



## **Concentração De Propriedade E Desempenho: Um Estudo Nas Empresas Brasileiras De Capital Aberto Do Setor De Energia Elétrica**

### **Artigo Completo**

Natália Carolina Duarte de Medeiros (DAE-UFLA) [nataliamedeiros15@hotmail.com](mailto:nataliamedeiros15@hotmail.com)

Naiara Leite dos Santos Sant'ana (DAE-UFLA) [nai\\_leite@yahoo.com.br](mailto:nai_leite@yahoo.com.br)

Cristina Lélis Leal Calegário (DAE-UFLA) [ccalegario@dae.ufla.br](mailto:ccalegario@dae.ufla.br)

### **Resumo:**

A estrutura de propriedade há tempos vem sendo estudada para verificar se esta tem impacto no desempenho das empresas. O presente artigo tem por objetivo verificar se a estrutura de propriedade, mais especificamente a concentração de propriedade tem algum impacto no desempenho das empresas. O estudo foi realizado através de regressão múltipla com as empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia no ano de 2011. Os resultados apontaram que existe uma relação inversa entre performance e concentração de capital, revelando que neste caso, empresas com propriedade concentrada na mão de um ou um grupo de acionistas tendem a ter um desempenho inferior aquelas pouco concentradas.

**Palavras-chave:** Estrutura de Propriedade, Concentração de Propriedade, Desempenho, Energia Elétrica.

### **1 Introdução**

A estrutura de propriedade há tempos vem sendo estudada com intuito de verificar o seu impacto no funcionamento das empresas, em especial, no desempenho.

Ao se falar em estrutura de propriedade têm-se duas esferas. A esfera da concentração e da identidade. A concentração se refere à quantidade de ações nas mãos de um acionista ou de um grupo de acionistas. Ao falar em identidade, tem-se a categoria do acionista majoritário. Este pode ser uma família, um banco, o próprio governo, um investidor institucional, ou mesmo uma companhia não financeira.

As empresas apresentam diferentes estruturas de propriedade, o que pode causar diferentes comportamentos por parte dos detentores das ações. Dessa forma a estrutura de propriedade está diretamente ligada a conceitos envolvendo principalmente a teoria da agência e governança corporativa. Conceitos esses que por sua vez tem impacto direto no desempenho da empresa.

Sendo assim, o presente artigo tem por objetivo verificar o impacto da estrutura de propriedade, mas especificamente da concentração de propriedade no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica no ano de 2011.

A escolha de tal setor justifica-se pela importância deste no desenvolvimento e na estrutura do país.

Para se atingir o objetivo foi utilizado o método dos mínimos quadrados ordinários através de uma regressão múltipla.

## **2 Referencial Teórico**

### **2.1 Estrutura de Propriedade**

A separação entre propriedade nas empresas, representadas pelos acionistas, e controle, que se encontra nas mãos dos administradores, foi abordada pela primeira vez por (Smith, 1989) no trabalho “*The Wealth of Nations*”, que apontava a preocupação com a estrutura de propriedade da empresa, já que abordou o custo que poderia incorrer a empresa em que o administrador, que não fosse o dono, faria com o dinheiro que não fosse o seu. O trabalho, porém, não contou com evidências empíricas já que foi realizado em uma época que as empresas em sua maioria eram fechadas, administradas por uma família ou por um único indivíduo.

Mais de um século e meio depois, Berle e Means (1932) trouxeram novamente a tona a discussão sobre o tema da estrutura de propriedade no trabalho intitulado “*The Modern Corporation and a Private Property*” que observaram já naquela época o crescimento das empresas e a então dificuldade de mantê-las na mão de um único proprietário ou família, pulverizando o seu controle na mão de administradores.

Atualmente, pode-se dizer que a estrutura de propriedade das empresas é determinada pela concentração de propriedade e pela identidade do acionista majoritário. A concentração refere-se à quantidade de ações que se encontra na mão desse acionista majoritário. Este por sua vez pode ser uma família, o governo, banco ou outra instituição, o que configura sua identidade. (Campos, 2006; Leal, Silva *et al.*, 2002)

A relação entre a propriedade e o controle da empresa pode configurar em um problema de que o administrador, que possui o controle, poderia então utilizar do seu poder em seu favor, não priorizando a empresa e o interesse de seus proprietários que detêm a propriedade.

