


**GOVERNANÇA CORPORATIVA E MITIGAÇÃO DO RISCO DE EXPROPRIAÇÃO DE  
ACIONISTAS NÃO CONTROLADORES**

**CORPORATE GOVERNANCE AND MITIGATION OF THE RISK OF EXPROPRIATION  
OF NON-CONTROLLING SHAREHOLDERS**

**GOBIERNO CORPORATIVO Y MITIGACIÓN DEL RIESGO DE EXPROPIACIÓN DE  
LOS ACCIONISTAS NO CONTROLADORES**

 <https://doi.org/10.56238/arev8n6-087>

**Data de submissão:** 17/05/2026

**Data de publicação:** 17/06/2026

**Laura Edith Taboada Pinheiro**

Doutora em Contabilidade e Finanças

Instituição: Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

E-mail: [ltaboada@face.ufmg.br](mailto:ltaboada@face.ufmg.br)

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-4511-7208>

**Gabriel Souza Batista**

Graduando em Ciências Econômicas

Instituição: Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

E-mail: [gabrielsouza852456@gmail.com](mailto:gabrielsouza852456@gmail.com)

Orcid: <https://orcid.org/0009-0005-6836-2213>

**Mirian Mara Batista da Silva**

Doutora em Controladoria e Contabilidade

Instituição: Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

E-mail: [mirian.marab@gmail.com](mailto:mirian.marab@gmail.com)

Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-1669-2964>

**Anderson de Souza Oliveira**

Doutorando em Controladoria e Contabilidade

Instituição: Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

E-mail: [anderson.oliveira@cefet-rj.br](mailto:anderson.oliveira@cefet-rj.br)

Orcid: <https://orcid.org/0009-0003-9284-5907>

---

## RESUMO

A governança corporativa interna funciona como substituto da proteção legal em ambientes institucionais frágeis. Este estudo analisa a relação entre práticas de governança corporativa e o risco de expropriação de acionistas não controladores em companhias abertas brasileiras. A amostra é composta por 152 companhias brasileiras não financeiras listadas na B3, no período de 2010 a 2022. Utilizou-se a Análise Fatorial para construir índices de risco de expropriação que sintetizam suas diversas dimensões e o Método dos Momentos Generalizados Sistemático (GMM-Sis) para tratar a endogeneidade e a dinâmica temporal do fenômeno. Foram selecionados três índices de risco de expropriação: Tipo de Controlador, Poder dos Controladores e Transferência de Riqueza. Os resultados indicaram que práticas de governança corporativa, como os maiores percentuais de *tag along* concedido aos acionistas não controladores, distribuição de dividendos e ações em livre circulação no mercado, reduzem o risco de expropriação de acionistas não controladores.

Adicionalmente, também foi confirmada a alta persistência temporal da expropriação. A pesquisa contribui com os investidores e analistas na avaliação do risco de expropriação, com as empresas na identificação dos mecanismos de governança interna que são mais eficazes como contrapeso ao poder dos controladores, e com os organismos de orientação de mercado e reguladores na avaliação das melhores práticas de governança corporativa a serem adotadas pelas empresas brasileiras abertas.

**Palavras-chave:** Expropriação. Acionista Não Controlador. Governança Corporativa. B3.

#### **ABSTRACT**

Internal corporate governance serves as a substitute for legal protection in fragile institutional environments. This study examines the relationship between corporate governance practices and the risk of expropriation of non-controlling shareholders in Brazilian publicly traded companies. The sample consists of 152 non-financial Brazilian companies listed on B3 from 2010 to 2022. Factor Analysis was used to construct expropriation risk indices that synthesize its various dimensions, and the Systemic Generalized Method of Moments (GMM-Sis) was used to address the endogeneity and temporal dynamics of the phenomenon. Three expropriation risk indices were selected: Type of Controller, Power of Controllers, and Wealth Transfer. The results indicated that corporate governance practices, such as higher percentages of tag-along rights granted to non-controlling shareholders, dividend distribution, and freely tradable shares on the market, reduce the risk of expropriation for non-controlling shareholders. Additionally, the high temporal persistence of expropriation was also confirmed. The research assists investors and analysts in assessing expropriation risk, helps companies identify the most effective internal governance mechanisms to counterbalance the power of controlling shareholders, and supports market guidance bodies and regulators in evaluating the best corporate governance practices to be adopted by companies.

**Keywords:** Expropriation. Non-Controlling Shareholders. Corporate Governance. B3.

#### **RESUMEN**

La gobernanza corporativa interna actúa como sustituto de la protección jurídica en entornos institucionales frágiles. Este estudio analiza la relación entre las prácticas de gobernanza corporativa y el riesgo de expropiación de los accionistas no controladores en las sociedades cotizadas brasileñas. La muestra está compuesta por 152 empresas brasileñas no financieras que cotizan en B3, en el periodo comprendido entre 2010 y 2022. Se utilizó el Análisis Factorial para construir índices de riesgo de expropiación que sintetizan sus diversas dimensiones y el Método de Momentos Generalizados Sistémicos (GMM-Sis) para tratar la endogeneidad y la dinámica temporal del fenómeno. Se seleccionaron tres índices de riesgo de expropiación: Tipo de Controlador, Poder de los Controladores y Transferencia de Riqueza. Los resultados indicaron que las prácticas de gobierno corporativo, como los mayores porcentajes de *tag along* concedidos a los accionistas no controladores, la distribución de dividendos y las acciones en libre circulación en el mercado, reducen el riesgo de expropiación de los accionistas no controladores. Además, también se confirmó la alta persistencia temporal de la expropiación. La investigación ayuda a inversores y analistas a evaluar el riesgo de expropiación, a empresas a identificar los mecanismos de gobernanza interna más eficaces para contrarrestar el poder de los controladores, y a organismos de orientación del mercado y reguladores a evaluar las mejores prácticas de gobernanza corporativa que deben adoptar las empresas.

**Palabras clave:** Expropiación. Accionista No Controlador. Gobernanza Corporativa. B3.

## 1 INTRODUÇÃO

O conflito de interesses inerente à separação entre propriedade e controle nas grandes corporações, identificado por Berle e Means em 1932, constitui a pedra angular da Teoria da Agência e permanece como um dos problemas centrais nas finanças corporativas modernas (Soares; Kloeckner, 2008). Contudo, em mercados caracterizados por estruturas de propriedade altamente concentradas, como é o caso de muitas economias emergentes na Ásia e América Latina (e.g., *Brasil*), a natureza de tal dilema evolui do clássico conflito vertical, isto é, entre gestores e acionistas, para um conflito horizontal, oriundo das relações entre acionistas controladores e acionistas não controladores (Pratiwi; Ruhayat; Holiawati, 2024).

Nesse cenário, o principal risco enfrentado pelos investidores não controladores é a expropriação, que pode ser definida como um comportamento oportunista por parte dos acionistas controladores que usam os poderes inerentes a tal posição para transferir lucros e ativos da companhia em benefício próprio, geralmente por meio de mecanismos como operações com partes relacionadas (*Related-Party Transactions* - RPTs) ou *tunneling* (Pratiwi; Ruhayat; Holiawati, 2024). A Governança Corporativa (GC) surge, então, como o sistema crucial para atenuar o conflito de agência e assegurar que os fornecedores de capital obtenham um retorno sobre os investimentos (Sonza; Kloeckner, 2014).

Em mercados concentrados, um dos focos da GC é impedir as ações de expropriação por parte dos controladores, de tal forma que, uma boa governança é esperada para reduzir a assimetria de informação, aumentar a transparência e impor disciplina, tornando o monitoramento mais eficaz (Machado *et al.*, 2020). A relevância da GC em economias emergentes é inquestionável pelo fato de existirem sistemas legais de proteção mais frágeis, assim os mecanismos internos de governança (e.g., estrutura de propriedade, composição do conselho e qualidade da divulgação) tornam-se substitutos essenciais para a proteção dos *stakeholders* (Xiang, 2024).

Contudo, a investigação empírica da relação entre a qualidade da GC e a intensidade da expropriação é complexa, porque, primeiramente, tanto a Governança Corporativa quanto a expropriação são construtos latentes e multifacetados, difíceis de serem capturados por métricas singulares (Baker *et al.*, 2019). A expropriação, por exemplo, é frequentemente medida por *proxies* de RPTs ou de *tunneling* (Xiang, 2024), enquanto a GC engloba dimensões variadas, como estrutura do conselho, direitos dos acionistas e qualidade da divulgação (Carvalho; Dal’Bó; Sampaio, 2021). A dependência de *proxies* isoladas pode comprometer a validade dos resultados (Baker *et al.*, 2019).

Em segundo lugar, a relação entre GC e expropriação é inerentemente dinâmica e sujeita a problemas de endogeneidade, como a omissão de variáveis relevantes, a causalidade reversa (e.g.,

desempenho da companhia, ou a própria expropriação, pode influenciar as escolhas de governança) e o efeito *feedback*, isto é, quando o desempenho passado afeta as práticas atuais (Caixe; Krauter, 2013). A negligência de tais questões pode levar a coeficientes viesados e inferências inconsistentes (Albanez; Schiozer, 2022).

Diante de tal cenário, este estudo busca responder à seguinte questão: Qual a relação entre práticas de governança corporativa e o risco de expropriação de acionistas não controladores em companhias abertas brasileiras?

Assim, o objetivo do estudo é analisar a relação entre práticas de governança corporativa e o risco de expropriação de acionistas não controladores em companhias abertas brasileiras.

Para superar os desafios mencionados, no presente estudo aplica-se uma abordagem metodológica em duas etapas. Na primeira, usou-se a Análise Fatorial para construir índices robustos que sintetizam as diversas dimensões da expropriação. A construção de índices agregados tem demonstrado que podem capturar a propensão à expropriação com maior validade de construto do que variáveis únicas, e o referido refinamento é crucial para uma análise rigorosa (Carvalho; Dal’Bó; Sampaio, 2021).

Na segunda etapa, empregou-se o Método dos Momentos Generalizados (GMM), especificamente o GMM-Sistêmico (GMM-Sis), para analisar a relação entre as variáveis de GC e os índices de expropriação. O GMM é amplamente reconhecido na literatura de finanças corporativas como o método mais robusto para lidar com a endogeneidade em modelos de painel dinâmicos (Caixe; Krauter, 2013). Ao incorporar a variável dependente defasada e usar instrumentos internos (variáveis de interesse defasadas) para os regressores, o GMM-Sis pode mitigar o viés causado pela heterogeneidade não observada e pela causalidade (Viana Junior; Caixe; Ponte, 2019).

A investigação da relação entre GC e expropriação tem implicações diretas na validação das hipóteses teóricas. A literatura se divide em dois modelos principais: o Modelo de Resultado e o Modelo de Substituição (Baker *et al.*, 2019; Pham; Chung; Bao, 2021).

