

DOI: <http://dx.doi.org/10.9771/rcufba.v15i0.43799>

VALOR ADICIONADO EM EMPRESAS DO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA: UMA ANÁLISE DO MERCADO BRASILEIRO

VALUE ADDED ELECTRIC INDUSTRY COMPANIES: AN ANALYSIS OF THE BRAZILIAN MARKET

Luiz Henrique Figueira Marquazan
UFSM
luizmarquazan@gmail.com

Janice Assunta Candaten
UFSM
janicandaten@gmail.com

Cristiane Krüger
UFSM
cris.kruger@hotmail.com

Ney Izaguirry de Freitas Junior
UFSM
neyifj@gmail.com

RESUMO

A pesquisa objetivou identificar determinantes da distribuição do valor adicionado entre diferentes partes interessadas, nas empresas de energia elétrica listadas na B3. Para isso, utilizou dados de 2014 a 2016, analisados por estatísticas descritivas, correlação e regressão. Os resultados evidenciam que a maior parcela distribuída é destinada ao governo, seguido dos terceiros, enquanto empregados e acionistas recebem parcelas menores. Pela correlação, a distribuição aos empregados possui relação com a geração de riqueza, porte, endividamento e controle acionário. Pela regressão, o porte explica a distribuição a governos, terceiros e própria. O endividamento, como esperado, aumenta a distribuição a terceiros e reduz a parte dos acionistas. Entretanto, riqueza gerada e controle acionário não contribuem na distribuição para empresa e acionistas, ponto de alerta para a gestão. Contribui ao apresentar determinantes da distribuição de riqueza e destaca elementos que, apesar de lógicos, não geram contribuição a determinados *stakeholders*.

Palavras-chave: Demonstração do valor adicionado, Teoria dos *Stakeholders*, distribuição do valor adicionado, empresas de energia elétrica.

ABSTRACT

The research aimed to identify determinants of value-added distribution among different stakeholders, in the electric energy B3 listed companies. For this, it used data from 2014 to 2016, analyzed by descriptive statistics, correlation and regression. The results show the largest portion distributed is destined to the government, followed by third parties, while employees and shareholders receive smaller portions. By the correlation, the distribution to employees is related to wealth generation, size, debt and shareholding control. By the regression, the size explains the distribution to governments, third parties and shareholders. Debt, as expected, increases distribution to third parties and reduces the shareholders' part. However, wealth generated and shareholding control do not contribute to distribution to the company and shareholders, a point of alert for management. It contributes by presenting determinants of the distribution of wealth and highlights elements that, despite being logical, do not generate contribution to certain stakeholders.

Keywords: Value Added Statement; Stakeholders Theory; Distribution of Value Added; Electric Power Industry.

1 INTRODUÇÃO

A partir do desenvolvimento econômico e social, com ampliação das companhias e seus efeitos no meio, surgem preocupações sobre as relações dessas com os diferentes agentes sociais, emergindo a percepção de que as empresas devem ter objetivos ligados a diferentes *stakeholders*, além do interesse em maximizar a riqueza dos acionistas (Freeman, 1984). Neste contexto, torna-se importante divulgar à sociedade informações relativas à efetiva contribuição no desenvolvimento social e econômico em seu ambiente, expressa por meio de seu relacionamento com empregados, governo (como agente de relação com a sociedade), clientes, fornecedores, acionistas, etc. (Pruzan, 1998).

Surge então, nos países europeus, a figura do Balanço Social, com uma ramificação das demonstrações financeiras de importância social, a Demonstração do Valor Adicionado (DVA), com objetivo de demonstrar a riqueza gerada pelas atividades da empresa, como resultado do esforço coletivo, e a distribuição entre os que contribuíram para sua criação. No Brasil, a DVA é uma demonstração contábil relativamente nova, se comparada às tradicionais, e só passou a ser obrigatória, por lei, para as companhias de capital aberto a partir de 2008, pela Lei n. 11.638/2007.

Antes desta obrigatoriedade legal, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), desde 2001, exige a publicação do Balanço Social e da DVA das empresas do setor elétrico. Por esse fato, é esperado que tais empresas estejam mais maduras sobre a forma como geram e distribuem riqueza, com maiores preocupações sobre a legitimidade perante a sociedade. Ainda, sendo a energia um serviço essencial, é plausível supor que elas gerem e distribuam valor de forma mais equânime, em detrimento do foco concentrado no lucro dos acionistas.

Dentre as diferentes perspectivas de análise da DVA, destaca-se a vinculação com a Teoria dos *Stakeholders* (TS) (Barakat et al., 2016). Considerando os preceitos desta teoria, o propósito da empresa é criar e distribuir riqueza aos *stakeholders* (Clarkson, 1988) e permite verificar a influência de cada um dos grupos envolvidos (Donaldson & Preston, 1995), além de constituir ferramenta para demonstrar como eles devem agir frente à decisão (Boaventura et al., 2009).

Na TS, Freeman (1984) define *stakeholders* como grupos que tem legitimidade sobre a organização, sem os quais, a organização deixaria de existir (Clarkson, 1995). Entende-se que estes *stakeholders* são os principais agentes com quem a entidade tem relação. Portanto, há uma ligação entre a DVA, que procura evidenciar a participação de importantes *stakeholders* (empregados, governo, financiadores e proprietários) na distribuição da riqueza das empresas (Boaventura et al., 2009).

Para a geração do valor adicionado é necessária a utilização de mão-de-obra e de capitais, próprios e de terceiros, além da garantia, do governo, de manutenção da ordem política e social. Estes elementos, combinados, incitam a realização de pesquisas sobre a distribuição de valor por empresas, visto que estes recursos são remunerados de alguma forma, resultado de diferentes fatores, o que leva à problemática do estudo, em concentrar esforços em identificar possíveis elementos que determinem a composição da

distribuição do valor adicionado das companhias para cada parte. Com este foco, o objetivo do estudo é identificar determinantes da distribuição do valor adicionado entre as diferentes partes interessadas nas empresas do setor de energia elétrica listadas na B3. Mais especificamente, por dados secundários de 2014 a 2016, com abordagem quantitativa.

Além das motivações discutidas, é importante analisar a distribuição de valor desse setor, parte de uma complexa cadeia econômica, a qual inicia com a exploração de recursos naturais estratégicos (água, minerais, petróleo e gás natural), de propriedade da União e termina no fornecimento de um serviço público básico para a sociedade. Sendo, por isso, um setor regulado pelo governo, com precificação controlada, o que limita a expansão da riqueza.