Essa situação, em que o administrador age em seu favor e não atende aos interesses dos sócios, foi definida por Jensen e Meckling (1976) por custo de agência.

### **2.2 Teoria da Agência**

Jensen e Meckling (1976) definiram como relação de agência quando uma ou mais pessoas, nomeadas de principais, empregam outra, chamada de agente, para que esta execute algum serviço que exija uma tomada de decisão. Se nessa situação os dois indivíduos forem maximizadores da utilidade, existem razões para acreditar que o agente não vai agir somente em função dos interesses do principal.

Porém, para Jensen e Meckling (1976) existem algumas maneiras de minimizar as divergências relacionadas ao interesse do principal, através de incentivos para que o agente tomasse decisões aliadas com o interesse do principal, utilizar de monitoramento evitando que ele agisse de maneira irregular ou mesmo o desprendimento de recursos por parte do principal para que o agente tome atitudes que estejam aliadas com o seu interesse.

Todas essas medidas, que reduzem a divergência entre os interesses do principal e do agente, geram custos e a soma deles pode ser entendida como custo de agência. São mais especificamente:

- a) Despesas incorridas com o monitoramento por parte do principal;



- b) Despesas com concessões de garantias contratuais por parte do principal;
- c) Custo residual.

### 2.3 Governança Corporativa

Apesar de parecer um assunto recente, a governança corporativa já é antiga e está ligada as relações de agência abordada por Jensen e Meckling (1976).

A governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos de controle interno e externo e de incentivos, que tem como objetivo minimizar os custos decorrentes do problema de agência. (Shleifer e Vishny, 1997; Da Silveira, 2006; Silveira, Perobelli *et al.*, 2008)

Empresas que adotam práticas de governança corporativa atuam sobre regras e procedimentos bem definidos com elevados níveis de transparência.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002), define-se como governança corporativa:

o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2010), governança corporativa:

é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

De acordo com Carvalho (2002), a Governança Corporativa representa os princípios que governam o processo de decisório dentro de uma empresa, com o objetivo central de resolver, ou garantir que não ocorram, problemas de agência.

A Comissão de Valores Imobiliários, (CVM, 2011) defende que, para os investidores, analisar as práticas de governança corporativa é um direcionamento para o investimento, pois ela determina o nível de sua atuação e garante que esses investidores influenciem no desempenho da empresa. O objetivo seria o aumento do valor de mercado da companhia, já que as boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, aumentando a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de investimento. Dessa forma, a adoção de boas práticas de governança corporativa é também, um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores, incluindo os controladores ou majoritários, se protegem contra desvios de ativos por administradores ou gerentes que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.



Rossoni e Machado-Da-Silva (2010) defendem ainda que a utilização de boas práticas de governança corporativa é uma forma de garantir legitimidade às organizações.

## 2.4 Estrutura de Propriedade e Desempenho

A estrutura de propriedade que traz melhores resultados as empresas não é conhecida e ainda é objeto de muitos estudos. Nesse sentido, (Kang e Sorensen, 1999), argumentam que não existe uma estrutura de propriedade ideal. Para os autores existem duas características da estrutura de governança que são essências para determinar e relação entre estrutura de propriedade e desempenho: a concentração da propriedade, e a identidade do acionista majoritário.

Okimura (2003) ressalta que existem vantagens e desvantagens quando se trata da concentração de propriedade. As desvantagens decorrentes da alta parcela de propriedade na mão de um ou de um grupo de acionista foram destacadas por (Shleifer e Vishny, 1997), que ressalta que pode ser prejudicial para empresa e para outras partes, visto que pode não haver alinhamento entre os interesses dos acionistas controladores e dos demais acionistas.

Claessens *et al* (2002) encontrou uma relação negativa entre concentração de propriedade e desempenho.

Porém, Leech e Leahy,(1991) ressaltam que concentração da propriedade aumenta a inserção dos acionistas nos processos decisórios, direcionando os interesses dos proprietários e diminuindo o problema da agência, enquanto a identidade dos acionistas em entidades específicas, possibilita uma formação das preferencias por resultados específicos, alinhando os interesses e da mesma forma, atenuando os custos de agência.