O Modelo de Resultado sugere que uma governança mais forte resulta em maior proteção aos acionistas, implicando uma relação inversa entre a qualidade da GC e a intensidade da expropriação, assim maiores pagamentos de dividendos, inibem o *free cash flow* e o *tunneling* (Caixe; Krauter, 2013).

Por outro lado, o Modelo de Substituição argumenta que, na ausência de mecanismos externos de disciplina (e.g., a concorrência de mercado ou um sistema legal forte), os gestores de empresas com fraca governança podem pagar dividendos mais altos ou usar a estrutura de capital de formas

específicas para sinalizar reputação e atrair capital, atuando, assim, o dividendo, como um substituto da boa GC (Pahi; Yadav, 2022).

Os resultados do estudo contribuem com os investidores e analistas na avaliação do risco de expropriação por parte dos controladores, também com as empresas na identificação dos mecanismos de governança interna que são mais eficazes como contrapeso ao poder dos controladores, e com os organismos de orientação de mercado e reguladores na avaliação das melhores práticas de governança corporativa a serem adotadas pelas empresas, em um mercado altamente concentrado como é o mercado de capitais brasileiro.

Outras contribuições do estudo referem à utilização de índices agregados para avaliar o risco de expropriação, de forma mais precisa do que os estudos anteriores baseados em *proxies* simples, e do uso da Análise Fatorial em conjunto com o GMM, que considera a dinâmica temporal do fenômeno da expropriação e mitiga vieses de endogeneidade.

O restante do artigo está organizado da seguinte forma: a Seção 2 apresenta o referencial teórico; a Seção 3 descreve a metodologia, incluindo a coleta de dados, a técnica de Análise Fatorial e a especificação do modelo GMM; a Seção 4 apresenta os resultados empíricos e discussões; e a Seção 5 conclui o estudo com implicações e sugestões para pesquisas futuras.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 TEORIA DA AGÊNCIA E O CONFLITO PRINCIPAL-PRINCIPAL**

A discussão acerca da governança corporativa fundamenta-se na clássica separação entre propriedade e controle nas corporações, cuja análise originou a Teoria da Agência, formalizada por Jensen e Menckling (1976). No modelo tradicional anglo-saxão, caracterizado por uma estrutura de propriedade pulverizada, o principal problema de agência ocorre no conflito vertical entre principal (i.e., acionistas) e agentes (i.e., gestores), em que os administradores podem agir em benefício próprio em detrimento da maximização do valor da firma (Pratiwi; Ruhayat; Holiawati, 2024).

Contudo, estudos como o de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), demonstram que a pulverização acionária é uma exceção global. Na maioria dos países, especialmente em economias emergentes e na América Latina, incluindo o Brasil, a estrutura de propriedade é altamente concentrada nas mãos de grandes acionistas, famílias ou do Estado (Caixe; Krauter, 2013).

Nesse contexto institucional, o dilema clássico entre gestor e acionista é mitigado, em virtude dos controladores terem poder e incentivos suficientes para monitorar a gestão (Jiang; Kim, 2020). Desta forma, o problema de agência dominante passa a ser o conflito horizontal ou “principal-principal”, que ocorre entre os acionistas controladores e os acionistas não controladores (Pratiwi;

Ruhiyat; Holiawati, 2024). Neste cenário, o foco da governança muda para a restrição do oportunismo dos grandes acionistas, que podem usar o poder decisório detido para extrair benefícios privados em detrimento dos acionistas não controladores.

A manifestação mais evidente do oportunismo é conhecida na literatura como expropriação ou *tunneling* (Xiang, 2024). Tal prática consiste na transferência de recursos e ativos rentáveis da companhia em favor dos interesses próprios do acionista controlador, lesando diretamente a riqueza dos acionistas não controladores (Pratiwi; Ruhiyat; Holiawati, 2024). A expropriação pode ocorrer de forma financeira, por meio de diluição de capital, ou de forma operacional, notadamente por meio de transações injustas com partes relacionadas, nas quais é comum observar a compra ou venda de ativos a preços defasados, o pagamento de remunerações excessivas ou a concessão de empréstimos subsidiados entre empresas de um mesmo grupo (Xiang, 2024).

Os incentivos para a prática de expropriação são frequentemente intensificados pelo uso de estruturas societárias que desvinculam o direito de voto do direito sobre o fluxo de caixa (Jiang; Kim, 2020). Para Pratiwi; Ruhiyat; Holiawati (2024), em diversos mercados, os controladores usam-se de estruturas piramidais, participações cruzadas ou ações preferenciais sem direito a voto para manter o controle absoluto da companhia com um investimento de capital proporcionalmente muito menor, assim, quando há tal descasamento, o risco de agência atinge o ápice, pelo fato do controlador capturar os benefícios privados integralmente, mas suporta apenas uma pequena fração da destruição de valor causada à firma.

A literatura aponta que a relação entre a concentração de propriedade e o valor da empresa reflete o embate de duas forças: o efeito-alinhamento e o efeito-entrenchamento (Caixe; Krauter, 2013; Viana Junior; Caixe; Ponte, 2019). O efeito-alinhamento, como defendido por Jiang, Lee e Yue (2010), sugere que, se o controlador possuir uma grande fatia dos direitos de fluxo de caixa, os interesses convergem com os dos não controladores, incentivando-o a buscar a maximização do valor da firma e a reduzir os custos de agência. Em contrapartida, o efeito-entrenchamento, como apontado por Luo, Wan e Cai (2012), prevalece quando o acionista detém excesso de direitos de voto, de tal forma que o poder desproporcional detido o blindava contra mecanismos externos de disciplina e facilita a imposição de decisões que visam apenas benefícios privados, resultando em destruição de valor.

De acordo com Gonzaga e Costa (2009), no contexto de países emergentes, como o Brasil, o ambiente institucional agrava tal dilema, visto que os sistemas legais costumam oferecer uma proteção mais fraca aos direitos dos investidores externos. Assim, para os autores, com a aplicação

menos rigorosa das leis, ou seja, baixo *enforcement*, os grupos controladores encontram maior facilidade e segurança para expropriar recursos da companhia.

Diante da fragilidade da proteção legal externa, as estruturas de governança corporativa em nível de firma tornam-se mecanismos substitutos vitais (Albarez; Schiozer, 2022). Logo, práticas robustas de governança, o aumento da transparência e o monitoramento rigoroso atuam no sentido de reduzir a assimetria informacional e restringir o poder discricionário dos controladores (Martins; Schiehl; Terra, 2020). Portanto, a efetiva proteção aos acionistas não controladores e a mitigação do conflito principal-principal dependem intrinsecamente da qualidade dos arranjos internos de governança adotados e sinalizados pelas companhias (Albarez; Schiozer, 2022).

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO MECANISMO DE MITIGAÇÃO DA EXPROPRIAÇÃO DE ACIONISTAS NÃO CONTROLADORES

A governança corporativa é definida como o sistema pelo qual as companhias são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre sócios, Conselho de Administração (CA), diretoria e demais partes interessadas. Enquanto em mercados pulverizados a GC busca alinhar a gestão aos acionistas, em mercados de alta concentração (e.g., Brasil), o paradigma da GC adquire a finalidade primordial de evitar a expropriação dos acionistas não controladores pelos controladores e atenuar assimetria de informação (Machado et al., 2020).

A eficácia da GC no combate à expropriação dá-se por meio da implementação de um conjunto de atributos multidimensionais (Carvalho; Dal'Bó; Sampaio, 2021). Desta forma, as principais dimensões da GC incluem a estrutura e composição do conselho de administração (Soschinski *et al.*, 2020), qualidade da auditoria e *disclosure* (He; Wang; Meng, 2024) e direitos dos acionistas não controladores, como *tag along* e *free float* (Carvalho; Dal'Bó; Sampaio, 2021).

A literatura argumenta que a adoção voluntária de boas práticas de governança funciona como um canal de sinalização e um mecanismo de compromisso, assim, compensando a fraca proteção legal do ambiente institucional e assegurando aos fornecedores de capital que os investimentos feitos não serão expropriados (Machado *et al.*, 2020). Desse modo, as práticas de GC tendem a denotar uma relação negativa com as *proxies* de expropriação (He; Wang; Meng, 2024).

No âmbito da estrutura do conselho de administração, a independência dos membros é tida como um fator central de monitoramento (Maglio *et al.*, 2020). Conselheiros independentes, ao não possuírem relações significativas com a firma, atuam como monitores imparciais, garantindo que as decisões estratégicas não favoreçam unicamente o acionista controlador em detrimento da companhia, ao passo que a presença daqueles está relacionada a melhorias no sistema contábil e maior

proteção aos acionistas (Sonza; Kloeckner, 2014). Corroborando tal ideia, Brick e Chidambaram (2010) encontraram uma relação positiva entre o número de conselheiros independentes e o desempenho das firmas, após o aumento da pressão externa por parte dos *stakeholders* para que as empresas tivessem conselheiros independentes.

Assim, além de garantir uma melhora nas diversas práticas das companhias, os membros independentes do conselho são essenciais para assegurar a equidade em transações com partes relacionadas, atuando ativamente para dificultar a transferência injustificada de riqueza e combater o *tunneling* (Maglio *et al.*, 2020).

Além disso, a qualidade da auditoria externa desempenha um papel disciplinador e inibidor contra práticas oportunistas (Detthamrong; Chancharat; Vithessonthi, 2017). A contratação de empresas de auditoria de alta reputação, como as firmas do grupo *Big Four* (i.e., Deloitte, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young e KPMG), sinaliza maior credibilidade contábil e transparência ao mercado, ajudando, assim, a reduzir a assimetria informacional, dificultando a ocultação de expropriações ou desvios de ativos nos relatórios financeiros (Jesuka; Peixoto, 2022).

Já a transparência corporativa, comumente referida como *disclosure*, atua de modo direto no empoderamento dos acionistas não controladores, através da divulgação de informações detalhadas sobre as operações da empresa que, por sua vez, permite que investidores externos compreendam de maneira abrangente a real situação do negócio (Liu; Ye; Liu, 2023).

He, Wang e Meng (2024) defendem que quando o mercado tem acesso a dados robustos, as RPTs oportunistas podem ser contidas de duas formas. Em primeiro lugar, as divulgações adicionais acabam facilitando a compreensão das condições operacionais e das capacidades das firmas por parte dos agentes externos (e.g., empresas em certos setores devem divulgar os detalhes de produção, canais de venda e distribuição regional de clientes). Em segundo lugar, quando o conteúdo das divulgações é baseado nas características dos setores em que as firmas estão inseridas (e.g., indústrias que demandam uma certa expertise para a compreensão do setor), são necessárias explicações mais detalhadas para mitigar a assimetria de informações. Assim, de acordo com He, Wang e Meng (2024), torna-se consideravelmente mais fácil distinguir RPTs legítimas de transações abusivas com fins de expropriação.