Com os resultados, a pesquisa contribui para a literatura em contabilidade, sobre determinantes da distribuição de riqueza das companhias, para gestores pela relação entre suas escolhas e a forma como a riqueza é gerada e distribuída, e aos gestores políticos, destaque ao controle de preços do setor e impactos na riqueza, especialmente pela fatia retida em tributos quando comparada aos valores distribuídos aos demais *stakeholders*.

Além desta introdução, o trabalho apresenta, no próximo tópico, um apanhado teórico-empírico que sustenta suas hipóteses, seguido dos passos metodológicos, dos resultados e discussão desses. Ao final apresenta as principais conclusões e a lista de obras consultadas.

2 VALOR ADICIONADO, TEORIA DOS *STAKEHOLDERS* E HIPÓTESES

O surgimento da DVA ocorreu na Europa na década de 1970 e, apesar de fornecer importantes informações, não é obrigatória em todos os países (Pinto & Freire, 2013). No Brasil, a DVA foi adotada nos anos 1990, posteriormente legitimada pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) por meio da Resolução 1.138 (2008), seguida da Resolução 1.328 (2011), que aprovou a Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral (NBC TG) 09 – Demonstração do Valor Adicionado. A norma a definiu como um demonstrativo que evidencia a riqueza criada pela entidade e sua distribuição, durante determinado período.

Seu estudo, no Brasil, se dá sob diferentes enfoques, abrangendo desde a identificação das vantagens da utilização para avaliação da distribuição de riqueza até pesquisas para melhor compreensão do demonstrativo (Góis et al., 2016). Nesta linha, uma referência relevante em consonância à DVA e à distribuição de riqueza, é a Teoria dos *Stakeholders* (TS), uma vez que permite verificar, dentre outros fatores, como ocorre a influência de cada grupo envolvido com a empresa (Boaventura et al., 2009).

A TS tem origem no modelo conceitual de Freeman (1984), especificando que as empresas devem ir além de maximizar o valor do acionista (*shareholder*) e abordar os interesses dos *stakeholders*. A essência da Teoria é a caracterização das organizações como um conjunto de relações entre os grupos que se interessam pela atividade que constitui a organização (Donaldson & Preston, 1995).

Nela são identificados conceitos diferentes sobre o que é um *stakeholder*, gerados para servir a distintos propósitos (Freeman et al., 2010). Embora a profusão de definições do termo seja indicativa da riqueza da teoria e do seu amplo atrativo, resultando em aplicações em vários contextos, os teóricos reconhecem que isso também é problemático (Miles, 2017). Assim, Miles (2017) apresentou uma tentativa de classificar, filtrar e ordenar a TS e as definições dos *stakeholders*, produzindo um modelo abrangente e multidimensional, e classificou como normativa-instrumental tal teoria, sugerindo quatro hipóteses: influenciadores, requerentes, beneficiários e empregados.

Pela teoria não são apenas os acionistas, mas “qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou ser afetado pela realização dos objetivos de uma organização” (Freeman, 1984, p. 46). Assim, a tarefa fundamental da gestão é coordenar as relações da empresa com seus *stakeholders*, de forma a criar valor para todos (Crilly & Sloan, 2012), sob pena de não ter sucesso (Campbell, 1997).

A criação de valor para os *stakeholders* exige que os gestores apresentem demonstrativos contábeis para informá-los sobre o que lhes é de interesse (Pruzan, 1998). No entanto, a literatura mostra que o desenvolvimento de demonstrativos que incorporem os principais *stakeholders* requer esforço extensivo (Hall et al., 2015). Diante disso, a DVA com seu caráter social (Silva & Nascimento, 2005) integra os relatórios desenvolvidos pela contabilidade para melhor assistir as necessidades emergentes dos usuários, visando evidenciar o papel social das empresas, apresentando claramente a riqueza gerada, para que toda a sociedade conheça sua função positiva na criação de valor para a comunidade (Consenza, 2003).

A DVA evidencia dois tipos de informação: uma de natureza econômica e outra de natureza social (Silva & Nascimento, 2005). Esta dupla é um diferencial, quando comparada às demais demonstrações contábeis. Santos et al. (2007) explicam que a DVA fornece suporte para decisões quanto a investimentos, empréstimos, incentivos fiscais, estudos de viabilidade e até financiamentos governamentais. Os componentes da demonstração da riqueza (Tabela 1) podem assumir papel mais dinâmico frente à decisão, pelo fornecimento de informações quanto ao montante de riqueza, identificando evolução e julgando se sua parcela distribuída é apropriada (Góis et al., 2016; Scherer, 2006). Logo, é possível perceber a relação das empresas com a sociedade e sua capacidade de contribuir com os *stakeholders*, pela geração de tributos, remuneração de pessoal, de financiadores externos ou próprios.

Tabela 1 - Componentes da distribuição de riqueza

Componentes	Descrição
Empregados	Remuneração direta – salários, 13º salário, honorários da administração, férias, comissões, horas extras, participação de empregados nos resultados, etc. Benefícios – assistência médica, alimentação, transporte, planos de aposentadoria, etc. FGTS – depositados em conta vinculada.
Governos	Federais – tributos devidos à União, tais como: IRPJ, CSSL, IPI, CIDE, PIS, COFINS. Inclui a contribuição sindical patronal. Estaduais – tributos devidos aos Estados, tais como o ICMS e o IPVA. Municipais – tributos devidos aos Municípios, tais como o ISS e o IPTU.
Financiadores externos	Juros – inclui as despesas financeiras, inclusive as variações cambiais passivas, relativas a quaisquer tipos de empréstimos e financiamentos junto a instituições financeiras, empresas do grupo ou outras formas de obtenção de recursos. Inclui os valores que tenham sido capitalizados no período. Aluguéis – aluguéis e despesas com arrendamento operacional. Outras – outras remunerações que configurem transferência de riqueza a terceiros.
Proprietários	Juros sobre o capital próprio (JCP) e dividendos – pagos ou creditados aos sócios e acionistas por conta do resultado do período. Lucros retidos e prejuízos do exercício – inclui os valores relativos ao lucro do exercício destinados às reservas, inclusive os JCP quando tiverem esse tratamento; nos casos de prejuízo, esse valor deve ser incluído com sinal negativo.

Fonte: Adaptada de NBC TG 09 (2008).

A partir da literatura são utilizados nesta pesquisa o valor adicionado e sua distribuição, semelhante aos estudos de Silveira (2003), Frey et al. (2013) e Santos et al. (2015). Silveira (2003) verificou a geração e distribuição de riqueza nas empresas brasileiras de energia elétrica, entre 1999 e 2001. Constatou o perfil de distribuição de riqueza, em ordem decrescente, das concessionárias de energia como sendo governo, financiadores, empregados e acionistas. Já, na análise de distribuição de riqueza do setor financeiro da B3 (2007 a 2009), de Frey et al. (2013), em ordem decrescente foi: acionistas, empregados, governo e financiadores.