## 2.5 O setor de energia elétrica

Na história da sociedade, a energia elétrica, desde a sua descoberta, sempre ocupou lugar de destaque, tendo em vista a dependência da qualidade de vida e do progresso econômico da qualidade do produto e dos serviços relacionados à energia elétrica, que por sua vez dependem de como as empresas de eletricidade projetam, operam e mantêm os sistemas elétricos de potência. ( LEÃO, 2009)

A energia elétrica proporciona à sociedade trabalho, produtividade e desenvolvimento, e aos seus cidadãos conforto, comodidade, bem-estar e praticidade, o que torna a sociedade moderna cada vez mais dependente de seu fornecimento e mais suscetível às falhas do sistema elétrico. Em contrapartida esta dependência dos usuários vem se traduzindo em exigências por melhor qualidade de serviço e do produto. (LEÃO, 2009)

A energia elétrica é uma das mais nobres formas de energia secundária. A sua facilidade de geração, transporte, distribuição e utilização, com as consequentes transformações em outras formas de energia, atribuem à eletricidade uma característica de universalização, disseminando o seu uso pela humanidade. No mundo de hoje, eletricidade, como alimento e moradia, é um direito humano básico. Eletricidade é a dominante forma de energia moderna para telecomunicações, tecnologia da informação, e produção de bens e serviços. (LEÃO, 2009)

Especificamente no Brasil, Kronbauer, Souza *et al* (2010), a regulação do setor elétrico brasileiro inicia com o Código de Águas, de 1934, via Decreto 24.643. Em 1993 houve a revisão desta legislação, sendo introduzidas profundas alterações por leis e decretos. Foi promulgada a lei das



concessões nº 8.987/1995 que regula o artigo 175 da Constituição Federal e institui regras para a licitação das concessões, as tarifas e os contratos de concessão. Posteriormente, foi sancionada a Lei 9.074/1995..

Santana (2004) ressalta que o setor tem como segmentação: (1) geração; (2) transmissão; (3) distribuição; (4) comercialização. Esses segmentos são caracterizados por:

1. Geração: Atividade que é aberta à competição na comercialização de energia elétrica e, apesar de não ser regulada, tem seus direitos e obrigações contidos nos contratos de concessão ou na autorização, nos termos da legislação vigente.
2. Transmissão: As redes de transmissão se constituem em vias de uso aberto, utilizadas por qualquer agente, pagando a devida remuneração ao proprietário. O agente de transmissão tem como função garantir o livre acesso às suas redes de transmissão.
3. Distribuição: a distribuição é regulada técnica e economicamente pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e, assim como as redes de transmissão, deve conceder liberdade de acesso a todos os agentes do mercado. Todo consumidor localizado na zona geográfica de abrangência da distribuidora tem o direito de conectar-se à rede de distribuição e a empresa é obrigada a prestar o serviço, independentemente de ele comprar energia dela ou de qualquer outra comercializadora.
4. Comercialização: Responsável pela compra, importação, exportação e venda de energia elétrica a outros comercializadores ou a consumidores, com os preços livremente negociados. Nesta atividade aberta à competição o cliente final tem caráter concorrencial, cabendo-lhe escolher a empresa autorizada para a compra de energia, negociando preços, montantes e revenda de excedentes.

### **3 Procedimentos Metodológicos**

#### **3.1 Variáveis de Concentração de Propriedade**

Para verificar o impacto da concentração de propriedade no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia, serão utilizadas as seguintes variáveis como independentes:

- a) Ord: Percentual de ações ordinárias nas mãos do maior acionista;
- b) Pref: Percentual de ações preferenciais nas mãos do maior acionista;
- c) Total: Percentual total de ações na mão do maior acionista;
- d) Ord3: Percentual de ações ordinárias nas mãos dos 3 maiores acionistas;
- e) Pref3: Percentual de ações preferenciais nas mãos dos 3 maiores acionistas;
- f) Total3: Percentual total de ações nas mãos dos 3 maiores acionistas;

#### **3.2 Variáveis de controle**

Como forma de minimizar os problemas causados por variáveis que não se encontram no modelo, foram incluídas variáveis de controle. São as seguintes:

- a) LnAt: Logaritmo natural do ativo total;
- b) Rent: Rentabilidade do ativo;

c) Risco: Coeficiente Beta.

### 3.3 Variável de desempenho

Para medir o desempenho, será usado como *proxy* o Q de Tobin aproximado. Segundo Famá e Barros (2000) esta variável é tida como uma *proxy* para performance como desempenho da empresa.