No que tange aos direitos dos acionistas não controladores, mecanismos estruturais como o *tag-along* e o *free float* funcionam como as principais proteções de mercado (Nenova, 2003). Carvalho, Dal'Bó e Sampaio (2021) mostram que o *tag-along* assegura um tratamento financeiro equitativo aos não controladores em cenários de alienação do controle da companhia, impedindo que o controlador negocie prêmios exclusivos de forma desvantajosa para os demais.

Já a manutenção de um percentual relevante de ações em livre circulação (*free float*) garante a liquidez dos papéis na bolsa de valores (Xiang, 2024). Duan e Jiao (2016) defendem que um mercado mais líquido viabiliza que investidores ativos possam punir a má governança vendendo rapidamente as ações, de tal forma que a ameaça de saída (*exit threat*) pressiona o valor da empresa para baixo e disciplina severamente o comportamento da gestão.

Adicionalmente, as políticas financeiras da firma, como a distribuição de dividendos, complementam a governança interna na contenção do oportunismo (Setia-Atmaja; Tanewski; Skully, 2009). A literatura de finanças corporativas, ao investigar a associação entre as práticas de expropriação e a política de dividendos, apoia-se, fundamentalmente, sobre duas abordagens teóricas concorrentes (Ribeiro *et al.*, 2026). Tal dualidade, explorada por autores como Maury e Pajuste (2002) e La Porta *et al.* (2000a), divide-se entre o modelo de resultado (*outcome model*) e o modelo de substituição (*substitute model*).

O modelo de resultados postula a existência de uma relação entre os bons padrões de governança e maiores níveis de distribuição de dividendos (Baker *et al.*, 2019). De acordo com esta abordagem, a política de dividendos é o resultado direto do conflito entre acionistas controladores e os não controladores (Ribeiro *et al.*, 2026). Sob essa ótica, em companhias com governança efetiva e inseridas em ambientes de forte proteção, os acionistas não controladores possuem força e direitos para pressionar os gestores e os acionistas controladores para distribuírem o excesso de caixa, evitando, assim, que os recursos sejam retidos para projetos ineficientes ou para expropriação (Baker *et al.*, 2019).

Já o modelo de substituição argumenta que o oportunismo do gestor ou acionista controlador pode ser reduzido por meio de políticas de dividendos apropriadas (He, 2012). La Porta *et al.* (2000b) entendem que tal modelo sugere que as firmas que querem demonstrar uma forte proteção aos acionistas no geral, pagam dividendos e, que por sua vez, segundo Carvalhal da Silva e Leal (2005), reduzem a expropriação dos controladores em relação aos não controladores, o que minimiza os conflitos de agência.

Portanto, a governança corporativa atua de forma multifacetada e integrada para restringir a expropriação (Soschinski *et al.*, 2020). Em mercados com fraca proteção legal, a adoção firme de conselhos independentes, alta transparência e respeito aos direitos dos não controladores atua como um substituto institucional eficaz, salvaguardando assim a riqueza dos investidores e inibindo conflitos de agência (He; Wang; Meng, 2024).

### 2.3 EXPROPRIAÇÃO DE ACIONISTAS NÃO CONTROLADORES

A manifestação mais nociva do conflito principal-principal é a expropriação, frequentemente denominada na literatura internacional através do termo *tunneling*, cunhado por Johnson *et al.* (2000), ou *self-dealing* (Jiang; Kim, 2020), que são formas de expropriação. A expropriação refere-se à transferência de recursos e ativos rentáveis da companhia para o benefício próprio do controlador, lesando os interesses dos acionistas não controladores (Xiang, 2024).

Tal conduta oportunista manifesta-se de diversas formas, dividindo-se em expropriação financeira (e.g., diluição por emissão de novas ações) e expropriação operacional (Xiang, 2024). Em mercados emergentes, a expropriação operacional por meio de transações com partes relacionadas é o mecanismo mais comum (Jiang; Kim, 2020). Os controladores usam RPTs injustas, como a compra ou venda de ativos a preços fora das condições de mercado, empréstimos subsidiados a companhias do mesmo grupo (i.e., empréstimos intercompanhias) e pagamento excessivo de salários, para transferir riqueza (Viana Junior; Caixe; Ponte, 2019; Jiang; Kim, 2020; He; Wang; Meng, 2024).

O incentivo para o *tunneling* é severamente exacerbado pela existência de um hiato ou divergência entre os direitos de controle (i.e., voto) e os direitos sobre o fluxo de caixa (i.e., propriedade) do acionista controlador (Corrêa *et al.*, 2015; Sella; Bortolon, 2022; He; Wang; Meng, 2024). Tais mecanismos permitem que os controladores dominem as decisões da companhia investindo apenas uma fração mínima do capital total, o que potencializa o risco de expropriação (Sella; Bortolon, 2022).

Tal distanciamento entre a propriedade e o controle é frequentemente alcançado por intermédio de estruturas piramidais, participações cruzadas ou pela emissão de ações preferenciais sem direito a voto (Caixe; Krauter, 2013). Em economias emergentes, as estruturas piramidais representam uma ferramenta que viabiliza a extração de benefícios privados a partir de um investimento financeiro reduzido (Jiang; Kim, 2020). Além disso, o uso deliberado de ações preferenciais acentua a divergência entre os detentores de votos e os detentores de direitos sobre o fluxo de caixa da firma (Gonzaga; Costa, 2009).

O ambiente institucional com baixa proteção legal aos acionistas não controladores é apontado de forma expressiva como a principal causa da alta concentração de propriedade e do risco de expropriação corporativa (La Porta; Lopez-de-Silanes; Shleifer, 1998). Nesses mercados específicos, os acionistas controladores sentem-se muito mais confortáveis para extrair a riqueza das firmas de forma oportunista, visto que a fiscalização e a punição são ineficazes (Barbedo; Silva; Leal, 2009). Consequentemente, a elevada incerteza operacional e o severo risco de expropriação desestimulam

potenciais novos investidores a alocarem os recursos em tais mercados de capitais frágeis (Jiang; Kim, 2020).

Como resposta direta ao risco de agência horizontal supramencionado, os investidores externos tendem a precificar as ações das companhias com um desconto, o que resulta na clara redução do valor de mercado da firma (Caixe; Krauter, 2013). Tal comportamento destrutivo de valor, também conceituado amplamente como efeito-entrenchamento, corrobora a tese de que o excesso de poder decisório nas mãos de poucos, prejudica o desempenho corporativo das organizações (Setiawan *et al.*, 2016). A política de distribuição de dividendos também é negativamente afetada, pelo fato de companhias caracterizadas com alto risco de expropriação costumam pagar menores proventos aos acionistas não controladores Lv, Li e Gao (2012). Nesses casos peculiares, os controladores preferem reter os recursos na companhia visando usá-los de modo a maximizar a extração dos benefícios privados (Nys; Tarazi; Trinugroho, 2015).

A gravidade da expropriação de riqueza pode ser drasticamente potencializada em momentos de marcante instabilidade macroeconômica no país de atuação (Viana Junior; Caixe; Ponte, 2019). Durante os difíceis períodos de crises financeiras, a perceptível redução das oportunidades de investimento rentáveis aumenta a propensão dos controladores a desviarem recursos vitais das empresas para fins particulares (Jiang; Kim, 2020). Assim, observa-se que um elevado nível de instabilidade econômica do mercado atua como um fator moderador que intensifica o impacto negativo da concentração de controle sobre o valor de mercado corporativo das firmas, dado que o mercado penaliza a empresa reduzindo seu valor devido à maior probabilidade de expropriação dos não controladores e decisões ineficientes (Viana Junior; Caixe; Ponte, 2019).

Para conter ativamente tal conduta expropriatória oportunista, a liquidez das ações atua como um fator dinâmico que facilita o efetivo monitoramento pelos grandes investidores (como fundos institucionais) (Xiang, 2024). Investidores estrangeiros tendem a evitar investimentos em empresas com alta assimetria informacional, em virtude de sempre exigirem que a gestão adote melhores e mais transparentes padrões de governança (He; Wang; Meng, 2024). A intensa competição inserida no mercado de produtos também age como um forte e eficiente mecanismo disciplinador externo, limitando os ganhos privados do controle e reduzindo o espaço para o oportunismo indiscriminado (Narang; Gupta; Tripathy, 2023).

A relevante presença de múltiplos grandes acionistas na estrutura de propriedade das corporações ajuda na mitigação direta do problema, visto que competem ativamente pelo controle e dificultam que as ações expropriatórias ocorram de forma ileisa (Jiang; Kim, 2020). Por fim, a transparência clara na divulgação obrigatória das informações financeiras e contábeis, essencialmente

sobre as referidas transações com partes relacionadas, é tida como base essencial para que o mercado consiga identificar apropriadamente e punir qualquer expropriação interna (Pratiwi; Ruhayat; Holiawati, 2024).

### 3 METODOLOGIA

O artigo analisa a relação entre práticas de GC e índices multidimensionais de expropriação do acionista não controlador, através de métodos econométricos, assim caracteriza-se como descritivo e com abordagem quantitativa.

A amostra foi composta por 152 companhias não financeiras listadas na B3, entre o período de 2010 a 2022, cujos dados relativos às práticas de GC e as variáveis que representam a expropriação, foram extraídos por meio do pacote *GetFREData* (Perlin, 2020) que, por sua vez, coletou tais informações dos Formulários de Referência (FR) das empresas, a partir do servidor FTP, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto as variáveis financeiras foram retiradas a partir da base de dados Economatica. Originalmente, a amostra era composta por 363 firmas. Destas, foram excluídas 74 do setor financeiro, em virtude das especificidades operacionais e regulatórias, que diferem substancialmente das empresas de outros setores, o que poderia distorcer os resultados da pesquisa, bem como 137 companhias por ausência de dados em alguns anos.

O ano de início para o período estudado justifica-se pelo fato de em 2010 ocorrer a adoção obrigatória das normas internacionais de contabilidade, as *International Financial Reporting Standards* (IFRS), nas demonstrações contábeis das companhias brasileiras (Azevedo; Gomes; Nakao, 2021).

A Tabela 1 mostra as variáveis usadas para compor os diferentes índices de expropriação, os construtos, a fonte de cada variável e a direção esperada da contribuição para os índices de expropriação.

Tabela 1 - Descrição das variáveis de expropriação.