Ainda, Santos et al. (2015) analisou empresas da B3, classificando-as em mais e menos eficientes na geração e distribuição de valor adicionado, quanto ao componente pessoal, em 116 companhias, de 2008 a 2012. Pela análise envoltória de dados, encontraram-se 32 empresas mais eficientes e 10 menos eficientes. Salienta-se que o setor de energia elétrica apresentou maior quantidade de empresas consideradas eficientes, o que representou 25% deste grupo.

Frente à teoria, Carroll e Buchholtz (2008) referem-se aos funcionários como principais *stakeholders* internos. Para empregados e sindicatos a DVA serve de base para negociações salariais, comparações entre entidades do mesmo segmento e estudos do comportamento evolutivo da remuneração (Kroetz & Cosenza, 2004). Empresas com clientes insatisfeitos e força de trabalho descontente acabam diminuindo os seus lucros e o preço de suas ações, por conseguinte, diminuem a distribuição de riqueza, conforme elencado por Brealey et al. (2008). Assim, é viável supor que as empresas com maiores volumes de riqueza gerada procurem compartilhá-las com seus funcionários, considerando sua importância na fluidez dos negócios e nas relações com os demais *stakeholders*. Ainda, a parte destinada aos empregados pode sofrer efeitos quanto ao tamanho da empresa (Dallabona et al., 2014), em que se espera maior distribuição quanto maior a empresa, em forma de salários e contribuições. Assim, apresentam-se duas hipóteses da pesquisa:

H1: O nível de geração de riqueza está diretamente associado ao nível de distribuição aos empregados.

H2: O porte da empresa está diretamente associado ao nível de distribuição aos empregados.

Quanto à sociedade, em nível amplo, é tomado o volume de tributos recolhidos como forma de distribuição da riqueza. Nesse grupo, evidências indicam diferenças nas cargas tributárias em consonância com o tamanho da empresa (Bispo et al., 2009), em que as maiores, por vezes, são beneficiadas por incentivos fiscais mais significativos. Resultado alinhado é encontrado em empresas do setor elétrico, concluindo que as companhias que geram valores mais elevados de riqueza, *proxy* de tamanho, são tributadas em percentuais inferiores (Schafer et al., 2016), gerando a seguinte hipótese:

H3: O porte da empresa está inversamente associado nível de distribuição de riqueza na forma de tributos.

Ainda, a riqueza gerada pode ter relação com o nível de endividamento, como apontam Dallabona et al. (2014). As autoras avaliaram a relação entre os indicadores de desempenho e a riqueza distribuída aos agentes colaboradores na formação de riqueza. Os resultados demonstraram que o valor distribuído é influenciado por pelo menos um dos indicadores, dentre eles, o endividamento (Dallabona et al., 2014). Para Merofa (2014) o endividamento é entendido como mecanismo externo de controle, em que o desempenho dos administradores é observado e, pelos credores, pelo acompanhamento da performance no mercado de capitais.

Já, Ribeiro e Santos (2004) constataram que o setor energético vem aumentando a parcela de financiamento de terceiros (46,1% em 1998; 67% em 2002) e, por consequência, a distribuição eles (24,8% em 1998; 81,6% em 2002). Além disso, a pesquisa mostrou que a riqueza gerada vem crescendo e os ativos do setor diminuindo. Sendo assim, a maior distribuição de riqueza aos terceiros pode estar relacionada ao nível de endividamento, conforme hipótese:

H4: O nível de endividamento da empresa está diretamente associado ao nível de distribuição aos terceiros.

Os acionistas são tradicionalmente reconhecidos como principais parceiros, por proverem recursos envolvidos na criação de riqueza da empresa (Kent & Zunker, 2015). Sua importância é exaltada por Harrison e Smith (2015), ao relacionarem a dependência da empresa ao bem-estar dos acionistas. Assim, seus interesses são protegidos pelo mercado, pelo conselho e por leis, incluindo a busca pela maximização de valor (Moriarty, 2014). Para o autor uma empresa menos eficiente apresenta um preço menor de suas ações. Ainda, a concentração acionária influencia na gestão organizacional (Procianoy, 1994), visto que, os gestores ou o conselho podem, por meio da distribuição de dividendos, sinalizar a lucratividade da empresa (Bueno, 2002). Assim, usar tal mecanismo melhora as relações com acionistas, especialmente quando há controlador definido, gerando a quinta hipótese:

H5: O volume acionário do controlador está diretamente associado ao nível de distribuição aos sócios.

A seguir são detalhados os procedimentos metodológicos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa utiliza abordagem quantitativa, com a utilização de testes estatísticos para o tratamento e análise dos dados. Para Pereira (2012), na abordagem quantitativa tudo pode ser mensurado, traduzido em números, requerendo o uso de técnicas estatísticas. Ainda, trata-se de pesquisa descritiva, ao descrever características de determinada amostra e fenômeno, por técnicas padronizadas de coleta de dados, procurando relações entre variáveis (Triviños, 2008).

Relativo ao objetivo, optou-se por delimitar em empresas de capital aberto do setor de energia elétrica, listadas na B3. Motivado pelos seguintes aspectos: divulgação da DVA há longo período; relevância econômica; disponibilidade dos dados; controle governamental do preço para o setor; setor com maior quantidade de empresas eficientes (Santos et al., 2015).

Na data da coleta dos dados o setor possuía 60 empresas. Foram excluídas as 8 companhias dos segmentos de governança Bovespa Mais (MA) e Cia. Bovespa Mais Nível 2 (MB), devido à não

divulgação de informações. Foram removidas também as *holdings*, que somavam 16 companhias. Assim, a amostra (n) resultou em 36 empresas, subdivididas nos ramos de distribuição, geração, transmissão, geração e comercialização e geração e transmissão (Tabela 2).

