relevante a variável de proxy de tamanho, pois em sua mensuração têm se o nível total de ativos e a receita bruta. Devido apresentar resultados relevantes esta variável será analisada na equação em estudo.

Vancin e Procianoy (2016) explicam que, para a efetuação de novos investimentos, as empresas necessitam de recursos, desse modo, opções de investimento e pagamento de dividendos aos acionistas estariam contribuindo pelos mesmos recursos. Assim, é esperada uma relação negativa entre ambos. Porém, em uma visão distinta, Fama (1974), o qual certifica a hipótese de Miller e Modigliani que, em um mercado de capitais perfeito, decisões de investimento de uma companhia não dependem das suas decisões de dividendos. Portanto, Vancin e Procianoy (2016) afirmam que há evidências na literatura sobre a imperfeição dos mercados, especialmente aqueles em desenvolvimento, como o Brasil. Dessa forma, pode-se esperar que as imperfeições do mercado brasileiro influenciem na existência de uma relação significativa entre investimento e dividendos. Por essa razão, essa variável será incluída na equação em estudo.

3.3 Modelo de Avaliação

Tendo sido justificadas as inclusões e exclusões de variáveis utilizadas em pesquisas anteriores, tem-se o seguinte modelo de regressão:

$$DIV_{it} = \beta_4 GOV_t + \beta_0 + \beta_1 ROA_t + \beta_2 ALV_t + \beta_3 TAM_t + \mu_{it}$$

Sendo que:

DIV_{it} = Dividendos da empresa i no ano t

GOV_t = Níveis de governança corporativa da empresa i no ano t

ROA_t = Retorno do Ativo da empresa i no ano t

ALV_t = Alavancagem da empresa i no ano t

TAM_t = Tamanho da empresa i no ano t

4 Resultados da Pesquisa

Nesta seção, apresenta-se a descrição e análise dos resultados da pesquisa. Inicialmente é feito o teste de multicolinearidade, posteriormente é feita uma análise descritiva da variável dependente e das variáveis de controle, e por fim é exposta a discussão acerca dos resultados encontrados a partir da regressão com erros padrão robusto.

Foram feitos testes no software Stata® para verificar qual seria o modelo mais adequado de regressão para a análise dos dados, nisto constatou-se que a regressão com erros padrão-robusto apresentava melhor resultado. Foi rodado o modelo de regressão com as variáveis com 303 observações, onde as empresas que apresentaram *outliers* não foram retiradas, foi feito um ajuste para que tais observações fossem normalizadas e padronizadas.

4.1 Teste de Multicolinearidade e de Normalidade

Na Tabela 4, a seguir é apresentado o teste de Fatores de Inflação da Variância (VIF).

Tabela 4

Teste de VIF

Variável	VIF	1/VIF
GOV	1.19	0.841414
WTAM	1.19	0.842702
WROA	1.01	0.991812
WALV	1.01	0.993990
Media VIF	1.10	

Fonte: Dados da pesquisa

No intuito de verificar os efeitos no coeficiente da regressão entre as variáveis, o teste não apresenta problemas de multicolinearidade, ou seja, as variáveis independentes não possuem relações lineares exatas ou aproximadamente exatas, tendo em vista que apresentam valores abaixo de 10 (Miloca, 2013).

Foram feitos também os testes de normalidade que constataram que os resíduos seguem uma distribuição normal ($p\text{-value} > 0,05$), o que pode estar associado a heterocedasticidade das variâncias que costuma ocorrer quando se comparam as médias de dois grupos de observações pelo teste t (Pino, 2014).

A seguir, na tabela 5, é apresentada a análise descritiva da variável dependente da pesquisa.

4.2 Estatística descritiva

Tabela 5

Análise descritiva das variáveis dependentes da pesquisa.