Variáveis	Construto	Autor	Contribuição para o índice
TPR	Valor absoluto das transações com partes relacionadas	Abigail e Dharmastuti (2022)	(+)
INTANG	Valor absoluto dos ativos intangíveis	Himmelberg, Hubbard e Palia (1999)	(+)
ESTRANG	Se o maior acionista for estrangeiro ou empresa estrangeira, recebe 1, caso contrário, 0	Tam e Tan (2007)	(-)
ESTAT	Se o maior acionista for o Estado, recebe 1, caso contrário, 0	Luo e Jackson (2012)	(+)
AC	Percentual de ações detidas pelo maior acionista	Brandão e Crisóstomo (2015)	(+)

DVFC	Se o maior acionista deter ações ordinárias em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações preferenciais possuídas, recebe 1, caso contrário, 0	Renders e Gaeremynck (2012)	(+)
------	--	-----------------------------	-----

Fonte: Elaborada pelos autores (2026).

No que diz respeito ao risco de expropriação de acionistas não controladores, foi analisado neste estudo por meio de um conjunto de variáveis delineadas para capturar tanto a materialização de tal comportamento oportunista quanto os incentivos e as estruturas societárias que o viabilizam. A primeira variável usada para identificar a execução direta da expropriação operacional é o volume total de transações com partes relacionadas (TPR) (Xiang, 2024). As operações com partes relacionadas constituem o canal mais comum e documentado na literatura pelo qual os controladores transferem lucros e ativos rentáveis da companhia para outras entidades sob o domínio pessoal, em detrimento da riqueza dos acionistas não controladores (Pratiwi; Ruhayat; Holiawati, 2024).

De forma complementar à dinâmica supracitada, considerou-se também o valor dos ativos intangíveis (INTANG), uma vez que negociações não equitativas e pagamentos inflacionados envolvendo ativos (i.e., patentes, marcas e seguros entre firmas do mesmo grupo) são vias comumente usadas para ocultar a prática de *tunneling* e expropriar o capital da empresa (Alim *et al.*, 2020).

A identidade e a origem do acionista controlador também são fatores determinantes para os riscos de agência e de expropriação, sendo, neste estudo, representadas pelas variáveis ESTRANG e ESTAT (Caixe; Krauter, 2013). A variável que representa o controle de companhias estrangeiras (ESTRANG), recebe o valor 1, caso o maior acionista da firma, em termos percentuais, seja um investidor ou empresa estrangeira (Caixe; Krauter, 2013). A presença de controle estrangeiro modifica o ambiente de governança, uma vez que a literatura sugere que controladores de origem internacional costumam adotar padrões de monitoramento distintos e podem apresentar interesses mais alinhados aos dos demais acionistas, influenciando, assim, as políticas de distribuição de riqueza e mitigando, em certos contextos, o risco de expropriação local (Setiawan *et al.*, 2016). Por outro lado, ESTAT assume o valor 1, se o Estado figurar como o maior acionista da firma (Caixe; Krauter, 2013). O controle estatal adiciona uma camada de complexidade aos problemas de agência, em virtude de a gestão poder ser influenciada por pressões políticas e as decisões serem direcionadas para satisfazer objetivos sociais e governamentais, o que frequentemente resulta na extração de recursos da companhia de capital aberto e na preterição dos interesses financeiros dos acionistas não controladores (Jiang; Kim, 2020).

A variável AC reflete o percentual de ações ordinárias (i.e., com direito a voto) mantidas pelo maior acionista, atuando como uma medida direta da concentração do poder decisório e da

probabilidade de *tunneling* (Caixe; Krauter, 2013). Quando o acionista controlador atinge um alto patamar de direitos de voto, tal agente adquire poder incontestável em relação a direção da firma, assim, isolando-se de mecanismos disciplinares do mercado e facilitando a imposição de vontades pessoais na forma de benefícios privados (Caixe; Krauter, 2013).

Somado a isso, o incentivo para o *tunneling* foi capturado pela variável DVFC, que recebe o valor 1, caso o maior acionista possua um percentual de ações com direito de voto 20% superior à detenção de ações preferenciais (Silva; Pinheiro; Cordeiro, 2021). Tal restrição evidencia a existência de um distanciamento entre os direitos de controle e direitos em relação aos fluxos de caixa (Xiang, 2024).

Conforme amplamente demonstrado na literatura, quando os controladores se valem da existência de ações sem direito a voto ou estruturas indiretas para dominar os votos sem possuir participação proporcional no capital total investido, o risco de expropriação é severamente potencializado, uma vez que tais acionistas capturam integralmente os benefícios das transações oportunistas, mas suportam apenas uma fração minoritária da destruição de valor causada à companhia (Black; Carvalho e Sampaio, 2014).

Para a construção dos índices de expropriação, primeiramente, foi analisado a correlação do conjunto das *proxies* supramencionadas e, *a posteriori*, foi aplicado a Análise Fatorial, com o intuito de reduzir as redundâncias entre tais variáveis (Rencher, 2002), uma vez que, para Klemelä (2018), defronte de um grande número de variáveis que correlacionam-se, a Análise Fatorial pode ser aplicada para identificar novas *proxies* não-correlacionadas (i.e., fatores), que em um número reduzido, comparado ao total de variáveis originais, sintetizam as informações importantes.

A Tabela 2 mostra as variáveis que representam as práticas de GC analisadas neste artigo e os construtos, a fonte e o sinal esperado na relação com a expropriação.

Tabela 2 - Descrição das variáveis de governança corporativa.

Variáveis	Construto	Autor	Sinal esperado
QME	Quantidade absoluta de membros no conselho de administração	Santos (2025)	(-)
IND	Se o percentual de conselheiros independentes do conselho de administração for maior do que 20% do total, recebe 1, caso contrário, 0	Sella e Bortolon (2022)	(-)
BEN	Se os membros do conselho de administração obtiveram pagamentos na forma de ações, bônus ou participações nos lucros, recebe 1, caso contrário, 0	Correia, Amaral e Louvet (2011)	(-)
TAG	Percentual de <i>tag along</i>	Machado <i>et al.</i> (2020)	(-)
FRE	Percentual de ações em livre circulação	Sella e Bortolon (2022)	(-)

DIV	Dividendos totais pagos divididos pelo lucro líquido total	Pham, Chung e Bao (2021)	(-)
BIG	Se a auditoria for realizada por alguma das <i>Big Four</i> (Deloitte, PwC, EY ou KPMG), recebe 1, caso contrário, 0	Detthamrong, Chancharat e Vithessonthi (2017)	(-)

Fonte: Elaborada pelos autores (2026).

A GC foi analisada através de um conjunto de variáveis delineadas para capturar as múltiplas dimensões das práticas de controle, monitoramento e proteção em relação às companhias da amostra. Dada a natureza multifacetada e abstrata da governança, optou-se por selecionar as variáveis consolidadas na literatura que representam a estrutura do conselho, os incentivos gerenciais, os direitos dos não controladores e a qualidade da auditoria (Soschinski *et al.*, 2020; Carvalho; Dal’Bó; Sampaio, 2021; He; Wang; Meng, 2024).

Assim, a eficácia do monitoramento da gestão foi capturada pelo tamanho do conselho de administração (QME), mensurada pela quantidade total dos membros do Conselho de Administração (Sonza; Kloeckner, 2014). Conjuntamente, avaliou-se a independência do conselho por meio de uma *dummy* que, recebe o valor 1, caso a proporção de conselheiros independentes seja superior a 20% (IND), patamar considerado adequado para garantir um escrutínio imparcial das práticas dos gestores e controladores (Sella; Bortolon, 2022).

Para verificar o alinhamento de interesses entre a gestão (i.e., agente) e os acionistas (i.e., principal), incluiu-se uma *dummy* de benefícios (BEN), que assume o valor 1, caso a companhia adote políticas de remuneração vinculadas ao desempenho, tais como o pagamento aos conselheiros por meio de ações, bônus ou participações nos lucros, em virtude da oferta de incentivos explícitos atrelar a riqueza do executivo ao desempenho financeiro da firma, encorajando os administradores a estruturarem contratos de maximização de valor e a buscarem a eficiência produtiva, de modo a dirimir problemas de agência (Sonza; Kloeckner, 2014).

O nível de proteção aos acionistas não controladores e o grau de dispersão do capital foram avaliados por meio das variáveis de *tag along* (TAG) e *free float* (FRE), respectivamente. O *tag along* atua como um mecanismo direto de proteção aos não controladores em cenários de alienação de controle da companhia, garantindo que seja feita uma oferta pública de aquisição pelas ações dos não controladores, junto à venda do bloco controlador, muitas vezes em condições igualitárias, assim, atenuando a probabilidade de expropriação (Black; Carvalho; Sampaio, 2014). Já o *free float* mensura o percentual de ações da companhia destinadas à livre circulação no mercado, ou seja, as ações que não pertencem ao bloco de controle, sendo a manutenção em um patamar mínimo (e.g., 25%), uma

exigência fundamental em segmentos que representam altos níveis de governança (Carvalho; Dal’Bó; Sampaio, 2021).

A variável *payout* (DIV), comumente mensurada pela razão entre os dividendos totais pagos e o lucro líquido, atua como um mecanismo financeiro de governança corporativa voltado para a mitigação de custos de agência (Pahi; Yadav, 2022). No contexto de firmas com alta concentração acionária, o pagamento de dividendos desempenha um papel disciplinador essencial ao restringir o volume de fluxo de caixa livre (*free cash flow*) que ficaria sob o controle discricionário dos gestores e acionistas controladores (Ofori-Sasu; Abor; Osei, 2017). Assim, ao distribuir tais recursos ociosos aos acionistas, a companhia reduz a probabilidade de que os fundos sejam aplicados em projetos não rentáveis ou desviados para a extração de benefícios privados (e.g., expropriação e *tunneling*) em detrimento dos não controladores (Ribeiro *et al.*, 2026).

Por fim, a mitigação da assimetria informacional e a garantia de transparência contábil foram representadas pela variável de qualidade da auditoria, capturada por uma *dummy* que assume o valor 1 se as demonstrações financeiras da companhia são auditadas por uma das quatro maiores firmas globais de auditoria (BIG), isto é, as chamadas *Big Four* (Carvalho; Dal’Bó; Sampaio, 2021). A contratação de uma empresa de auditoria de alta reputação atua como um forte mecanismo externo de governança, sinalizando maior transparência e credibilidade contábil, o que auxilia na minimização da incerteza por parte dos investidores e na conquista de confiança do mercado (Jesuka; Peixoto, 2022).

A título de controle, foram incluídas variáveis financeiras, consideradas determinantes para a expropriação (Elmagrhi *et al.*, 2017; Pham; Chung; Bao, 2021): Disponibilidade em caixa (DISP), tamanho da companhia (TAM), rentabilidade (ROA), endividamento (END) e crise (CRISE), cujos construtos, a fonte e o sinal esperado são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 - Descrição das variáveis de controle.