Tabela 2 - Amostra das empresas analisadas

Razão Social	Nome de Pregão	Razão Social	Nome de Pregão
Distribuidoras		Geradoras	
Ampla Energia e Serviços	AMPLA ENERG	Afluentes Geração de Energia Elétrica	AFLUENTE
CEMIG Distribuição	CEMIG DIST	CPFL Energias Renováveis	CPFL RENOVAV
Centrais Elétricas do Pará	CELPA	CPFL Geração de Energia	CPFL GERAÇÃO
Cia de Eletricidade do Estado da Bahia	COELBA	Empresa Metropolitana de Águas e Energia	EMAE
Cia Energética de Pernambuco	CELPE	Investco	INVESTCO
Cia Energética do Ceará	COELCE	Itapebi Geração de Energia	ITAPEBI
Cia Energética do Rio Grande Norte	COSERN	Renova Energia	RENOVA
Cia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica	CEEE-D	Rio Parapanema Energia	GER PARANAP
Cia Paulista de Força e Luz	PAUL F LUZ	Termopernambuco	TERMOPE
Cia Piratininga de Força e Luz	CPFL PIRATIN	Transmissoras	
EDP Espírito Santo Distribuição de Energia	ESCELSA	Afluentes Transmissão de Energia Elétrica	AFLUENTE T
EDP São Paulo Distribuição de Energia	EBE	CTEEP - Cia de Trans. de Energia Elétrica Paulista	TRAN PAULIST
Elektro Redes	ELEKTRO	Transmissora Aliança de Energia Elétrica	TAESA
Eletropaulo Metrop. Elet. Sao Paulo	ELETROPAULO	Geradoras e Comercializadoras	
Energisa Mato Grosso Do Sul – Distrib. de Energia	ENERSUL	AES TIETE Energia S.A	AES TIETE
Energisa Mato Grosso-Distrib. de Energia	ENERGISA MT	CESP - Cia Energética de São Paulo	CESP
Light Serviços de Eletricidade	LIGHT	ENGIE BRASIL Energia	ENGIE BRASIL
RGE Sul Distribuidora de Energia	AES SUL	Geradoras e Transmissoras	
Rio Grande Energia	RIO GDE ENER	CEMIG Geração e Transmissão	CEMIG GT
		Cia Estadual de Geração e Trans. de Energia Elétrica	CEEE-GT

Sobre os dados, procedeu-se ao cálculo e análise de indicadores de riqueza gerada, de sua distribuição e variáveis que representem características das empresas e possam configurar como determinantes da distribuição do valor adicionado, conforme equação [1], modelo econométrico desenvolvido para testar as hipóteses. As variáveis são detalhadas na Tabela 3.

$$DIST_{it} = \beta_0 + \beta_1 * VAAT_{it} + \beta_2 * TAM_{it} + \beta_3 * ENDIV_{it} + \beta_4 * CONTROL_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Sendo:

$DIST_{it}$: As variáveis dependentes do modelo, sobre a distribuição do valor adicionado da empresa i no tempo t , para empregados ($DIST_EMPR$), governos ($DIST_GOV$), terceiros ($DIST_TER$) e a combinação entre valores reinvestidos na empresa e distribuídos aos acionistas ($DIST_PROP$);

β_0 : o parâmetro intercepto do modelo;

$\beta_1 \dots \beta_4$: os parâmetros das variáveis explicativas do modelo;

$VAAT_{it}$: variável representativa do nível de geração de riqueza da empresa i no tempo t ;

TAM_{it} : variável representativa do porte da empresa i no tempo t ;

$ENDIV_{it}$: variável representativa do nível de endividamento da empresa i no tempo t ;

$CONTROL_{it}$: variável representativa do nível de controle acionário da empresa i no tempo t ;

ε_{it} : os erros de estimação do modelo.

Tabela 3 - Variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Forma de medição
$DIST_EMPR$	Valor adicionado distribuído a funcionários, em milhões de reais.
$DIST_GOV$	Valor adicionado distribuído a entes públicos, em milhões de reais.
$DIST_TER$	Valor adicionado distribuído a terceiros (financiadores de capital), em milhões de reais.
$DIST_PROP$	Valor adicionado retido pela empresa e distribuído a acionistas, em milhões de reais.

VAAT	Razão entre o total do valor adicionado e o ativo total da empresa.
TAM	Logaritmo do valor do ativo total da companhia.
ENDIV	Razão entre o valor do passivo exigível e o ativo total da empresa.
CONTROL	Percentual de ações ordinárias nominativas (ON) sob propriedade do acionista controlador.

Os dados secundários relativos às informações contábeis de ativo total, patrimônio líquido, receita total, valor adicionado total produzido e a distribuição a seus *stakeholders* (empregados, tributos, terceiros e próprios), bem como o percentual de ações ordinárias em poder do sócio controlador, foram coletados a partir dos dados divulgados empresas e disponibilizados no website da B3. Os dados encontram-se disponíveis na Demonstração do Valor Adicionado, na Demonstração do Resultado do Exercício, no Balanço Patrimonial e no Formulário de Referência de cada empresa, para o período de 2014 a 2016. A pesquisa foi realizada nos meses de abril a junho de 2017 e os dados foram tabulados no Microsoft Excel e analisados por meio de ferramentas estatísticas.

Os valores de DIST_EMPR, DIST_GOV, DIST_TERC e DIST_PROP foram analisados em milhões de reais e sofreram processo de winsorização ao nível de 10%. Tais ajustes foram necessários para: a) evitar problemas de micro numerosidade, devido às diferenças entre as escalas das demais variáveis; b) reduzir efeitos de observações atípicas (*outliers*).

Inicialmente foi a análise das estatísticas descritivas dos valores adicionado e distribuído aos *stakeholders* em relação à riqueza total gerada pelas empresas. Após, os dados foram submetidos às análises de correlação e regressão, pelo software Eviews 8.0, para testes das hipóteses. Para a primeira foram utilizados os coeficientes de Pearson e Spearman, de acordo com a possibilidade do uso do teste paramétrico e necessidade de não paramétrico. Para testes de regressão, utilizou-se das premissas discutidas em Greene (2003) e Gujarati (2006) para validação e análise de robustez dos modelos, incluindo a normalidade da distribuição dos dados pela estatística Jarque-Bera, a homocedasticidade dos resíduos pelo teste de White, a autocorrelação pelo teste Durbin Watson, e a significância das variáveis, usando os testes t de student e F de Fischer. Ainda, sendo os dados referentes a 3 períodos e 36 empresas, foi utilizada regressão com dados em painel, com teste de Hausman para efeitos fixos ou aleatórios ao nível das companhias. Em todos os testes foi utilizado nível de significância de 10%.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estatísticas descritivas

Neste tópico são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis (Tabela 4). Relativo às variáveis sobre a distribuição de valor adicionado é possível perceber que a média de valor distribuído ao governo, por tributos é a maior, seguido dos rendimentos a terceiros com larga distância. De forma mais homogênea, a distribuição a funcionários tem média levemente superior aos resultados destinados aos acionistas e ao reinvestimento nas empresas. Esta ordem também identificada nos valores máximo e mínimo, com destaque ao valor negativo para DIST_PROP, resultado de prejuízos. As evidências demonstram que não ocorreu uma mudança na ordem dos montantes de distribuição de riqueza, desde o estudo de Silveira (2003).