### 3.4 Modelo Conceitual

O modelo conceitual a seguir tem o objetivo de demonstrar a utilização das teorias e das variáveis utilizadas no modelo para obtenção do resultado.

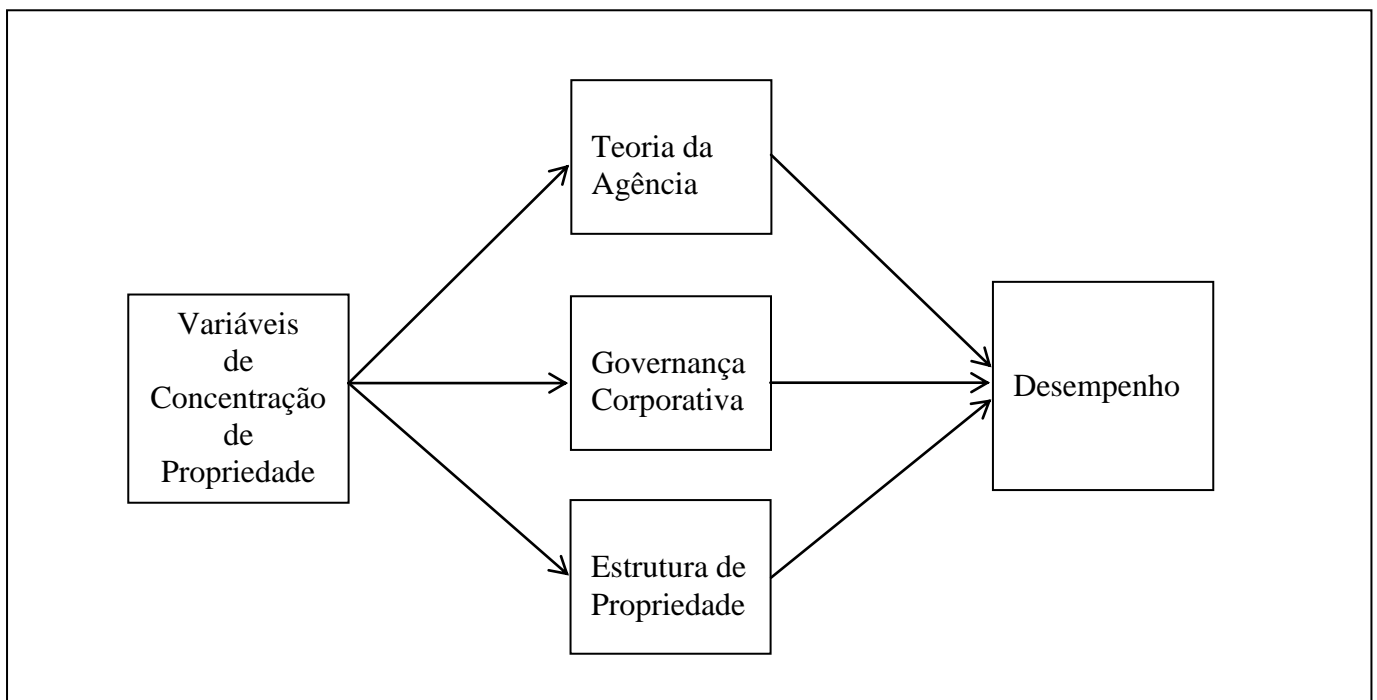


Figura 1 – Modelo Conceitual  
Fonte: Elaborada pelos autores, 2013.

### 3.5 Amostra e Fonte de Dados

A amostra foi composta por empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa, no setor de energia elétrica. A escolha desse setores justifica-se pela importância deste na economia e desenvolvimento do país. O período utilizado para análise será o ano de 2011.

Os dados serão coletados das fontes Economática, Bovespa, Sistema de Divulgação Externa da Comissão de Valores Mobiliários (DIVEXT/CVM), permitindo a construção de um banco de dados para procedimentos de inferência estatística. O software R será utilizado para estimação de parâmetros e realização de testes, e a tabulação dos dados será feita através de planilhas eletrônicas.

A amostra totalizou 34 empresas, pois foram retiradas da amostra empresas que não tinham todas as informações necessárias disponíveis.

### 3.6 Tratamento e Análise de Dados

Para verificar o impacto da estrutura de propriedade no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica será utilizado um modelo de regressão múltipla.