<b>Sigla</b>	<b>Variável</b>	<b>Autor</b>	<b>Sinal esperado</b>
DISP	Disponibilidade em caixa / Ativo total	Pham, Chung e Bao (2021)	(+)
TAM	Logaritmo natural dos ativos totais	Elmagrhi <i>et al.</i> (2017)	(-)
ROA	Lucro líquido / Ativo total	Pham, Chung e Bao (2021)	(-)
END	Passivo total / Ativo total	Elmagrhi <i>et al.</i> (2017)	(+)
CRISE	Se houve uma variação negativa no PIB no ano, recebe 1, caso contrário, 0	Viana Junior, Caixe e Ponte (2019)	(+)

Fonte: Elaborada pelos autores (2026).

Tendo em vista a estrutura empilhada de dados (i.e., analisa-se as mesmas companhias ao longo dos anos), a possibilidade de endogeneidade da governança e o atributo inercial da expropriação

(i.e., o nível de expropriação em um determinado ano deve influenciar o nível do ano anterior), como descrito por Brandão e Crisóstomos (2015), o método de estimação escolhido foi o Método dos Momentos Generalizados Sistemático (MMG-Sis), uma vez que pode ser considerado mais adequado, quando a variável dependente é altamente persistente (Arellano; Bover, 1995; Blundell; Bond, 1998), pelo fato de combinar um sistema de equações: as equações em nível (em que são usadas como instrumentos as primeiras diferenças defasadas das variáveis) e as equações em primeiras diferenças (em que os instrumentos são os valores em nível defasados das mesmas séries) (Wooldridge, 2010). Assim, as especificações gerais dos modelos usados são descritas na Equação (1):

$$EXP_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}EXP_{it-1} + \beta_{2it} \cdot QME_{it} + \beta_{3it} \cdot IND_{it} + \beta_{4it} \cdot BEN_{it} + \beta_{5it} \cdot TAG_{it} + \beta_{6it} \cdot FRE_{it} + \beta_{7it} \cdot DIV_{it} + \beta_{8it} \cdot BIG_{it} + \beta_{9it} \cdot DISP_{it} + \beta_{10it} \cdot TAM_{it} + \beta_{11it} \cdot ROA_{it} + \beta_{12it} \cdot END_{it} + \beta_{13it} \cdot CRISE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:  $EXP_{it}$  denota os índices de expropriação geradas pela Análise Fatorial;  $EXP_{it-1}$  são as defasagens de um período dos índices de expropriação geradas pela Análise Fatorial; QME, IND, BEN, TAG, FRE, DIV e BIG são as variáveis de governança corporativa de interesse; DISP, TAM, ROA e END são as demais variáveis (i.e., controle);  $\beta_0$  refere-se ao parâmetro de intercepto do modelo;  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8, \beta_9, \beta_{10}, \beta_{11}, \beta_{12}, \beta_{13}$  referem-se aos coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas;  $\varepsilon_{it}$  refere-se ao termo de erro.

Para verificar a adequação dos modelos, foram realizados cinco testes que se relacionam com o escopo metodológico do GMM-Sis, que são: Teste de Wald, Teste de Arellano-Bond AR(1), Teste de Arellano-Bond AR(2), Teste de Sargan, Teste de Hansen e o Teste Dif-Hansen. O primeiro, verifica a significância conjunta dos coeficientes do modelo, isto é, analisa se as variáveis regressoras explicam a variável dependente. O segundo e o terceiro testam, respectivamente, a autocorrelação de primeira ordem nos resíduos em primeira diferença e a autocorrelação de segunda ordem nos resíduos diferenciados. Já a aplicação do Teste de Sargan serve para verificar a validade conjunta dos instrumentos, ou seja, as restrições de sobreidentificação. O Teste Hansen também analisa a validade conjunta dos instrumentos, mas de forma robusta. Por fim, o Teste Dif-Hansen possibilita a escolha entre as abordagens GMM em Diferenças e GMM Sistemático. A hipótese nula indica que os instrumentos adicionais introduzidos pelo GMM Sistemático são válidos, oferecendo respaldo para a preferência por tal abordagem em detrimento do GMM em Diferenças (Wooldridge, 2010). O software utilizado foi o Stata.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

As estatísticas descritivas das variáveis de expropriação (i.e., dependentes, no modelo) e das variáveis de governança e de controle (i.e., independentes, no modelo), são apresentadas através das Tabelas 4 e 5, respectivamente.

Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis de expropriação.

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	D.P.	C.V.
TPR	1976	13865232629	133948251	127120181307	9,2
INTANG	1976	2858417	105346	7865051	2,8
ESTRANG	1976	0,12	0	0,33	2,75
ESTAT	1976	0,11	0	0,31	2,81
AC	1976	0,44	0,41	0,25	0,57
DVFC	1976	0,31	0	0,46	1,48

Nota: TPR – Transações com partes relacionadas; INTANG – Intangibilidade; ESTRANG – Controle estrangeiro; ESTAT – Controle estatal; AC – Acionista controlador; DVFC – Direitos de voto e fluxo de caixa.

Fonte: Dados da pesquisa (2026).

A Tabela 4, ao apresentar as estatísticas descritivas das *proxies* usadas na construção dos índices de expropriação por meio da Análise Fatorial e ao considerar que a amostra pode ser interpretada como representativa do mercado de capitais brasileiro, pode-se descrever determinados atributos das companhias abertas no país. Neste contexto, duas variáveis do aludido painel chamam atenção: a *dummy* que identifica o controle por empresas estrangeiras (ESTRANG) e o percentual de ações detido pelo maior acionista controlador (AC).

A primeira variável supracitada mostra que, em média, cerca de 12% das empresas da amostra possuem como maior controlador um agente estrangeiro. Tal patamar demonstra a relevância do capital internacional no controle das firmas brasileiras e encontra-se alinhado à literatura nacional (Caixe; Krauter, 2013; Sella; Bortolon, 2022). Caixe e Krauter (2013), por exemplo, reportaram uma média de 17,6% de controle estrangeiro no Brasil, enquanto Sella e Bortolon (2022) observaram que 31,6% das firmas possuem estrangeiros entre os três maiores acionistas. Em comparação com um contexto global, o nível supramencionado de 12% é expressivo, superando a média de controle estrangeiro observada em mercados emergentes asiáticos, como Indonésia (7,8%), Hong Kong (0,6%) e Taiwan (0%) (Setiawan *et al.*, 2016). Assim, a presença de tal grupo no bloco de controle pode atuar como um mecanismo indutor de melhores padrões de monitoramento e transparência, o que pode mitigar potenciais conflitos de agência com os acionistas não controladores locais (Setiawan *et al.*, 2016).

Já para a variável acionista controlador, o valor médio encontrado para a amostra aponta uma tendência de diminuição da concentração acionaria, quando comparado a dados do final dos anos 90 e início dos anos 2000 (Okimura; Silveira; Rocha, 2007; Caixe; Krauter, 2013), embora o mercado de capitais brasileiro ainda esteja em um alto patamar de concentração em comparação com outros países, como o caso do Chile (35,51%) e Tailândia (29%) (Viana Junior; Caixe; Ponte, 2019; Fairchild; Guney; Thanatawee, 2014). Tal patamar (44%) corrobora a persistente e elevada concentração de controle característica do mercado de capitais brasileiro, alinhando-se aos achados de Corrêa *et al.* (2015) e Sella e Bortolon (2022), que reportaram uma média de 43,20% e 37,20%, respectivamente.

Sob a lente da Teoria da Agência, o nível aludido de domínio decisório consolida a premissa de que o conflito de agência prevalente não é o tradicional embate entre gestores e acionistas, mas sim o conflito principal-principal (Lin; Chuang, 2011). Com quase metade dos direitos de voto, o acionista controlador blinda-se contra mecanismos disciplinares externos, materializando o chamado efeito-entrenchamento (Claessens *et al.*, 2002). Tal efeito confere ao controlador o poder incontestável para dominar o processo decisório e perseguir benefícios privados, criando o ambiente propício para a expropriação da riqueza dos acionistas não controladores por meio de práticas oportunistas, como transações com partes relacionadas e o direcionamento subótimo de recursos (Viana Junior; Caixe; Ponte, 2019).

Da análise da Tabela 5, pode-se destacar duas *proxies* de GC que, de acordo com Carvalho, Dal’Bó e Sampaio (2021), ajudam a compreender o baixo nível de proteção aos não controladores em companhias brasileiras, sendo estas a presença de membros independentes no conselho de administração (IND) e o percentual de ações em circulação no mercado (FRE).

Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis de governança corporativa e controle.

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	D.P.	C.V.
Painel A - Governança Corporativa					
QME	1976	8,66	7	5,81	0,67
IND	1976	0,20	0,25	0,50	2,5
BEN	1976	0,20	0	0,40	2
TAG	1976	0,73	100	0,41	0,56
FRE	1976	0,26	0,23	0,22	0,85
DIV	1976	0,32	0,25	0,34	1,06
BIG	1976	0,82	1	0,38	0,46
Painel B - Financeiras e Crise					
DISP	1976	0,08	0,06	0,09	1,125
TAM	1976	15,65	15,36	2,39	0,15

ROA	1976	0,02	0,03	0,15	7,5
END	1976	0,70	0,61	0,71	1,01
CRISE	1976	0,23	0	0,42	1,83

Nota: QME – Quantidade de membros no conselho de administração; IND – Membros independentes no conselho de administração; BEN – Benefícios dos conselheiros; TAG – *Tag along*; FRE – *Free float*; DIV – *Payout*; BIG – *Big Four*; DISP – Disponibilidade; TAM – Tamanho da companhia; ROA – Retorno sobre o ativo; END – Endividamento; CRISE – Crise.

Fonte: Dados da pesquisa (2026).

De acordo com dados analisados a partir de 3102 observações de companhias em 14 países da União Europeia (UE), Ammann, Oesch e Schmid (2013), demonstraram que, 48,7% das firmas de tal região, possuem um conselho de administração formado por mais de 50% de diretores externos ou independentes. Entretanto, com base na amostra analisada neste artigo, em média, 20% das companhias brasileiras possuem o conselho de administração formado por um mínimo de 20% de membros independentes, sendo este um valor muito abaixo dos padrões internacionais.

O percentual encontrado na amostra de companhias brasileiras pode ser considerado baixo até mesmo em comparação com outros países emergentes. Jiang e Kim (2020) destacam que, desde 2003, o órgão regulador chinês para o mercado de capitais (CSRC), exige que pelo menos um terço (33%) dos membros do conselho de administração das firmas sejam independentes. Portanto, ao se considerar as regras para a listagem no maior nível de governança do Brasil (i.e., Novo Mercado), que definem o limite mínimo de percentual de membros independentes em 20%, evidencia que as empresas listadas no mercado de capitais brasileiro operam com uma exigência inferior ao de outras grandes economias emergentes.