Tabela 4 - Estatísticas descritivas – 2014 a 2016

Variáveis	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	Jarque Bera	Prop. JB
DIST_EMPR	166,848	139,080	409,445	1,859	129,332	8,524	0,014
DIST_GOV	1.308,628	976,788	3.529,405	8,030	1.223,831	10,669	0,005
DIST_TERC	371,031	270,916	900,821	2,823	288,563	9,654	0,008
DIST_PROP	158,333	117,570	520,226	-151,901	205,887	5,686	0,058
VAAT	0,408	0,408	1,134	-0,295	0,256	0,955	0,620
TAM	15,151	15,295	16,617	10,722	1,242	148,760	0,000
ENDIV	0,586	0,641	1,357	0,011	0,236	2,223	0,329
CONTROL	83,232	92,885	100,000	36,810	20,157	16,630	0,000

A proporção de valor adicionado em relação ao ativo das companhias (VAAT) apresentou média

e mediana de 0,408. Indicando que as empresas da amostra têm criado níveis de riqueza equivalentes, em média, a 41% do total de recursos disponíveis para operarem, medida de eficiência. Destaca-se ainda que em 37 observações esse dado foi superior a 50%, (19 companhias), sendo apenas EBE com nível superior a 1, em 2015.

As maiores empresas da amostra (TAM), são CEMIG GT, CEMIG DIST, CESP, TRAN PAULIST e ELETROPAULO, confirmando a superioridade esperada das empresas que atuam na Região Sudeste, onde há maior densidade populacional e desenvolvimento econômico. Na outra ponta da série, estão as companhias AFLUENTE, AFLUENTE T, ITAPEBI e EMAE.

Relativo ao endividamento (ENDIV), é possível perceber que, em média, mais de 50% do financiamento das companhias é originado por capital de terceiros, identificado em 75 das 108 observações. Destaque para as empresas CEEE-D, que passou de 100% nos anos 2015 e 2016, ou seja, teve passivo a descoberto, PAUL F LUZ, CPFL PIRATIN, CELPA, CEMIG DIST e ELETROPAULO, que apresentaram, em ao menos um período, endividamento superior a 80% do total de recursos.

Por fim, foi analisado o percentual de ações ordinárias sob propriedade do acionista controlador (CONTROL). É possível perceber que o capital é concentrado, havendo casos de um único acionista, detentor de 100% das ON. A análise da mediana de 92,885, mais de 9 p.p. acima da média, demonstra esse comportamento regular entre as empresas do setor elétrico. Apenas RENOVA (2014-2016), ITAPEBI (2014-2016), TAESA (2014-2016), AMPLA (2014-2015) apresentaram percentuais inferiores a 50%. Assim, a presença de controlador na quase totalidade da amostra e a composição concentrada do capital inviabilizam a identificação de possíveis efeitos da ausência de acionista controlador.

4.2 Análise dos determinantes da riqueza distribuída

Os dados foram analisados por meio de testes de correlação e regressão, conforme Tabelas 5 e 6, respectivamente. Para o uso do coeficiente de correlação de Pearson, as variáveis precisam atender à premissa de normalidade da distribuição dos dados, o que foi obtido em DIST_PROP, VAAT e ENDIV, conforme teste Jarque-Bera, significativo a 5% (Tabela 4). Nas demais correlações é utilizado o teste não paramétrico de Spearman.

Tabela 5 - Análise de correlação das variáveis – 2014 a 2016

Variáveis		DIST_EMPR	DIST_GOV	DIST_TERC	DIST_PROP	VAAT	TAM	ENDIV
DIST_GOV	Coef.	0,775*						
	p-valor	0,000						
DIST_TERC	Coef.	0,639*	0,683*					
	p-valor	0,000	0,000					
DIST_PROP	Coef.	0,133	0,159**	0,098				
	p-valor	0,171	0,099	0,312				
VAAT	Coef.	0,519*	0,823*	0,438*	0,028			
	p-valor	0,000	0,000	0,000	0,772			
TAM	Coef.	0,663*	0,589*	0,744*	0,352*	0,149		
	p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,125		
ENDIV	Coef.	0,582*	0,730*	0,681*	-0,015	0,616*	0,368*	
	p-valor	0,000	0,000	0,000	0,875	0,000	0,000	
CONTROL	Coef.	0,188**	0,391*	0,314*	0,167**	0,327*	0,161**	0,485*
	p-valor	0,051	0,000	0,001	0,084	0,001	0,095	0,000

* p-valor < 1%; ** p-valor < 10%

Dentre os coeficientes apresentados na Tabela 5, a parte marcada em cinza concentra as relações foco da pesquisa. É possível perceber que apenas duas correlações não foram significativas, relativas a DIST_PROP com VAAT e ENDIV.

Sobre a distribuição de valor aos funcionários, todas as variáveis analisadas impactam positivamente, sendo VAAT, TAM e ENDIV com coeficientes superiores a 0,5, considerada correlação forte. Por outro lado, o nível de controle acionário apresentou baixa correlação, de 0,188. Esse conjunto indica que os fatores organizacionais de geração de riqueza, porte e nível de endividamento são mais fortemente correlacionadas com DIST_EMPR, conjunto de elementos para não rejeição de H1 e H2.

Comportamento semelhante é identificado com a variável DIST_GOV. Destaca-se a correlação da geração de valor sobre o ativo (VAAT), com coeficiente de 0,823, significativo a 1%, contrária à H3. Novamente, CONTROL apresenta correlação mais fraca entre elas. Quando analisadas as relações com DIST_TERC, os principais coeficientes são ligados ao tamanho da empresa e ao endividamento, indicando que empresas maiores e mais endividadas remuneram mais os financiadores externos de capital, alinhado à H4. Nesse caso a geração de riqueza (VAAT) perde força explicativa, mesmo apresentando índice significativo.

Por fim, DIST_PROP apresenta correlação moderada com o porte (TAM) e fraca com a concentração acionária (CONTROL). Assim, empresas maiores e que possuem maior controle acionário, tendem a apresentar maiores parcelas da riqueza para uso da companhia e acionistas, não rejeitando H5. Por outro lado, o valor dos coeficientes e a não correlação significativa com VAAT e ENDIV, demonstram que, para analisar a parcela da riqueza que é mantida na empresa ou distribuída a seus acionistas, outros fatores são necessários.