A análise de Regressão Múltipla é uma metodologia estatística de previsão de valores de uma ou mais variáveis de resposta (dependentes ou explicadas) através de um conjunto de variáveis explicativas (independentes ou regressoras). Esta metodologia pode ser utilizada também para a avaliação dos efeitos das variáveis explicativas como previsoras das variáveis de resposta. (GUJARATI, 2005)

Sua aplicação é especialmente importante, pois permite que se estime o valor de uma variável com base num conjunto de outras variáveis. Quanto mais significativo for o peso de uma variável isolada, ou de um conjunto de variáveis explicativas, tanto mais se poderá afirmar que alguns fatores afetam mais o comportamento de uma variável de resposta especificamente procurada, do que outros. (WOOLDRIDGE, 2006)

O formato geral da equação de Regressão Linear Múltipla de acordo com Gujarati (2005) é:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \mu_i$$

Em que:

$Y$  : é a variável dependente;

$\beta_1$ : é o intercepto ( efeito médio sobre  $Y$  quando os regressores são zero);

$\beta_2$  e  $\beta_3$ : Coeficientes parciais de regressão;

$X_2$  e  $X_3$ : Regressores ou variáveis independentes;

$\mu$ : Termo de erro estocástico;

$i$ :  $i$ -ésima observação

Antes da interpretação e utilização dos resultados de uma regressão é necessário verificar a significância do modelo. De acordo com Gujarati (2005), o teste de significância é um procedimento no qual os resultados amostrais são utilizados para verificar a veracidade ou a falsidade de uma hipótese nula. Dois testes em específico são importantes para aceitação do modelo:

- a) Teste t: O teste t é o teste de significância dos coeficientes individuais de regressão. O questionamento essencial deste teste é se o valor atribuído a cada coeficiente é significativamente diferente de zero ou se tal valor ocorreu simplesmente ao acaso.

- b) Teste F: Teste global de significância de regressão. Verifica se pelo ao menos um coeficiente na regressão é estatisticamente igual ou diferente de zero.

### 3.6.1 Pressupostos do MQO

Para utilização dos resultados gerados pelo modelo de regressão, além da significância dos parâmetros é necessário também a adequação a cinco pressupostos básicos do MQO, a saber:

- a) Linearidade: O modelo de regressão é linear nos parâmetros, tanto o regressando, quanto o regressor devem ser lineares. O teste Reset de Ramsey pode ser utilizado para verificação de linearidade. (GUJARATI, 2005)
- b) Independência dos resíduos: A violação do pressuposto da independência dos resíduos implica na existência de forte correlação (auto-correlação) entre os residuais sucessivos. A falta de independência não afeta o valor dos parâmetros estimados, mas afeta diretamente as variâncias estimadas. A falta de independência dos resíduos implica em  $R^2$  e estatística F elevados e teste t reduzido. A auto-correlação pode ser resultante de especificação incorreta (a inclusão de um número não ótimo de variáveis), o que causa dependência entre as Variáveis Independentes, ou de forma funcional incorreta (deficiência de modelagem), ou ainda pela forte tendência entre as variáveis. A auto-correlação pode ser visualizada através da plotagem dos resíduos. No entanto, existe um teste estatístico, o de Durbin-Watson (teste D-W) que pode ser utilizado para verificar a existência de auto-correlação dos resíduos, além de análises gráficas. (WOOLDRIDGE, 2006)
- c) Homocedasticidade: Se os resíduos não estão distribuídos ao longo da linha de regressão em torno de todo o intervalo de observações, o pressuposto da variância constante, ou homocedasticidade, é violado. A ocorrência de variâncias não constantes nos resíduos é chamada de heterocedasticidade. Sua ocorrência pode estar condicionada a especificações incorretas no modelo de regressão, e sua detecção é possível através do estudo residual dos erros. Testes como o de Breush-Pagan e de métodos gráficos podem ser utilizados para verificação de homocedasticidade. (GUJARATI, 2005)
- d) Normalidade: Tendo em vista a hipótese de as distribuições amostrais são normais, a normalidade exata dos estimadores de MQO, depende da normalidade da distribuição do erro na população. Caso estes sigam uma distribuição diferente da normal, as estatísticas t não terão uma distribuição t, e as estatísticas F não seguirão uma distribuição F, o que causa problemas nas inferências. Pode ser usado testes e métodos gráficos para verificação da normalidade. (WOOLDRIDGE, 2006)