Variáveis	Observações	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
WDIV	303	346281.5	667723.6	0	4062839
WTAM	297	15.294	2.22366	5.596123	19.22462
WALV	297	1.782357	6.721216	-29.81	35.51
WROA	297	4.126902	18.01455	-96.13	93.04

Fonte: Dados da pesquisa

Conforme demonstrado na Tabela 5, foram obtidas 303 observações da variável independente DIV e 297 para as variáveis de controle TAM, ALV e ROA. A variável GOV não foi incluída pelo fato de ser *dummy*.

Os resultados dessa pesquisa evidenciaram que a variável ROA apresentou desvio padrão de 18.01455, o maior em relação a outras variáveis de controle, com valor padronizado de 5.56532 desvios-padrão em relação ao valor mínimo, por exemplo.

Pode-se observar ainda que as variáveis possuem um alto desvio-padrão mesmo com a retirada dos *outliers*, o mesmo pode ser justificado devido aos erros de normalidade mostrarem que os resíduos não seguem uma distribuição normal, pois de acordo com Pino (2014) medidas de dispersão anormais indicam a variabilidade dos dados como a variância, o desvio padrão.

Por outro lado, Brizolla e Klann (2016) analisaram a relação entre as variáveis dependentes e explicativas, em que evidencia-se a existência de correlação positiva e significativa entre alguns indicadores de governança com os de políticas de dividendos, como: ROA e o nível dos dividendos por ação com base na cotação; o grau de alavancagem financeira e o nível dos dividendos distribuídos a partir dos resultados líquidos; e o tamanho com o nível dos dividendos distribuídos a partir dos resultados líquidos.

4.3 Modelo de Regressão

A seguir é apresentado na Tabela 6 o modelo de regressão.

Tabela 6

Modelo de regressão

WDIV	Hipótese	Sinal Esperado	Coef.	Erro P.	T	P> t	[95% Intervalo Conf.]
WTAM	H1	+	113349.4	24488.95	4.63	0.000	65149.37 161549.4
WALV	H2	-	-298.5837	2325.925	-0.13	0.898	-4876.55 4279.383
WROA	H3	+	3174.28	1825.781	1.74	0.083	-419.286 6767.846
GOV	H4	+	47512.9	17679.83	2.69	0.008	12714.85 82310.96
CONSTANTE			-1474428	356344	-4.14	0.000	-2175797 -773059.1

Fonte: Dados da pesquisa

De acordo com os resultados apresentados, a variável TAM, apresentou um p-valor de 0,000, o que comprova uma relação entre o tamanho da empresa e o comportamento da distribuição dos dividendos, significante a 1%. Este resultado vem ao encontro com o que

afirma Fama e French (2001), ao afirmarem que o tamanho da empresa é positivamente relacionado com os dividendos, confirmando assim, o resultado do sinal esperado nesta pesquisa.

Em relação a variável ALV, a análise apresentou um p-valor de 0,898, demonstrando assim, que a mesma não possui influência estatística entre esta variável e o comportamento da distribuição dos dividendos. Tal resultado entra em concordância com Jagannathan (2000) que diz que quanto maior a alavancagem menor a distribuição de dividendos.

No que diz a respeito à variável ROA, a mesma apresentou um p-valor de 0,008, significante a 1% entre esta variável e o comportamento dos dividendos distribuídos. O resultado também vem ao encontro de John e Knyazeva (2006) onde eles afirmam que, quanto maior o ROA (indicador de um fluxo de caixa maior), maior a disponibilidade para a realização de uma distribuição de dividendos.

Por fim, a variável GOV apresentou um p-valor de 0,008, o que comprova uma relação entre o nível de governança corporativa e o comportamento da distribuição dos dividendos, significante a 1%. Tal resultado vem de acordo com o estudo de Mota (2007) que concluiu que no Brasil as empresas com melhores níveis de governança corporativa distribuem maiores dividendos. Contudo, entra em contradição com o estudo Bachmann, de Azevedo e Clemente (2012) onde eles afirmam que o tipo de nível de governança corporativa possui relação apenas com a regularidade de pagamento de dividendos aos acionistas preferenciais e que o mesmo não há relação com o nível diferenciado de governança corporativa.