Os resultados dos testes de regressão, utilizados para testar as hipóteses, são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 - Análise de regressão com dados em painel – 2014 a 2016

Modelo Variável dependente Estimação	(1) DIST_EMPR Efeitos fixos		(2) DIST_GOV Efeitos fixos		(3) DIST_TER Efeitos aleatórios		(4) DIST_PROP Efeitos aleatórios	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Variáveis indep.								
Constante	51,110	0,882	-30.181,400	0,000	-1.685,920	0,000	-1.014,439	0,005
VAAT	28,272	0,175	1.937,572*	0,000	236,770*	0,007	119,352	0,212
TAM	4,089	0,858	1.976,830*	0,000	109,819*	0,000	76,115*	0,002
ENDIV	29,495	0,378	-216,498	0,702	315,119**	0,019	-277,764**	0,038
CONTROL	0,300	0,712	10,503	0,445	1,340	0,387	1,606	0,225
R ² ajustado	0,978		0,929		0,369		0,076	
Teste F/p-valor	121,585	0,000	36,663	0,000	16,622	0,000	3,191	0,000
DW	2,629		2,535		1,564		1,557	
Jarque-Bera/p-valor	38,889	0,000	0,284	0,868	4,147	0,126	1,733	0,421
Hausman/p-valor	11,736	0,019	17,850	0,002	2,557	0,634	3,931	0,415
Efeitos	Fixos		Fixos		Aleatórios		Aleatórios	

* p-valor < 1%; ** p-valor < 5%

Inicialmente são necessárias considerações sobre a validade dos modelos, com base em Gujarati (2006). A hipótese nula do teste de Hausman é de ausência de correlação entre os regressores e o termo de erro. Caso não haja correlação (não rejeitando H₀), é recomendado o uso de efeitos fixos, ao passo que o contrário é indicativo do uso de efeitos aleatórios, devido à presença de correlação das regressores com o erro da equação.

O modelo (1) apresenta alto nível de explicação (R² = 97,8%), porém nenhuma das variáveis é estatisticamente significativa, indicando problemas de autocorrelação das variáveis com os erros da equação, o que é confirmado pelo teste Durbin Watson (DW). Ainda, pelo teste de normalidade dos resíduos (Jarque-Bera) não é rejeitada a hipótese nula de não normalidade dos dados, ferindo pressuposto da análise de regressão. Assim, os dados apresentados no modelo não podem ser utilizados para teste de H1 e H2.

Os demais modelos são considerados válidos pela presença de variáveis significativas, nível de explicação (R²), teste F de significância conjunta, todos significativos a 1%, e o teste Jarque-Bera para normalidade da distribuição dos resíduos. A análise, decisões sobre as hipóteses e discussão sobre os resultados, são apresentadas no próximo tópico.

4.3 Discussão

Considerando os resultados da Tabela 6, DIST_GOV é explicada pelas variáveis VAAT e TAM com relações positivas e estatisticamente significativas, confirmando os indicativos da análise de correlação (Tabela 5), elementos suficientes para rejeição de H3. Por outro lado, ENDIV e CONTROL

não mantiveram o mesmo comportamento. Assim, tanto a geração de riqueza quanto o porte das companhias contribuem para a geração de tributos, resultado dos níveis superiores de receita dessas empresas.

Ambas também explicam as variações na riqueza distribuída a financiadores externos (DIST_TER). Neste caso, o nível de endividamento das empresas também contribui para o pagamento de juros, o que se apresenta como uma relação natural. Inclusive, quando analisado o regressor de ENDIV ($\beta = 315,119$) é possível perceber que impacta mais que a própria geração de riqueza (VAAT), ambas medidas percentuais. A cada 1 p.p. de variação no endividamento a distribuição média a terceiros cresce em R\$ 315,12 milhões, enquanto gerar 1 p.p. a mais de riqueza incorre em R\$ 236,77 milhões a mais de pagamento de juros. Elementos suficientes para não rejeição de H4.

Por fim, a riqueza própria, distribuída a acionistas ou retida para reinvestimento (DIST_PROP) é explicada por porte e endividamento. TAM contribui, ou seja, quanto maior a empresa maior o lucro gerado, ao passo que ENDIV reduz o lucro. Esses comportamentos, em certa medida, são esperados, uma vez que empresas maiores tendem a apresentar maior valor de lucro, assim como as mais endividadas podem gerar mais riqueza para terceiros do que para o capital próprio, tal como ocorre nas empresas da amostra. Ainda, destaques no modelo (4) fazem referência à ausência de relação significativa para as variáveis de geração total de riqueza (VAAT) e de nível do controle acionário (CONTROL). Pela primeira, a busca, pelos gestores, por incrementos no valor adicionado não necessariamente resultará em melhores taxas de lucro, ao passo que o segundo representa incapacidade do controlador em elevar os níveis de riqueza para a companhia e acionistas, rejeitando H5. A Tabela 7 resume os resultados e hipóteses.

Tabela 7 - Resumo dos resultados

Variável	Stakeholder	Relação esperada	Relação encontrada	Hip.	Decisão
VAAT	Empregados	+	+ (correlação*)	H1	Inconclusa
VAAT	Governo	?	+	nd**	nd
VAAT	Terceiros	?	+	nd	nd
TAM	Empregados	+	+ (correlação*)	H2	Inconclusa
TAM	Governo	-	+	H3	Rejeita
TAM	Terceiros	?	+	nd	nd
ENDIV	Terceiros	+	+	H4	Aceita
ENDIV	Empresa e acionistas	?	-	nd	nd
CONTROL	Empresa e acionistas	+	=	H5	Rejeita

*Resultado obtido pela análise de correlação, não sendo possível a confirmação pelos testes de regressão linear; **ND: item não desenvolvido nesta pesquisa.

Com base nos resultados da pesquisa e as decisões sobre as hipóteses, as expectativas quanto aos determinantes sobre a distribuição aos empregados foram parcialmente alcançadas, considerando as restrições já discutidas. Empresas maiores e com maiores níveis de geração de riqueza procuram ampliar a participação dos funcionários, como discutido em Dallabona et al. (2014), o que potencialmente evita os problemas de queda no desempenho e geração de riqueza, relatados por Brealey et al. (2008).

Ainda com relação ao porte das companhias, constatou-se que os efeitos de incentivos fiscais às maiores, relatados por Bispo et al. (2009), não são encontrados na amostra para o período, e pode ser resultado de que todas as companhias estudadas são consideradas de grande porte. Por outro lado, Schafer et al. (2016) haviam identificado relação entre porte e redução da distribuição de riqueza na forma de tributos para companhias do setor de energia elétrica. A divergência de resultados pode estar ligada à forma como o porte foi medido em cada estudo, sendo o valor total de riqueza gerada pela companhia em Schafer et al. (2016), elemento mais relacionado ao desempenho da empresa, devido à sua composição: receita total deduzida dos gastos realizados nas aquisições de outras empresas.