Quanto ao valor médio encontrado para o *Free Float*, isto é, próximo aos 26%, mostra um patamar criticamente próximo ao limite mínimo de 25% exigido pela B3 para listagem nos níveis de governança (Caixe; Krauter, 2013), o que sugere que as firmas brasileiras pulverizam o capital estritamente necessário para o cumprimento regulatório, retendo o controle absoluto. Tal cenário contrasta fortemente com o modelo anglo-saxão, em que a propriedade é amplamente dispersa (La Porta; Lopez-de-Silanes; Shleifer, 1999; Claessens; Djankov; Lang, 2000). A baixa dispersão encontrada para o contexto brasileiro não apenas aponta para a blindagem dos controladores, o que facilita o efeito-entrenchamento e a expropriação de não controladores (Claessens *et al.*, 2002), mas também, conforme apontam Bortolon e Silva (2015), afeta a sustentabilidade no mercado, uma vez que o baixo *free float* é um dos fatores determinantes que levam ao fechamento de capital (*delisting*) das empresas no Brasil.

## 4.2 ANÁLISE FATORIAL

As variáveis de expropriação selecionadas neste estudo são frequentemente empregadas em estudos como *proxies* para mensurar práticas de apropriação de riqueza em detrimento dos acionistas não controladores (Silva; Pinheiro; Cordeiro, 2021). Todavia, a matriz de correlação, evidenciada na Tabela 6, não mostrou relações lineares de grande magnitude entre as variáveis. O resultado citado pode indicar que cada *proxy* pode capturar dimensões distintas da expropriação, o que reflete o caráter multifacetado do fenômeno (Xiang, 2024). Neste contexto, a ausência de correlação robusta não constitui uma limitação empírica, uma vez que justifica a aplicação da Análise Fatorial como ferramenta para identificar a presença de fatores latentes comuns que representam a expropriação. Por meio de tal abordagem, busca-se verificar se, apesar das baixas correlações bivariadas, as variáveis aludidas compartilham dimensões subjacentes capazes de sintetizar, de forma parcimoniosa, o construto teórico de expropriação.

Tabela 6 - Correlação entre as variáveis de expropriação

	TPR	INTANG	ESTRANG	ESTAT	AC	DVFC
TPR	1	0,27	-0,02	0,23	0,00	-0,03
INTANG	0,27	1	0,08	0,20	-0,07	-0,09
ESTRANG	-0,02	0,08	1	-0,13	-0,17	-0,13
ESTAT	0,23	0,20	-0,13	1	0,06	0,05
AC	0,00	-0,07	-0,17	0,06	1	0,42
DVFC	-0,03	-0,09	-0,13	0,05	0,42	1

Nota: TPR – Transações com partes relacionadas; INTANG – Intangibilidade; ESTRANG – Controle estrangeiro; ESTAT – Controle estatal; AC – Acionista controlador; DVFC – Direitos de voto e fluxo de caixa.

Fonte: Dados da pesquisa (2026).

A Tabela 7 apresenta os três índices de risco de expropriação do acionista não controlador, construídos a partir das variáveis com maiores cargas fatoriais em cada componente. A denominação de cada índice foi realizada com base nas características comuns às *proxies* que os compõem. Desta forma, o Índice 1 foi denominado Tipo de Controlador, uma vez que as variáveis que o formam (i.e., ESTRANG e ESTAT) são comumente usadas para identificar o perfil do investidor ou grupo de investidores que detêm a maior participação das ações ordinárias da companhia. Já o Índice 2, por ser construído através de variáveis que representam o grau de influência exercido pelos acionistas controladores (i.e., AC e DVFC), foi chamado Poder dos Controladores. Por último, o Índice 3 foi denominado Transferência de Riqueza, dado que as *proxies* de transações com partes relacionadas (TPR) e de ativo intangível (INTANG) são as maiores cargas fatoriais, as quais apontam para

mecanismos comumente usados para a extração de riqueza das companhias por parte dos controladores.

Tabela 7 - Coeficientes *loading* das variáveis latentes mais significativas da Análise Fatorial

Variáveis	Índice 1	Índice 2	Índice 3
	Tipo de Controlador	Poder dos Controladores	Transferência de Riqueza
TPR	0.08	-0.01	0.48
INTANG	-0.08	-0.07	0.59
ESTRANG	-0.92	-0.24	0.07
ESTAT	0.73	0.06	0.67
AC	0.04	0.97	0.01
DVFC	0.17	0.55	-0.08
Variância Explicada	0,24	0,23	0,17
Variância Acumulada	0,24	0,47	0,64
KMO		0,57	
P-valor (Teste de Esfericidade de Bartlett)		0,00 ***	

Nota: Níveis de significância: \*\*\*1%; \*\*5%; \*10%. TPR – Transações com partes relacionadas; INTANG – Intangibilidade; ESTRANG – Controle estrangeiro; ESTAT – Controle estatal; AC – Acionista controlador; DVFC – Direitos de voto e fluxo de caixa. Fonte: Dados da pesquisa (2026).

Embora o Tipo de Controlador tenha apresentado a maior variância explicada (24%), tal valor não difere profundamente dos demais. Assim, com base na semelhança entre os percentuais de explicação e no respaldo teórico das variáveis envolvidas, optou-se por considerar os três fatores o quais foram os resultados da Análise Fatorial, que em conjunto explicam 64% da variância do fenômeno analisado.

#### 4.3 MODELOS ECONOMÉTRICOS

Apresentam-se, a seguir, os modelos econométricos estimados para as variáveis dependentes Tipo de Controlador, Poder dos Controladores e Transferência de Riqueza. A Tabela 8 detalha as estatísticas de validação. Nesse sentido, a validade econométrica de cada modelo pode ser observada através do teste de Wald, o qual confirma a significância global dos modelos ao rejeitar a hipótese nula. Quanto à autocorrelação, o teste de Arellano-Bond indica a presença de correlação negativa de primeira ordem e a inexistência de correlação de segunda ordem, atendendo às premissas estatísticas.

A validade dos instrumentos é confirmada pelo teste de Hansen, cuja não rejeição da hipótese nula atesta a adequabilidade. Por fim, o teste Dif-Hansen justifica o uso do GMM-Sistêmico, validando tal abordagem para a estimação dos parâmetros propostos.

Tabela 8 - Modelos de GMM estimados

Variáveis	Tipo de Controlador		Poder dos Controladores		Transferência de Riqueza	
	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor	Coefficiente	P-valor
EXP <sub>t-1</sub>	0,8960***	0,0000	0,7990***	0,0000	0,9326***	0,0000
QME	0,0039	0,6750	-0,0047	0,4190	0,0031*	0,0630
IND	-0,0172	0,8080	0,1084	0,1140	0,0280	0,2190
BEN	0,0274	0,5480	0,0102	0,7580	-0,0235	0,1140
TAG	-0,0020*	0,0780	0,0002	0,8900	0,0002	0,4830
FRE	0,0010	0,6360	-0,0073**	0,0240	-0,0002	0,6730
DIV	-0,0023*	0,0930	0,0014	0,2270	0,0006	0,1730
BIG	-0,0404	0,7670	0,1230	0,3070	-0,0241	0,3440
DISP	0,3061	0,6270	0,4585	0,3420	-0,1401	0,2180
TAM	0,0024	0,9140	0,0077	0,7740	0,0160**	0,0370
ROA	-0,3442	0,4470	0,0678	0,7810	-0,0449	0,5660
END	-0,1055	0,3220	0,1631**	0,0460	-0,0034	0,8270
CRISE	0,0110	0,6420	-0,0034	0,8710	-0,0130	0,3600
CONSTANTE	0,2001	0,5680	-0,2718	0,4890	-0,2648**	0,0250
<b>Estatísticas de validação dos modelos GMM</b>						
Wald	579,60 ***		1704,66***		5157,27***	
ARI	-4,47***		-3,88***		-3,41***	
AR2	0,51		0,12		0,70	
Sargan	70,34		287,83***		752,28***	
Hansen	46,43		78,50		144,24	
Dif-Hansen	0,93		2,00		5,76*	

Nota: Níveis de significância: \*\*\*1%; \*\*5%; \*10%. EXP<sub>t-1</sub> – Defasagem de t-1 para as variáveis de expropriação; QME – Quantidade de membros no conselho de administração; IND – Membros independentes no conselho de administração; BEN – Benefícios dos conselheiros; TAG – *Tag along*; FRE – *Free float*; DIV – *Payout*; BIG – *Big Four*; DISP – Disponibilidade; TAM – Tamanho da companhia; ROA – Retorno sobre o ativo; END – Endividamento; CRISE – Crise.

Fonte: Dados da pesquisa (2026).

Inicialmente, observa-se que a variável dependente defasada ( $EXP_{t-1}$ ) apresentou coeficientes positivos e estatisticamente significativos ao nível de 1% em todas as especificações (Tipo de Controlador, Poder dos Controladores e Transferência de Riqueza). Tal achado evidencia a natureza dinâmica do fenômeno estudado, indicando que os níveis de expropriação do acionista não controlador do período anterior exercem influência determinante em relação aos níveis atuais, justificando, assim, o uso do estimador GMM em detrimento de modelos estáticos.

No que tange ao modelo de Tipo de Controlador, os resultados sugerem que mecanismos de GC, como *tag along* (TAG) e *payout* (DIV), possuem uma relação inversa e significativa com a variável dependente. Tal evidência indica que, nesta amostra, maiores direitos de *tag along* e mais dividendos distribuídos em relação ao lucro líquido auferido em um período, tendem a estar associados a reduções marginais na expropriação dos acionistas não controladores.

O achado para o resultado referente a variável *tag along* (TAG) está de acordo com o encontrado por Soares, Peters e Ciasca (2017), que aborda que a concessão de *tag along*, ao assegurar o mesmo tratamento financeiro concedido ao acionista controlador, em caso de venda do controle, é um forte sinalizador de proteção ao acionista não controlador.

Benefícios semelhantes são defendidos por Lin, Chen e Tsai (2017) em relação ao pagamento de mais dividendos. Uma vez que, de acordo com os autores, os dividendos podem atuar como uma ferramenta para mitigar o problema de agência, em virtude de que ao distribuir o fluxo de caixa livre como dividendos, a probabilidade de expropriação pode ser minimizada. Tal resultado se contrapõe aos achados de Baek, Kang e Lee (2006) e Zhao *et al.* (2015), que concluem que os acionistas controladores podem usar o excesso de caixa para forçar o pagamento de altos dividendos em benefício próprio e imediato, o que, dependendo da estrutura da firma, atua como uma forma direta de expropriar os interesses de longo prazo da companhia e dos acionistas não controladores.