4.4 Análise descritiva dos níveis de governança corporativa

Nas Tabelas 7, 8 e 9, apresentadas a seguir, foram realizadas análises, comparando o comportamento da distribuição dos dividendos com as variáveis de controle, separando-as por níveis de governança corporativa, para verificar se haveria mudança nos resultados.

Tabela 7

Nível tradicional X nível 1

WDIV	Coef.	RobustStd.Err.	t	P> t	[95% Conf.Interval]	
GOV	456661.6	149467	3.06	0.003	161344.8	751978.3
WTAM	167922.9	40794.48	4.12	0.000	87321.26	248524.6
WALV	-1810.321	2155.671	-0.84	0.402	-6069.495	2448.852
WROA	4675.437	2416.322	1.93	0.055	-98.72898	9449.604
Cons	-2354562	601739.2	-3.91	0.000	-3543477	-1165646

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 8

Nível Tradicional X Nível 2

WDIV	Coef.	RobustStd.Err.	t	P> t	[95% Conf.Interval]	
GOV	198240.1	72191.11	2.75	0.007	55641.88	340838.3
WTAM	78621.06	15583.26	5.05	0.000	47839.64	109402.5
WALV	-672.537	1221.399	-0.55	0.583	-3085.151	1740.077
WROA	4220.15	1688.362	2.50	0.013	885.1498	7555.15
Cons	-1044340	222347.9	-4.70	0.000	-1483541	-605138.8

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 9

Tradicional X Novo Mercado

WDIV	Coef.	RobustStd.Err	T	P> t	[95% Conf.Interval]	
GOV	154565.9	71197.57	2.17	0.031	13930.23	295201.6
WTAM	73177.83	14344.25	5.10	0.000	44843.81	101511.8
WALV	-1065.668	1130.784	-0.94	0.347	-3299.291	1167.955
WROA	4146.804	1614.15	2.57	0.011	958.3945	7335.214
Cons	-963456.6	202111.6	-4.77	0.000	-1362685	-564228.1

Fonte: Dados da pesquisa

Para explicar os valores do modelo, o R^2 ajustado apresentou que, para as empresas enquadradas no nível 1, as variáveis GOV, TAM, ALV e ROA explicam 29,88% a variável dependente DIV. Já no Nível 2, o percentual foi de 25,79% e no Novo Mercado o R^2 ajustado apresentou 26,22%. Isso nos permite inferir que as empresas do Novo Mercado apresentam melhores resultados devido a maior exigência de regras e pela maior transparência exigida nesse nível.

Nos resultados apresentados, a variável TAM apresentou um p-valor de 0,000 em todos os níveis de governança corporativa, o que reforça a relação entre o tamanho da empresa e o comportamento da distribuição dos dividendos, significativa a 1%.

No que diz respeito a variável ALV, os resultados apresentaram um p-valor de 0,402 no Nível 1; 0,583 no Nível 2 e 0,347 no Novo Mercado, o que demonstra que tal variável não influencia no comportamento da distribuição dos dividendos, sendo, portanto, o mesmo resultado obtido quando testamos as empresas em conjunto, ou seja, sem separá-las por nível de governança corporativa.

Analisando a variável ROA, tais resultados apresentaram um p-valor de 0,055; 0,013 e 0,011; no Nível 1, no Nível 2 e no Novo Mercado, respectivamente, constatando que o retorno sobre os ativos tem uma influência significativa a nível de 1% no comportamento dos dividendos distribuídos, chegando à conclusão que, quanto maior nível de governança corporativa maior será a influência do ROA sobre os dividendos distribuídos, tendo em vista que o Novo Mercado foi o nível que apresentou maior influência, o que pode ser justificado pelo fato desse Nível possuir regulamento próprio e ter exigências além das previstas na legislação, apresentado assim regras mais claras de governança corporativa e maior transparência.