A pesquisa também aponta para o efeito positivo esperado para maior distribuição a terceiros conforme eleva-se o nível de endividamento das companhias, movimento identificado também por Dallabona et al. (2014) e por Ribeiro e Santos (2004) sobre empresas do setor de energia elétrica. Como identificado anteriormente, a busca destas empresas por financiamento com terceiros elevou-se significativamente após o processo de desestatização, com crescimento a taxas maiores dos percentuais de distribuição de riquezas aos bancos, o que conjuga com o efeito negativo do nível de endividamento com a retenção de lucros e distribuição aos acionistas, encontrado nesta pesquisa. Com isso, o efeito é

duplicado, pois além de direcionar recursos a um grupo de *stakeholders* também reduz o de outro.

Por fim, o nível acionário do controlador não contribui para que a parcela própria da riqueza seja elevada. Isso pode ter efeitos negativos na sinalização e percepção de desempenho da empresa (Bueno, 2002), demonstrando ser menos eficiente no retorno dos capitais próprios empregados com potenciais consequências negativas sobre seu valor de mercado (Moriarty, 2004). Considerados os principais parceiros para prover recursos que permitam a geração de riqueza (Kent & Zunker, 2015), o maior poder do controlador não surtiu efeitos quanto à retribuição de tais valores, e gera necessidade de atenção à legitimidade com os acionistas, devido à dependência natural que as empresas possuem das relações e do capital dispendido por eles (Harrison & Smith, 2015).

5 CONCLUSÃO

Mudanças nas configurações dos negócios por pressões sociais geram demandas de informações, com reflexos na contabilidade. Da ampliação da necessidade em manter boas relações com diferentes grupos de interessados surge a DVA, que demonstra a riqueza gerada em determinado período e sua distribuição entre os que contribuíram para sua criação.

Essa passou a ser obrigatória no Brasil para as empresas de capital aberto a partir de 2008. Contudo, o setor de energia elétrica, social e economicamente importante para o país, já divulgava desde 2001, exigência da agência reguladora. Neste sentido, dada a importância informativa da DVA, à luz da Teoria dos *Stakeholders*, o estudo teve como objetivo identificar determinantes da destinação do valor adicionado entre os as partes interessadas das empresas do setor de energia elétrica, listadas na B3, no período de 2014 a 2016.

A partir das análises realizadas foi possível identificar determinantes na distribuição do valor adicionado e testar hipóteses sobre sua composição. Com relação à distribuição aos empregados, fatores como geração de riqueza, porte da empresa e nível de endividamento apresentaram forte correlação. Entretanto, o modelo de regressão, com os dados utilizados, não foi estatisticamente válido, tornando os resultados inconclusivos e gerando oportunidade para novas pesquisas.

Na distribuição ao governo, observou-se forte relação com geração de riqueza e porte das empresas. A geração de valor sobre o ativo apresenta impacto maior justamente pelos tributos serem percentuais sobre as receitas auferidas pela empresa, quanto maior a riqueza, tendo como determinante a própria receita, maior a destinação aos tributos. Da mesma forma, empresas maiores geram mais receitas, resultando em aumento de tributos, sem percepção de da presença de incentivos fiscais às maiores.

A distribuição a terceiros foi determinada pela geração de riqueza, tamanho da empresa e endividamento. Empresas maiores requerem investimentos mais vultosos e acabam por destinar parcela maior de riqueza aos financiadores. Por fim, a distribuição ao capital próprio apresentou comportamento divergente do esperado em parte das variáveis, rejeitando a hipótese apresentada. A geração de riqueza e o nível de controle acionário não convergem para melhoria do valor gerado aos acionistas. Empresas com este comportamento necessitam identificar oportunidades de uso do poder do controlador para gerar valor e dosar a distribuição, pois não apresentaram evidências de bons resultados a estes financiadores.

Os resultados contribuem para a pesquisa da contabilidade por meio da compreensão de como e por que o valor adicionado é distribuído nas empresas da amostra. Além disso, coopera com a prática gerencial como potencial fonte para gestores em relação às suas escolhas e à forma como a riqueza é distribuída. Por último, os agentes políticos também podem se beneficiar das descobertas, destaque ao controle de preços do setor e os impactos na riqueza, especialmente pela fatia retida em tributos quando comparada aos valores distribuídos aos demais *stakeholders*.

Este estudo apresenta limitações em tamanho e alcance que oferecem ideias para futuras pesquisas. Destaca-se a estatística utilizada, ao passo que outros métodos e modelos podem ampliar a discussão, especialmente sobre os resultados ligados à distribuição para empregados. Ainda, pelo número de empresas analisadas e a restrição a um setor.

REFERÊNCIAS

Barakat, S. R., Freitas, L. P., Boaventura, J. M. G., & MacLennan, M. L. F. (2016). Legitimidade: uma análise da evolução do conceito na Teoria dos Stakeholders. *Revista de Ciências da Administração*, 18(44), 66-80. DOI: <http://doi.org/10.5007/2175-8077.2016v18n44p66>

