

RELATÓRIOS COPPEAD

397

Agosto 2011

PRÁTICAS DE  
GOVERNANÇA  
CORPORATIVA NAS  
EMPRESAS FAMILIARES DE  
CAPITAL ABERTO NÃO-  
LISTADAS EM BOLSA

Joséte Florencio dos Santos  
Moisés Araújo Almeida  
Ricardo P. Câmara Leal

**Relatórios COPPEAD** é uma publicação do Instituto COPPEAD de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

**Editor**

Leticia Casotti

**Editoração**

Lucilia Silva

**Ficha Catalográfica**

Ana Rita Mendonça de Moura

Santos, Joséte dos.

Práticas de governança corporativa nas empresas familiares de capital aberto não listadas em bolsa / Joséte dos Santos, Moisés Araújo Almeida e Ricardo Pereira Câmara Leal. – Rio de Janeiro: UFRJ /COPPEAD, 2011.

16 p.; 27cm. – (Relatórios COPPEAD; 397)

ISBN 978-85-7508-085-6

ISSN 1518-3335

1. Finanças. 2. Governança corporativa. I. Almeida, Moisés Araújo. II. Leal, Ricardo Pereira Câmara. III. Título. IV. Série.

CDD – 332

**Pedidos para Biblioteca:**

Caixa Postal 68514 – Ilha do Fundão

21941-972 – Rio de Janeiro – RJ

Telefone: 21-2598-9837

Telefax: 21-2598-9835

e-mail: [biblioteca@coppead.ufrj.br](mailto:biblioteca@coppead.ufrj.br)

Disponível em [www.coppead.ufrj.br](http://www.coppead.ufrj.br)

# PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS FAMILIARES DE CAPITAL ABERTO NÃO-LISTADAS EM BOLSA

Joséte Florencio dos Santos<sup>1</sup>  
Moisés Araújo Almeida<sup>2</sup>  
Ricardo P. Câmara Leal<sup>3</sup>

## RESUMO

Este capítulo apresenta uma medida da qualidade de certas práticas de governança corporativa em empresas de capital aberto, cujas ações não são listadas em bolsa. Estas empresas representavam uma média de 67% do total das empresas de capital aberto não-listadas em bolsa no mercado brasileiro entre 2003 e 2009. Há grande concentração do controle nas mãos do maior acionista, que possui, em média, 87,5% das ações ordinárias. Como seria de se esperar, estas empresas usam poucas ações preferenciais. Elas alcançam uma média de 7 pontos, em 14 possíveis, em um índice de qualidade de práticas de governança corporativa. O uso de estruturas indiretas de controle é frequente e a ocorrência de acordos de acionistas é declinante. Poucas empregavam as principais empresas de auditoria. Há muito que melhorar, particularmente na composição e funcionamento do conselho de administração.

## 1 – INTRODUÇÃO

A maioria dos trabalhos que buscaram entender as práticas de governança corporativa (GC) das empresas de capital aberto, familiares ou não, se voltou, em sua grande maioria, para as empresas listadas em bolsa (Almeida *et al*, 2010). Mais recentemente é que foram desenvolvidos trabalhos empíricos com as empresas de capital aberto não-listadas em bolsa (Santos e Leal, 2007). Este capítulo contribui com esta linha de estudos ao apresentar a evolução das práticas de GC das empresas familiares de capital aberto que não são listadas em bolsa, analisando, também, as transformações ocorridas na sua estrutura de controle entre os anos de 2003 e 2009. A GC na empresa familiar adquire especial relevância no mercado de capitais brasileiro, pois, como muitos outros mercados, ele é caracterizado pela presença de muitas companhias de capital aberto controladas por famílias, além de grandes grupos com controle familiar.