Ao analisar o modelo de Poder dos Controladores, observa-se um outro cenário. A variável *free float* (FRE) demonstrou uma relação negativa e significativa ao nível de 5%, sugerindo que maiores percentuais de ações livres no mercado podem estar associados a reduções no nível de expropriação. Consonante com tal achado, Xiang (2024) demonstra que a alta liquidez no mercado de ações (i.e., facilitada pelo *free float*) ajuda a mitigar a expropriação, caso atraia investidores institucionais ativos. Assim, de acordo com o autor, o baixo custo de transação permite que esse grupo de investidores vendam rapidamente as ações ao detectarem expropriação, gerando uma forte queda nos preços e punindo os controladores.

Ainda para o modelo de Poder dos Controladores, o endividamento (END) revelou uma relação positiva e significativa, indicando que a alavancagem financeira está associada a um maior poder por parte dos controladores. Alim *et al.* (2020) encontraram um resultado semelhante para companhias paquistanesas. Os autores concluem que a presença de mais dívidas na estrutura de capital está positivamente associada à expropriação de acionistas não controladores, tanto no curto, quanto no longo prazo. A justificativa teórica defendida por tais autores é que o financiamento via dívida gera excesso de caixa disponível na companhia. Assim, os acionistas controladores usam tal capacidade de endividamento e a disponibilidade de dinheiro para construir "impérios privados" (*empire building*) ou extrair recursos via *tunneling* em benefício próprio.

Quanto ao terceiro modelo, focado na Transferência de Riqueza, identificou-se que a variável que representa o tamanho do conselho de administração (QME) e o tamanho da firma (TAM) exercem influência positiva. A variável QME aponta que quanto maior o conselho de administração, maior a possibilidade de existir transferência de riqueza para os acionistas com maior percentual de ações. Tal resultado corrobora a visão clássica de governança de Jensen (1993) e Nanka-Bruce (2009), que afirmam que conselhos muito grandes (frequentemente com mais de sete ou oito membros) sofrem com problemas de comunicação e coordenação, tornando-se menos efetivos na monitoração e facilitando o domínio do processo decisório pelo controlador ou CEO.

De forma análoga, estudos empíricos de Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e Mak e Kusnadi (2005) constataram, de forma categórica, que a manutenção de conselhos grandes destrói valor e piora o desempenho corporativo, justamente por não barrarem transferências ineficientes de riqueza.

Por outro lado, tal constatação diverge de uma vertente da literatura que defende os benefícios de conselhos maiores. Autores como Pillai e Al-Malkawi (2018), Albitar *et al.* (2020) e Almaqtari *et al.* (2022) argumentam que conselhos grandes melhoram o processo de tomada de decisão, visto que agregam diretores mais competentes e diversificados que podem representar e defender os *stakeholders* de forma mais eficiente, impactando positivamente a governança e o desempenho.

Adicionalmente, o coeficiente de TAM sugere que companhias maiores possuem maior propensão ou capacidade de incorrer em transferências de riqueza para os acionistas controladores. Tal achado encontra respaldo teórico no argumento de Silveira, Barros e Famá (2008), os quais explicam que corporações muito grandes podem estar sujeitas a problemas de agência mais severos e a custos de monitoramento mais elevados, dificultando a fiscalização e abrindo margem para a extração de benefícios privados. Em contrapartida, estudos como os de Xiang (2024) e Yeh, Shu e Su (2012) encontram evidências divergentes, registrando uma relação negativa e significativa entre o

tamanho da firma e a extração de riqueza, sob o argumento de que costumam ser as firmas menores os alvos preferenciais para a expropriação.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre práticas de governança corporativa e o risco de expropriação de acionistas não controladores em companhias abertas brasileiras. A amostra foi constituída por 152 companhias não financeiras e analisado o período de 2010 a 2022. Primeiramente foram construídos, por meio da Análise Fatorial, três índices que representam dimensões distintas da expropriação, sendo eles: Tipo do Controlador, Poder dos Controladores e Transferência de Riqueza, e a continuação estimados os modelos a partir do GMM-Sis.

As dimensões de expropriação surgiram por meio da interação do percentual de ações detidas pelo maior acionista e *dummy* para casos em que o maior acionista detém ações ordinárias em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações preferenciais possuídas, *dummies* para companhias cujo maior acionista é estrangeiro ou é o Estado, e os valores de transações entre partes relacionadas e de ativos intangíveis.

A governança corporativa foi mensurada através das variáveis de quantidade de membros no conselho de administração, *dummy* para firmas cujo percentual de conselheiros independentes no Conselho de Administração (CA) seja maior do que 20%, *dummy* para pagamentos na forma de ações, bônus ou participações nos lucros para membros do CA, percentual de *tag along*, percentual de ações em livre circulação, razão entre dividendos distribuídos e lucro líquido e *dummy* para auditoria realizada por *Big Four*.

Os resultados indicam que companhias com maiores percentuais de *tag along*, que pagam mais dividendos em relação ao lucro líquido e que têm um maior percentual de ações em livre circulação no mercado, possuem uma menor propensão para que os acionistas controladores expropiem a riqueza em benefício próprio, em detrimento dos acionistas não controladores.

As variáveis de controle que representam o tamanho da companhia e o endividamento demonstraram uma relação positiva com a expropriação. Isso representa que companhias maiores e mais endividadas tendem a serem mais propensas a expropriação por meio da facilidade de transferência de riqueza para benefício próprio e pela capacidade de influência dos controladores, respectivamente.

A principal contribuição deste estudo foi analisar o risco de expropriação de acionistas não controladores através de várias variáveis e identificar as melhores práticas de governança corporativa que permitem reduzir o mesmo no mercado de capitais brasileiro, caracterizado por um alto índice de

concentração acionaria. Assim, os resultados oferecem subsídios para investidores na avaliação das práticas de governança corporativa das empresas e a possível expropriação. Também permite que as empresas avaliem suas práticas de governança na busca pela redução desse risco.

Outra contribuição importante, é o diagnóstico metodológico que aponta para o uso de GMM-Sis, como uma alternativa eficiente para estudar o fenômeno da expropriação. Dentro dos três modelos construídos, ao existir uma relação positiva e significativa entre a variável dependente e as respectivas defasagens em um período, mostra que há uma persistência temporal da expropriação, uma vez que companhias que sofreram com o fenômeno no passado, tendem a enfrentá-lo, também, no presente.

Para pesquisas futuras, recomenda-se a ampliação para companhias de outros países latino-americanos, que também possuem baixa proteção legal e alta concentração acionaria, o que permitirá aprofundar a análise de práticas de governança corporativa e o risco de expropriação de acionistas não controladores.

#### **AGRADECIMENTOS**

Os autores agradecem à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG) pelo apoio financeiro e pelas bolsas concedidas para o desenvolvimento desta pesquisa. – Processo nº APQ-03433-18.

## REFERÊNCIAS

- ABIGAIL, A.; DHARMASTUTI, C. The impact of related party transactions on firm value in Indonesia: moderating role of good corporate governance. *Cogent Business & Management*, v. 9, n. 1, p. 1-23, 2022. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2135208>
- ALBANEZ, T.; SCHIOZER, R. F. Ownership concentration and other determinants of covenants in debt contracts of Brazilian publicly listed firms. *Brazilian Business Review*, v. 19, n. 4, p. 372-395, 2022. <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.19.4.2.en>
- ALBITAR, K.; HUSSAINEY, K.; KOLADE, N.; GERGED, A. M. ESG disclosure and firm performance before and after IR: the moderating role of governance mechanisms. *International Journal of Accounting and Information Management*, v. 28, n. 3, p. 429-444, 2020. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2019-0108>
- ALIM, W.; KALEEM, M.; ABBAS, S.; KHAN, D. Do capital structure and cash holding expropriate minority shareholders? A case of non-financial concentrated firms in Pakistan. *Journal of Financial Crime*, v. 27, n. 4, p. 1289-1305, 2020. <https://doi.org/10.1108/JFC-03-2020-0033>
- ALMAQTARI, F.; ELSHEIKH, T.; TAWFIK, O. I.; YOUSSEF, M. A. E. A. Exploring the impact of sustainability, board characteristics, and firm-specifics on firm value: a comparative study of the United Kingdom and Turkey. *Sustainability*, v. 14, n. 24, p. 1-27, 2022. <https://doi.org/10.3390/su142416395>
- AMMANN, M.; OESCH, D.; SCHMID, M. M. Product market competition, corporate governance, and firm value: evidence from the EU area. *European Financial Management*, v. 19, n. 3, p. 452-469, 2013. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2010.00605.x>
- ARELLANO, M.; BOVER, O. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, v. 68, n. 1, p. 29-51, 1995. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- AZEVEDO, Y. G. P.; GOMES, H. B.; NAKAO, S. H. Poison pills e governança corporativa: um estudo no mercado acionário brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 15, p. 1-27, 2021. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.169831>
- BAEK, J. S.; KANG, J. K.; LEE, I. Business groups and tunneling: evidence from private securities offerings by Korean chaebols. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 5, p. 2415-2449, 2006. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01062.x>
- BAKER, H. K.; DEWASIRI, N. J.; WEERAKOON, Y. K.; AZEEZ, A. A. Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Managerial Finance*, v. 45, n. 1, p. 2-20, 2019. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2018-0096>
- BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C. da; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*, v. 63, n. 1, p. 51-62, 2009. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402009000100004>

BLACK, B. S.; DE CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 20, p. 176-195, 2014.  
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.004>

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, v. 87, n. 1, p. 115-143, 1998. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)

BORTOLON, P. M.; SILVA, A. da, Junior. Determining factors for delisting of companies listed on BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 26, n. 68, p. 140-153, 2015.  
<https://doi.org/10.1590/1808-057x201500910>

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 13, n. 3, p. 438-469, 2015.  
<https://doi.org/10.12660/rbfin.v13n3.2015.45739>

BRICK, I. E.; CHIDAMBARAN, N. K. Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, v. 16, n. 4, p. 533-553, 2010.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.06.003>

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.  
<https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>

CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.  
<https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143>

CARVALHO, A. G. de; DAL'BÓ, F.; SAMPAIO, J. Determinants of corporate governance practices in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 48, n. 1, p. 1-18, 2021.  
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100771>

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00511>

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 81-112, 2000.  
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)

CORRÊA, E. L.; SILVA, W. A. C.; PINHEIRO, J. L.; MELO, A. A. O. Estrutura de propriedade e criação de valor em companhias brasileiras. *Tourism & Management Studies*, v. 11, n. 2, p. 130-137, 2015. <https://doi.org/10.18089/tms.2015.11216>

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.  
<https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>

DETTAMRONG, U.; CHANCHARAT, N.; VITHESSONTHI, C. Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, v. 42, p. 689-709, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>

DUAN; JIAO, Y. The role of mutual funds in corporate governance: evidence from mutual funds' proxy voting and trading behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 51, n. 2, p. 489-513, 2016. <http://www.jstor.org/stable/43862325>

EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M. T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, v. 48, n. 1, p. 35-54, 1998. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8)

ELMAGRHI, M. H.; NTIM, C. G.; CROSSLEY, R. M.; MALAGILA, J. K.; FOSU, S.; VU, T. V. Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: the effects of corporate board characteristics. *International Journal of Accounting and Information Management*, v. 25, n. 4, p. 459-483, 2017. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020>

FAIRCHILD, R.; GUNEY, Y.; THANATAWEE, Y. Corporate dividend policy in Thailand: theory and evidence. *International Review of Financial Analysis*, v. 31, p. 129-151, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.10.006>

GONZAGA, R. P.; COSTA, F. M. da. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 50, p. 95-109, 2009. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200007>

HE, W. Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan. *Accounting & Finance*, v. 52, n. 3, p. 873-901, 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00414.x>

HE, Y.; WANG, J.; MENG, Q. The impact of mandatory operating information disclosure on related-party transactions: evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, v. 33, p. 103-124, 2024. <https://doi.org/10.1111/corg.12589>

HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD, R. G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00025-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00025-2)

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

JESUKA, D.; PEIXOTO, F. M. Rating soberano, governança corporativa e desempenho da firma: evidências no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 41, n. 3, p. 37-54, 2022. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v41i3.56986>

JIANG, F.; KIM, K. A. Corporate governance in China: a survey. *Review of Finance*, v. 24, n. 4, p. 733-772, 2020. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa012>

JIANG, G.; LEE, C. M.; YUE, H. Tunneling through intercorporate loans: the China experience. *Journal of Financial Economics*, v. 98, n. 1, p. 1-20, 2010. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.05.002>

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Tunneling. *American Economic Review*, v. 90, n. 2, p. 22-27, 2000. <http://www.jstor.org/stable/117185>

KLEMELÄ, J. *Nonparametric Finance*. Hoboken: Wiley, 2018. <https://doi.org/10.1002/9781119409137.ch4>

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998. <https://doi.org/10.1086/250042>

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000a. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, L.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000b. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

LIN, C.; CHUANG, C. Principal-principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy. *Corporate Governance: An International Review*, v. 19, n. 6, p. 585-600, 2011. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00870.x>

LIN, T.; CHEN, Y.; TSAI, H. The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, v. 20, p. 1-12, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.06.008>

LIU, J.; YE, K.; LIU, Y. Mandatory information disclosure and innovation: evidence from the disclosure of operational information. *China Journal of Accounting Research*, v. 16, n. 2, p. 1-18, 2023. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2023.100294>

LUO, J.; WAN, D.; CAI, D. The private benefits of control in Chinese listed firms: do cash flow rights always reduce controlling shareholders' tunneling? *Asia Pacific Journal of Management*, v. 29, n. 2, p. 499-518, 2012. <https://doi.org/10.1007/s10490-010-9211-y>

LUO, Y.; JACKSON, D. O. CEO compensation, expropriation, and the balance of power among large shareholders. *Advances in Financial Economics*, v. 5, p. 195-238, 2012. [https://doi.org/10.1108/S1569-3732\(2012\)0000015010](https://doi.org/10.1108/S1569-3732(2012)0000015010)

LV, H.; LI, W.; GAO, S. Dividend tunneling and joint expropriation: empirical evidence from China's capital market. *The European Journal of Finance*, v. 18, n. 3-4, p. 369-392, 2012. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2011.579741>

MACHADO, L. K. C.; RAUBER, L. L.; PRADO, J. W. do; CARVALHO, E. G.; SANTOS, A. C. dos. A influência da governança corporativa no desempenho financeiro, na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: uma análise com modelagem de equações estruturais. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 39, n. 2, p. 27-41, 2020. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v39i2.45852>

MAGLIO, R.; REY, A.; AGLIATA, F.; LOMBARDI, R. Exploring sustainable governance: compliance with the Italian related party transactions regulation for the legal protection of minority shareholders. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, v. 27, p. 272-282, 2020. <https://doi.org/10.1002/csr.1804>

MAK, Y. T.; KUSNADI, Y. Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 13, n. 3, p. 301-318, 2005. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.303505>

MARTINS, H. C.; SCHIEHLL, E.; TERRA, P. R. S. Do shareholder protection and creditor rights have distinct effects on the association between debt maturity and ownership structure? *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 47, n. 5-6, p. 708-729, 2020. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12430>

MAURY, C. B.; PAJUSTE, A. Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. *LTA*, v. 1, n. 2, p. 15-45, 2002. <https://research.hhs.se/esploro/outputs/991001480573606056>

NANKA-BRUCE, D. The impact of large shareholdings and board structure on efficiency. 2009. Working Paper. Universidade Autônoma de Barcelona, Barcelona, 2009. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1490735>

NARANG, N.; GUPTA, S.; TRIPATHY, N. A bibliometric analysis of governance mechanisms in dividend decisions: an overview and emerging trends. *International Journal of Disclosure and Governance*, v. 20, p. 410-430, 2023. <https://doi.org/10.1057/s41310-023-00184-6>

NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, n. 3, p. 325-351, 2003. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00069-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00069-2)

NYS, E.; TARAZI, A.; TRINUGROHO, I. Political connections, bank deposits and formal deposit insurance. *Journal of Financial Stability*, v. 19, n. 1, p. 83-104, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2015.01.004>

OFORI-SASU, D.; ABOR, J. Y.; OSEI, A. K. Dividend policy and shareholders' value: evidence from listed companies in Ghana. *African Development Review*, v. 29, n. 2, p. 293-304, 2017. <https://doi.org/10.1111/1467-8268.12257>

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea Eletrônica*, v. 1, n. 1, p. 119-135,

2007. <https://hdl.handle.net/20.500.14330/CLA01000322470>

PAHI, D.; YADAV, I. S. Product market competition, agency cost and dividend payouts: new evidence from emerging market. *Journal of Management and Governance*, v. 26, p. 925-956, 2022. <https://doi.org/10.1007/s10997-021-09570-0>

PERLIN, M. Corporate datasets from the FRE system. Versão 9. Harvard Dataverse, 2020. Conjunto de dados. Disponível em: <https://doi.org/10.7910/DVN/QIMUNZ>. Acesso em: 2024. <https://doi.org/10.7910/DVN/QIMUNZ>

PHAM, H.-Y.; CHUNG, R.; BAO, B.-H. Corporate payout policy: does product market competition matter? Evidence from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, v. 17, n. 2, p. 342-357, 2021. <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2019-0406>

PILLAI, R.; AL-MALKAWI, H. A. N. On the relationship between corporate governance and firm performance: evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, v. 44, p. 394-410, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>

PRATIWI, A. P.; RUHIYAT, E.; HOLIAWATI. Actions of expropriation in family companies: the moderating role of independent commissioner's control. *Jurnal Dinamika Manajemen*, v. 15, n. 1, p. 91-103, 2024. <https://doi.org/10.15294/jdm.v15i1.49933>

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, v. 20, n. 2, p. 125-143, 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00900.x>

RENCHER, A. C. *Methods of Multivariate Analysis*. 2. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2002. <https://doi.org/10.1002/9781118391686>

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. de; REZENDE, L. D.; SILVA, E. A. Governança corporativa e distribuição de dividendos: evidências do mercado acionário brasileiro. *Revista Ambiente Contábil*, v. 18, n. 1, p. 294-314, 2026. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2026v18n1ID38999>

SANTOS, J. É. Composição dos conselhos de administração e a liquidez de caixa das empresas brasileiras em períodos de crises econômicas. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 44, n. 1, p. 1-18, 2025. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v44i1.67030>

SELLA, L. C.; BORTOLON, P. M. Fatores associados à não migração para o Novo Mercado de empresas do tipo uma ação - um voto. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 33, n. 90, p. 1-18, 2022. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20221492.pt>

SETIA-ATMAJA, L.; TANESKI, G. A.; SKULLY, M. The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, v. 36, n. 7-8, p. 863-898, 2009. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02151.x>

SETIAWAN, D.; BANDI, B.; PHUA, L. K.; TRINUGROHO, I. Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies*, v. 10, n. 3, p. 230-252, 2016. <https://doi.org/10.1108/JABS-05-2015-0053>

SILVA, M. M. B. da; PINHEIRO, L. E. T.; CORDEIRO, F. A. A relação entre o risco de expropriação de acionistas minoritários e os níveis diferenciados de governança corporativa. *Revista de Ciências da Administração*, v. 23, n. 61, p. 80-90, 2021. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2021.e65550>

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200005>

SOARES, A. M.; PETERS, M. R. S.; CIASCA, D. N. Evidenciação: índice de conformidade e evidenciação do relatório de administração das empresas de energia elétrica listadas no nível 1 e 2 de governança da BM&FBovespa em 2016 em relação ao parecer de orientação 15/87 da CVM. *Revista Metropolitana de Governança Corporativa*, v. 2, n. 2, p. 3-18, 2017. <https://revistaseletronicas.fmu.br/index.php/RMGC/article/view/1709>

SOARES, R. O.; KLOECKNER, G. O. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 4, p. 79-93, 2008. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000400008>

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 25, n. 65, p. 145-160, 2014. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200005>

SOSCHINSKI, C. K.; BOGONI, N. M.; SCHLUP, D.; CUNHA, P. R. da. Influência da governança corporativa na assimetria de informação: uma comparação entre empresas brasileiras e americanas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 17, n. 43, p. 149-163, 2020. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n43p149>

TAM, O. K.; TAN, M. G.-S. Ownership, governance and firm performance in Malaysia. *Corporate Governance: An International Review*, v. 15, n. 2, p. 208-222, 2007. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00555.x>

VIANA JUNIOR, D. B. C. C.; CAIXE, D. F.; PONTE, V. M. R. Efeito moderador da instabilidade econômica na relação entre concentração de controle e valor de mercado: evidências empíricas na América Latina. *Brazilian Business Review*, v. 16, n. 4, p. 401-415, 2019. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.4.6>

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. 2. ed. Cambridge: MIT Press, 2010. <https://www.jstor.org/stable/j.ctt5hhcfr>

XIANG, X. Does stock liquidity affect expropriation behavior by controlling shareholders? Evidence from China. *Economic Systems*, v. 48, n. 2, p. 1-18, 2024. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2024.101217>

YEH, Y.-H.; SHU, P.-G.; SU, Y.-H. Related-party transactions and corporate governance: the evidence from the Taiwan stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 20, n. 5, p. 755-776, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2012.02.003>

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 2, p. 185-211, 1996. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)

ZHAO, Y. F.; XIA, X. P.; TANG, X. X.; CAO, W.; LIU, X. Y.; FAN, Y. H. Private placements, cash dividends and interests transfer: empirical evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics and Finance*, v. 36, p. 107-118, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.011>