4.5 Correlação de Pearson

O teste coeficiente de correlação de Pearson foi analisado entre as variáveis DIV e GOV, sendo feita uma análise de regressões individuais para comparar os modelos, sendo considerados bons os resultados mais próximos de 100%. No entanto, no caso desse estudo, os resultados apresentados foram menores que 50% o que pode ser justificado devido ao fato de ter sido usado a correlação de *dummy* com a variável GOV.

Através da análise da correlação do Nível tradicional com os níveis de governança corporativa, verificou-se que há mudança na distribuição de dividendos a partir dos níveis em que estão enquadrados. Apesar dos resultados apresentarem uma correlação fraca, o Novo Mercado (41,03%) foi o que demonstrou maior correlação em comparação ao Nível 2 (37,14%) e ao Nível 1 (37,13%).

A seguir é apresentado a Tabela 10 da Correlação de Pearson.

Tabela 10

Correlação de Pearson

Tradicional x Novo Mercado			Tradicional x Nível 1			Tradicional x Nível 2		
	WDIV	GOV		WDIV	GOV		WDIV	GOV
WDIV	1.0000		WDIV	1.0000		WDIV	1.0000	
	166			167			167	
GOV	0.4103	1.0000	GOV	0.3713	1.0000	GOV	0.3714	1.0000
	0.0000			0.0000			0.0000	
	166	168		167	168		167	168

Fonte: Dados da pesquisa.

Esses resultados corroboram com a pesquisa de Srour (2005) que concluiu em seus estudos que as empresas com maiores níveis de governança corporativa possuem melhores resultados em relação a distribuição de dividendos, pois as mesmas seguem exigências além da legislação e possuem regras claras de governança corporativa e maior transparência. Bachmann, de Azevedo e Clemente (2012) também afirmam em seus estudos que o nível de governança corporativa possui relação com a regularidade de pagamentos de dividendos aos acionistas preferenciais.

5 Conclusão

Este estudo teve por objetivo geral verificar a relação entre os dividendos distribuídos e os níveis de governança corporativa nas empresas brasileiras de energia elétrica no período de 2010 a 2016. Para verificar tal relação, foram coletadas as informações das 44 empresas listadas na B3 e, dentre os testes realizados, concluiu-se que os melhores resultados apresentados foram no modelo de regressão. A pesquisa mostrou que, quando analisadas separadamente, a variável GOV apresenta uma relação positiva na distribuição de dividendos.

No que se refere ao método utilizado para comparar o comportamento da distribuição dos dividendos entre os níveis de governança corporativa, tendo sido analisado através da correlação de Pearson, o segmento Novo Mercado (41,03%) foi o que demonstrou maior correlação em comparação ao Nível 2 (37,14%) e ao Nível 1 (37,13%), o que sugere que empresas com maiores níveis de governança corporativa possuem melhores resultados em relação a distribuição de dividendos. Tal resultado pode ser explicado pelo fato das empresas com maior nível de governança seguirem exigências além da legislação e possuírem maior grau de regras, transparência e exigências.

Por fim, objetivou-se verificar se outras variáveis influenciam no comportamento da distribuição dos dividendos nas empresas da amostra. Os resultados demonstram que a variável ALV, no Nível 1 possui um p-valor de 0,402, no nível 2 o p-valor foi de 0,583 e no Novo Mercado o p-valor foi de 0,347, constatando que tal variável a um nível significante de 1% não possui influência no comportamento da distribuição dos dividendos.