---

<sup>1</sup> Professora Adjunta da Universidade Federal de Pernambuco

<sup>2</sup> Professor Assistente da Universidade Federal de Sergipe

<sup>3</sup> Professor Titular da Universidade Federal do Rio de Janeiro

Os estudos sobre GC costumam abordar a separação da propriedade e as soluções adotadas para o controle da empresa. Nas empresas familiares, a GC se dá com base numa racionalidade permeada por normas e regras derivadas dos sistemas família, propriedade e gestão. As práticas de GC em negócios familiares diferem fundamentalmente de outros tipos de organizações, pois precisam refletir as mudanças nos negócios e, ao mesmo tempo, as mudanças que se dão dentro da família proprietária do negócio. A GC em empresas de controle familiar deve procurar unir os interesses entre gestores, acionistas e membros da família que possuem vínculos com a empresa.

Os Conselhos de Administração (CA), por sua vez, são apontados como instrumento mitigador dos conflitos de interesse, uma vez que exercem o papel de supervisionar a diretoria executiva da empresa, ratificando as decisões mais importantes (Tirole, 2006). A independência entre gestores e o CA pode melhorar a eficiência das atividades da administração da empresa. Assim, espera-se que empresas com um CA mais independente e ativo atinjam resultados melhores e, conseqüentemente, criem mais valor para os acionistas, minimizando possíveis expropriações dos acionistas minoritários.

Dada a sua relevância, os principais códigos de boas práticas de GC do mundo dão atenção especial aos CA. De uma forma geral, eles sugerem que os CA devem possuir vários conselheiros externos que sejam independentes dos gestores e dos principais acionistas das empresas. No Brasil, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) faz referências ao papel, à composição, às atividades, aos relacionamentos e à remuneração dos conselheiros de administração, entre outros temas, e defende os seguintes princípios fundamentais para uma boa GC: transparência; equidade; prestação de contas; cumprimento das leis; e ética (IBGC, 2010).

Os acionistas familiares no Brasil podem ser caracterizados como investidores de longo prazo, pouco diversificados e que mantêm um forte controle sobre a gestão da empresa (Leal e Carvalhal da Silva, 2007). Os investidores buscam informações sobre a qualidade das práticas de GC, que é um dos critérios para a tomada de decisão sobre seus investimentos, aliado às informações sobre a saúde financeira e o desempenho das empresas (Ariff, Ibrahim e Othman, 2007), como forma de diminuir a assimetria de informações existente e, com isto, atenuar as preocupações com a possibilidade de terem seus direitos não assegurados. Esta exposição à expropriação é facilitada quando as empresas estão em mercados financeiros pouco transparentes (Shleifer e Vishny, 1997).

## 2 – CARACTERÍSTICAS SELECIONADAS DAS EMPRESAS FAMILIARES NÃO-LISTADAS EM BOLSA

As empresas familiares são particularmente predominantes entre as empresas de médio e pequeno porte. Entretanto, em muitos mercados, a maioria das empresas de grande porte tem uma família como seu acionista controlador, como é o caso das empresas do mercado brasileiro (Santos e Leal, 2007; Leal e Carvalho da Silva, 2007). As empresas familiares enfrentam vários problemas de GC, além dos enfrentados por outras empresas, dentre eles questões relacionadas ao tratamento equitativo de acionistas não-familiares.

Este capítulo apresenta uma investigação sobre o grupo de empresas de capital aberto registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) cujas ações não estão listadas na BM&F Bovespa e que têm acionista controlador familiar no período de 2003 a 2009, doravante identificadas como EFNL. Estas empresas foram identificadas partindo-se do conceito de que empresas familiares são aquelas que possuem um indivíduo, pessoas com o mesmo nome de família ou uma sociedade de quotas de responsabilidade limitada na posse da maioria das ações ordinárias (Almeida *et al*, 2010).