e) Não há multicolinearidade perfeita: A multicolinearidade é um problema que se desenvolve quando duas ou mais variáveis independentes possuem forte correlação. Quando um problema de multicolinearidade é detectado significa que a interpretação dos parâmetros estará comprometida, pois o efeito particular da variável explicativa na regressora estará contaminado pelo efeito de outras variáveis e apenas um efeito parcial lhe poderá ser atribuído. Em outros termos isso equivale a dizer que os coeficientes terão valores que vão depender da existência ou não de outras variáveis explicativas no modelo. (MOREIRA, 2006). Para detecção de multicolinearidade pode ser usado o cálculo de fatores de inflação da variância (vif).

#### 4 Resultados

Como forma de atingir o objetivo de verificar o impacto da estrutura de propriedade no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica no ano de 2011 foi criado o seguinte modelo:

$$Q_{\text{tobin}} = \alpha + \beta_1 \text{Total} + \beta_2 \text{Pref} + \beta_3 \text{Ord} + \beta_4 \text{Ord3} + \beta_5 \text{Pref3} + \beta_6 \text{Total3} + \beta_7 \text{Ord5} + \beta_8 \text{Pref5} + \beta_9 \text{Total5} + \beta_{10} \text{LnAt} + \beta_{11} \text{Risco} + \mu$$

Os resultados desse modelo são apresentados a seguir:

Tabela 1 – Variável dependente: Q\_tobin

	Coeficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor
Intercepto	4,019	0,814	4,934	0,000
Total	0,005	0,002	-0,965	0,078
Pref	-0,003	0,001	1,849	0,078
Ord	-0,000	0,002	-0,075	0,940
Pref	0,054	0,0560	0,965	0,3383
Total3	-0,006	0,002	1,961	0,063
Ord3	-0,007	0,003	-2,159	0,0425
Pref3	-0,005	0,001	-2,97	0,007
LnAtivo	-0,142	0,033	-4,290	0,000
Risco	0,005	0,001	3,055	0,006
RentAt	0,0567	0,007	8,075	0,000

Fonte: Elaborada pelos autores, 2013.

Tabela 2 - Estatísticas do Modelo de Regressão. Variável dependente: Q\_tobin

R <sup>2</sup>	0,972
R <sup>2</sup> Ajustado	0,960
Estatística F( p-valor)	2,28e-14

Fonte: Elaborada pelos autores, 2013.



Analisando o modelo, nota-se inicialmente que as variáveis Pref3, Risco, LnAt, e Rent foram significativas a 1%. Já as variáveis Total 3, e Pref se mostraram significantes a 5%, o que pode ser evidenciado analisando o p-valor dos testes t. As variáveis Ord e Total não se mostraram estatisticamente significantes. O teste F rejeitou a hipótese de que todos os coeficientes são iguais a zero, atribuindo significância global ao modelo, o que pode ser verificado por meio do p-valor do teste F.

Antes de fazer a análise do coeficiente de cada variável, é importante ressaltar que o modelo utilizou do método de heterocedasticidade corrigida, devido a problemas de heterocedasticidade detectados previamente. Este método de correção impede que o modelo incorra em problemas causados pela violação da hipótese do MQO que defende as variâncias dos resíduos deve ser constante. Testes de linearidade (reset de Ramsey), auto-correlação dos resíduos (Durbim Watson), Normalidade (qui-quadrado) e Multicolinearidade (VIF) foram realizados e apontaram que o modelo não apresenta problemas que podem causar violação de nenhum desses pressupostos do MQO.

Passando para interpretação do modelo, nota-se que as variáveis Total3, Pref3 e Ord3 apresentaram coeficiente negativo, indicando que um aumento na concentração de propriedade ocasiona uma redução no Q de Tobin. A variável Total3 apresentou coeficiente de -0,006, evidenciando que um aumento de 1% na quantidade de ações totais da empresa na mão dos 3 maiores acionistas, ocasiona uma redução de 0,006 no Q de Tobin. A interpretação para as variáveis Pref3 e Ord3 são análogas, sendo que o aumento de 1% das ações preferenciais na mão dos três maiores acionistas leva uma queda de 0,003 do Q de Tobin, da mesma forma que um aumento de 1% das ações ordinárias nas mãos dos três maiores acionistas ocasiona uma redução do Q de Tobin de 0,007.