As demais variáveis apresentaram influência significativa, ou seja, as variáveis TAM, ROA e GOV possuem relação positiva com a distribuição de dividendos, onde o R² ajustado nos diz que as variáveis de controle explicam em 18,87% o comportamento da distribuição dos dividendos quando analisados em conjunto. Já quando analisadas separadamente, o poder explicativo destas variáveis apresentou um aumento, sendo que o R² ajustado no nível 1 em relação as variáveis GOV, TAM, ALV e ROA explicam em 29,88% a variável dependente DIV, no Nível 2 o percentual foi de 25,79% e no Novo Mercado o R² ajustado apresentou

26,22%, o que sugere que os níveis de governança corporativa em que as empresas estão enquadradas podem influenciar nos resultados.

Ao comparar a presente pesquisa com os estudos de Bachmann, de Azevedo e Clemente (2012), nota-se convergências no que tange a correlação apresentada em seus estudos, em que considera os dividendos totais pagos aos acionistas preferenciais a 18,6%. Tal resultado foi encontrado pelos autores utilizando a correlação de *Pearson*, porém, divergem quando os autores concluíram em seus estudos que a maior regularidade de pagamentos está associada a empresas com menos governança, no atual estudo o resultado é inverso a aqueles encontrados por Bachmann, de Azevedo e Clemente (2012).

O estudo se limitou ao analisar apenas as variáveis GOV, ALV, TAM e ROA, optando por excluir as outras que estão presentes na plataforma teórica, devido a dificuldade e subjetividade na mensuração. Para pesquisas futuras, sugere-se a análise dessas outras variáveis, tendo em vista que algumas, em estudos anteriores apresentaram relação positiva com a distribuição de dividendos. Além disso, sugere-se a realização do estudo comparando-o com outros setores de atuação.

Referências

- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). *Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation*. *Journal of business finance & accounting*, 37(5-6), 648-667.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": *Quality uncertainty and the market mechanism*. *The quarterly journal of economics*, 488-500.
- Assaf Neto, A., & Lima, F. G. (2010). *Fundamentos de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Bachmann, R. K. B., de Azevedo, S. U., & Clemente, A. (2012). Regularidade no pagamento de dividendos e governança Corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na B3. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 2(2), 68.
- Boente, D. R., & Lustosa, P. R. B. (2016). Um estudo comparativo da eficiência de distribuidoras brasileiras de energia elétrica privadas e públicas. *Revista ambiente contábil - Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036*, 8(2), 263-286.
- Brasil, Bolsa, Balcão (2017), Recuperado em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. Payout Policy in the 21st Century (June 14, 2004). *In Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper*. <http://ssrn.com/abstract> (Vol. 571046).
- Brigham, E. F. (2001). *Administração financeira: teoria e prática*. Atlas.
- Brizolla, M. M. B., & Klann, R. C. (2016). Influência dos Indicadores Econômico-financeiros e de Governança Corporativa na Política de Dividendos em Empresas Brasileiras. *Revista da Faculdade de Administração e Economia*, 7(2), 162-185.

- Correa, A., Taffarel, M., Ribeiro, F., & Menon, G. (2016). Análise De Eficiência: Uma Comparação Das Empresas Estatais E Privadas Do Setor De Energia Elétrica Brasileiro. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 15(46).
- Costa, F. M., Almeida, J., & Scalzer, R. (2006). *Níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa*. In Sexto Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo.
- DaSilva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Pimenta, T. P. (2012). O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração da UFSM*, 5(2), 222-242.
- Easterbrook, F. H. (1984). Twoagency-costexplanationsofdividends. *The American EconomicReview*, 74(4), 650-659.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal stockholdertax rates andtheclienteleeffect. *The ReviewofEconomicsandStatistics*, 68-74.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearingdividends: changingfirmcharacteristicsorlowerpropensitytopay?. *Journalof Financial economics*, 60(1), 3-43.
- Ferreira, C. D., & Silva, G. C. (2016). *Governança corporativa e valor: um estudo no setor elétrico do brasil*. *Caderno de Administração*, 24(2), 1-13.
- Fonteles, I., Azevedo Peixoto Júnior, C., Carvalho de Vasconcelos, A., & Mendes De Luca, M. M. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3).
- Frankfurter, G. M.; Wood, B. G. Jr. *The evolution of corporate dividend policy*. *Journal of Financial Education*, Chicago, v. 23, p. 16-33, 1997.
- Gallo, M. F. (2007). *A relevância da abordagem contábil na mensuração da carga tributária das empresas* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Gordon, M. J. *Dividends. Earnings and stock prices*. *The Review of Economics and Statistics*, Cambridge, v. 41, n. 2, Part 1, p. 99-105, May. 1959.
- Gordon, M. J. (1963). *Optimal investment and financing policy*. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.
- Iquiapaza, r. A., lamounier, w. M., & amaral, H. F. (2008). Assimetric information and dividends payout at the Sao Paulo stock exchange (Bovespa). *Ad. Sci. appl. Account*.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibilityandthechoicebetweendividendsand stock repurchases. *Journalof financial Economics*, 57(3), 355-384.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theoryofthefirm: Managerialbehavior, agencycostsandownershipstructure. *Journalof financial economics*, 3(4), 305-360.