- Bispo, J. DE S., Calijuri, M. S. S., & Lima, I. S. (2009) A importância dos dados contábeis para a relação entre carga tributária, tamanho e setor econômico das empresas brasileiras. *Revista de Informação Contábil*, 3(3), 25-43.
- Boaventura, J. M. G., Cardoso, F. R., Silva, E. S., & Silva, R. S. (2009). Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão e Negócios*, 11(32), 289-307. DOI: <http://doi.org/10.7819/rbgn.v11i32.378>
- BRASIL. Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/lei/111648.htm Acesso em 10 abr. 2017.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Principles of corporate in finance*. 10. Ed. McGraw-Hill.
- Bueno, A. F. (2002). Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. *Revista Contabilidade & Finanças*, 13(28), 39-55. DOI: <http://doi.org/10.1590/S1519-70772002000100003>
- Campbell, A. (1997). Stakeholders: the case in favour. *Long Range Planning*, 30(3), 446-450. DOI: [http://doi.org/10.1016/S0024-6301\(97\)00003-4](http://doi.org/10.1016/S0024-6301(97)00003-4)
- Carroll A. B., & Buchholtz, A. K. (2008). *Business and society: ethics and stakeholder management*. 7. Ed. South-Western College Pub Mason, OH.
- CFC – Conselho Federal de Contabilidade. Resolução CFC n. 1.328 de 18 de março de 2011. Aprova a NBC TG 09 - Demonstração do Valor Adicionado. Disponível em: http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_1328.doc Acesso em 10 abr. 2017.
- Clarkson, M. B. E. (1998). Corporate social performance in Canada. In: PRESTON, L. E. (Ed.) *Research in corporate social performance and policy* (241-265). Greenwich, CT: JAI Press.
- _____. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117, DOI: <http://doi.org/10.2307/258888>
- CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento técnico CPC 09 de 30 de outubro de 2008. Demonstração do valor adicionado (DVA). Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=40> Acesso em 10 abr. 2017.
- Crilly, D., & Sloan, P. (2012). Enterprise logic: explaining corporate attention to stakeholders from the inside-out. *Strategic Management Journal*, 33(10), 1174-1193. DOI: <http://doi.org/10.2307/23260267>
- Cosenza, J. P. (2003). A eficácia informativa da demonstração do valor adicionado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 14, 7-29. DOI: <http://doi.org/10.1590/S1519-70772003000400001>
- Dallabona, L. F., Martins, J. A. S., & Klann, R. C. (2014). Utilização do gerenciamento de resultados para a redução de custos políticos: uma análise a partir da DVA. *Contextus*, 12(2), 91-115. DOI: <http://dx.doi.org/10.19094/contextus.v12i2.32179>
- Dallabona, L. F., Mascarello, G., & Kroetz, M. (2014). Relação entre os indicadores de desempenho e o valor adicionado distribuído aos agentes colaboradores de empresas listadas BM&FBOVESPA. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 13(39), 49-63. DOI: <http://dx.doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v13n39p>

- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20, 65-91. DOI: <http://doi.org/10.2307/258887>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: the state of the art*. New York: Cambridge University Press.
- Frey, I. A., Frey, M. R., & Rodrigues, T. B. (2013). Demonstração do Valor Adicionado: Um estudo sobre o valor distribuído pelo segmento de bancos da BM&FBOVESPA. *Revista Razão Contábil*, 4(2), 118-137.
- Góis, A. D., Almeida, T. A., & Costa, J. A., Luca, M. M. M. (2016). Distribuição do valor adicionado em diferentes contextos societários à luz da teoria contratual da firma. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 8(3), 45-64.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. 5. Ed. New Jersey: Prentice Hall.
- Gujarati, D. (2006). *Econometria básica*. 4. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Hall, M., Millo, Y., & Barman, E. (2015). Who and what really counts? Stakeholder prioritization and accounting for social value. *Journal of Management Studies*, 52(7), 907-934. DOI: <http://doi.org/10.1111/joms.12146>
- Harrison, J., & Smith, J. L. (2015). Responsible accounting for stakeholders. *Journal of Management Studies*, 52(7), 935-960. DOI: <http://doi.org/10.1111/joms.12141>
- Kent, P., & Zunker, T. (2015). A stakeholder analysis of employee disclosures in annual reports. *Accounting & Finance*, 57(2), 533-563. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/acfi.12153>
- Kroetz, C. E., & Consenza, J. P. (2004). Considerações sobre a eficácia do valor adicionado para a mensuração do resultado econômico e social. *Revista do Conselho de Contabilidade do Rio Grande do Sul*, 116, 18-28.
- Merofa, P. do A. (2014). *O endividamento e a remuneração variável dos diretores executivos no Brasil: evidências empíricas*. Tese de Doutorado em Administração de Empresas. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Miles, S. (2017). Stakeholder theory classification: a theoretical and empirical evaluation of definitions. *Journal of Business Ethics*, 142(3), 437-459. DOI: <http://doi.org/10.1007/s10551-015-2741-y>
- Moriarty, J. (2014). The connection between Stakeholders Theory and Stakeholders Democracy: an excavation and defense. *Business & Society*, 53(6), 820-852. DOI: <http://doi.org/10.1177/0007650312439296>
- Pereira, J. M. (2012). *Manual de metodologia da pesquisa científica*. 3. Ed. São Paulo: Atlas.
- Pinto, L. J. S., & Freire, F. S. (2013). Análise do valor adicionado e de sua distribuição: um estudo nos bancos listados na Bovespa com uso da Anova. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(1), 65- 75. DOI: <http://doi.org/10.4025/enfoque.v32i1.20496>
- Procianoy, J. L. (1994). O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. *Revista de Administração da USP*, 34(4), 74-84. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75901994000400009>

Pruzan, P. (1998). From control to values-based management and accountability. *Journal of Business Ethics*, 17, 1379-1394. DOI: <http://doi.org/10.1023/A:1006079110633>

Ribeiro, M. S., & Santos, A. dos. (2004). A remuneração dos capitais utilizados para financiamento dos ativos de empresas distribuidoras de energia elétrica medida por meio da DVA. *Brazilian Business Review*, 1(1), 17-30. DOI: <http://doi.org/10.15728/bbr.2004.1.1.2>

Santos, A., Chan, B. L., & Silva, F. L. (2007). Análise dos impactos da privatização na distribuição de riqueza a partir da Demonstração do Valor Adicionado. *Revista Universo Contábil*, 3(2), 6-21. DOI: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20073>

Santos, C. O., Rodrigues, F. F., & Wilbert, M. D. (2015). Análise da eficiência na geração de valor adicionado por empregado de empresas brasileiras. *Anais do I Congresso UnB de Contabilidade e Governança*, Brasília, DF, Brasil.

Schafer, J. D., Konraht, J. M., & Ferreira, L. F. (2016). O custo tributário nas empresas brasileiras de energia elétrica: uma análise por meio da Demonstração do Valor Adicionado. *Revista Capital Científico*, 14(3). DOI: <http://doi.org/10.5935/2177-4153.20160022>

Scherer, L. M. (2006). *Valor adicionado: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado*. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Silva, G. J., & Nascimento, V. M. (2005). Uma análise comparativa entre a demonstração das origens e aplicações de recursos (DOAR), a demonstração do fluxo de caixa (DFC) e a demonstração do valor adicionado (DVA). *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 2(3), 73-108. DOI: <https://doi.org/10.5007/%25x>

Silva, E. M. (2010). *A Relevância da demonstração do valor adicionado na evidência da distribuição da riqueza: um estudo da DVA na crise de 2008 – 2009*. Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.

Silveira, E. C. (2003). *Demonstração do valor adicionado (DVA): uma análise da geração e distribuição caso o artigo seja aprovado para publicação de riqueza nas empresas de energia elétrica do Brasil no período de 1999 a 2001*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis. Programa Multinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE, Brasil.

Triviños, A. N. S. (2008). *Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação*. São Paulo: Atlas.