No caso das variáveis que expressam a quantidade de ações na mão do maior acionista, apenas a variável Pref, que indica o percentual de ações preferenciais foi significativa, apresentando coeficiente de -0,003, apontando que um aumento de 1% das ações preferenciais na mão do maior acionista, leva a uma queda de 0,003 no Q de Tobin.

Diante desses resultados, conclui-se que para as empresas do setor de energia no ano de 2011 a concentração de propriedade leva a uma redução no Q de Tobin, indicando que empresas com alta concentração de propriedade tendem a ter um desempenho inferior.

Ao se tratar dos resultados dos coeficientes das variáveis de controle, a variável Ln\_ativo, apresentou coeficiente de -0,142, indicando que um aumento 1% no ativo, leva a uma redução de 0,001 no Q de Tobin. A variável Risco, representada pelo coeficiente Beta, apresentou coeficiente de 0,005, apresentando uma relação positiva entre risco e performance. Já a variável Rent, que é representada pela indicador ROA, de rentabilidade do ativo, apresentou coeficiente de 0,05, indicando que o aumento de 1% na rentabilidade leva a um aumento de 0,05 no Q de Tobin, resultado já esperado, que mostra que empresas mais rentáveis, tendem a ter um melhor desempenho.

O R<sup>2</sup> ajustado do modelo, apresentou valor 0,96, indicando que 96% das variações ocorridas no Q de Tobin das empresas de capital aberto do setor de energia elétrica no ano de 2011 são ocasionadas pelas variáveis independentes inseridas no modelo.

## 5 Considerações Finais

Tendo em vista a questão da estrutura de propriedade, mais especificamente da concentração de propriedade, o presente estudo objetivou verificar o impacto da concentração de



propriedade no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica no ano de 2011.

A partir de um modelo econométrico, baseado nos mínimos quadrados ordinários, que foi estatisticamente significativo e que apresentou um coeficiente de determinação de 96%, foi possível verificar que a concentração de propriedade tende a ter um impacto negativo no desempenho.

Tais resultados corroboram com estudos que encontraram uma relação negativa entre desempenho e concentração de propriedade, como encontrado por Claessens *et al* (2002).

Para trabalhos futuros sugere-se um estudo mais abrangente envolvendo um maior período de tempo e uma maior quantidade de empresas. Sugere-se ainda que seja incluído no modelo variáveis que dizem respeito à identidade dos acionistas majoritários, para que assim se encontrem resultados que possam dizer respeito a estrutura de propriedade de forma geral.

## 6 Referências Bibliográficas

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. Transaction Pub, 1932. ISBN 0887388876.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v. 41, p. 369-380, 2006. ISSN 0080-2107. Disponível em: <[http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0080-21072006000400002&nrm=iso](http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0080-21072006000400002&nrm=iso)>.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CLOVIS ANTONIO, K. et al. EVIDENCIAÇÃO E ANÁLISE DE CARGA TRIBUTÁRIA: UM ESTUDO EM EMPRESAS BRASILEIRAS DO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA. **RCO - Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 7, p. 3, 2010. ISSN 19826486.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Disponível em<<http://www.cvm.gov.br>>. Versão: Junho, 2002.

DA SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2006. Saint Paul Institute of Finance

GUJARATI, D. *Econometria Básica*. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro: Rio de Janeiro: Elsevier 2006.

IBGC– **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. Código das melhores práticas de governança corporativa. Versão 2010. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 02/fev/2013.



JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

ISSN 0304-405X. Disponível em: <

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X> >.

KANG, D. L.; SORENSEN, A. B. Ownership Organization and Firm Performance. **Annual Review of Sociology**, v. 25, p. 121-144, 1999. ISSN 03600572. Disponível em: <

<http://www.jstor.org/stable/223500> >.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002. ISSN 1415-6555.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Institucionalismo organizacional e práticas de governança corporativa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, p. 173-198, 2010. ISSN 1415-6555. Disponível em: <

[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1415-65552010000600008&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552010000600008&nrm=iso) >.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. ISSN 00221082. Disponível em: <

<http://www.jstor.org/stable/2329497> >.

SILVEIRA, A. D. M. D.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. D. C. Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, p. 763-788, 2008. ISSN 1415-6555.

Disponível em: < [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1415-65552008000300008&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552008000300008&nrm=iso) >.

SMITH, A. **The wealth of nations**. Blackstone Audio, 1989.