- Jiraporn, P., Kim, J., & Kim, Y. (2008). Dividend Policy and Corporate Governance Quality. *SSRN WorkingPaper*
- John, K., & Knyazeva, A. (2006). Payout policy, agency conflicts, and corporate governance.
- Kania, S. L. (2005). *What factors motivate the corporate dividend decision*
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The review of Economics and Statistics*, 243-269.
- Machado, M. R. R., Machado, L. S., Souza, E. S., & de Oliveira, J. J. (2012). Aderência às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 3.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miloca, S. A., & Conejo, P. D. (2013). Multicolinearidade em modelos de regressão. *SEMANA ACADÊMICA DA MATEMÁTICA*, 22.
- Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E., & Garcia, F. G. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *Revista de Administração*, 47(4), 671-682.
- Mota, D. C. (2007). *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil (Doctoral dissertation)*.
- Pino, F. (2014). A questão da não normalidade: Uma revisão. *Revista de Economia Agrícola*, 61(2), 17-33.
- Procianoy, J., & Heineberg, R. (2003). Aspectos Determinantes Do Pagamento De Proventos Em Dinheiro Das Empresas Com Ações Negociadas Na Bovespa. *XXVII Enanpad*.
- Ribeiro, F., Alves, T. A., Taffarel, M., & Menon, G. (2017). Responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro no setor de energia elétrica: um estudo com modelo de dados em painéis. *Gestão & Regionalidade*, 33(99).
- Ross, S. A. (1977). *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach*. *The bell journal of economics*, 23-40.
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. D. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 79-86.
- Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Revista Encontros Científicos-Tourism & Management Studies*, (6), 162-174

- Santana, L. (2006). *Relação entre Dividend Yield e Retorno das Ações Abordando Aspectos Determinantes da Política de Dividendos* (Doctoral dissertation, Dissertação de mestrado (Instituto Capixaba de pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças)).
- Santos, J. F., & da Silveira Galvão, K. (2015). Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. *Revista da FAE*, 18(1),52-69.
- Segmentos de Listagem no site BM&F BOVESPA. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/
- Srour, G. (2005). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4), 635-674.
- Vancin, D. F. *Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração, 2013.
- Vancin, D., & Laser Procianoy, J. (2016). Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo Legal e Contratual nas Empresas Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14 (1), 89-123.
- Taraborelli, A. Setor elétrico é que paga mais dividendo no ano. *Brasil econômico*, São Paulo, ago. 2014. Disponível em: <<http://brasileconomico.ig.com.br/financas/2014-08-14/setor-eletrico-e-o-que-paga-mais-dividendo-no-ano.html>>. Acesso em: 20 de mai. 2017
- Zibordi, C. M. A., (2007). *Os níveis diferenciados de práticas de governança corporativa da Bovespa*. PUC Rio. *Pibic*.