**Tabela 1** – Amostra de empresas não listadas

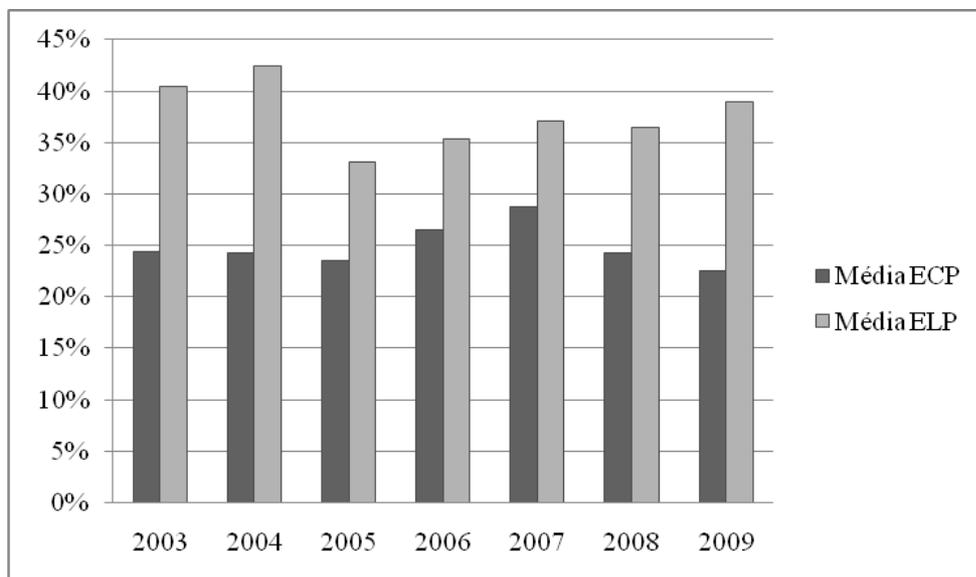
Ano	Amostra	Familiares	% Familiares
2003	155	109	70%
2004	75	50	67%
2005	117	81	69%
2006	104	67	64%
2007	79	51	65%
2008	109	73	67%
2009	107	71	66%
<b>Média</b>	<b>107</b>	<b>72</b>	<b>67%</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>26,5</b>	<b>20,0</b>	<b>2,2%</b>

A tabela 1 mostra que, no período analisado, as EFNL representaram, em média, 67% do total das empresas de capital aberto que não negociam na bolsa. Esta proporção permaneceu praticamente constante em cada ano, com 2,2% de desvio padrão.

Em 2004 e 2007 várias empresas tiveram seus registros cancelados na CVM, por diversos motivos, havendo uma grande diminuição na quantidade de empresas de capital

aberto. Entretanto, nos anos seguintes, novas empresas abriram o capital sem listar em bolsa, fazendo com que, ao final de 2009, houvesse uma média de 107 empresas na amostra, com média de 72 de empresas de controle familiar durante o período, como pode ser visto na tabela 1. A concentração regional das EFNL sofreu pouca alteração ao longo destes sete anos, apresentando maior quantidade de empresas na região Sudeste, ficando em média com 58,8% das EFNL no período, seguida pelas regiões Sul (22,8%) e Nordeste (16,3%).

As EFNL apresentaram endividamento médio de curto prazo de 25% e de longo prazo de 38% do ativo total no período, conforme apresentado na figura 1. As dívidas de curto prazo apresentam regularidade ao longo dos anos, com uma pequena elevação observada em 2007, quando atingiu média de 28% do ativo total das empresas, porém voltando a um patamar mais baixo a seguir, quando se observa a menor média (22,7%). Já o endividamento de longo prazo apresentou proporções mais elevadas em 2003 e 2004, quanto chegou a financiar 42% das operações das empresas, seguido de uma forte diminuição, atingindo 33% de endividamento em 2005. A partir daí voltou a crescer, atingindo 39% dos ativos totais em 2009.



**Figura 1** – Endividamento de Curto (ECP) e Longo Prazo (ELP) das EFNL

### 3 – ESTRUTURA DE CONTROLE E DE PROPRIEDADE DAS EFNL

As empresas brasileiras de capital aberto têm estrutura de controle concentrada em poucos acionistas, conforme apontado por vários autores, entre eles Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002); Leal e Carvalhal da Silva (2007) e Silveira, Barros e Silveira (2004). Esta situação, como seria de se esperar, também foi confirmada por Santos e Leal (2007) nas empresas familiares em 2003. Entretanto, a quantidade de ações ordinárias de posse do maior acionista nas EFNL apresentou ligeira queda ao longo dos anos, partindo de uma média de 87,2% em 2003 para 84,5% em 2009. Esta concentração ainda é elevada, pois na média destes anos, o maior acionista possuiu diretamente 85,4% das ações ordinárias.

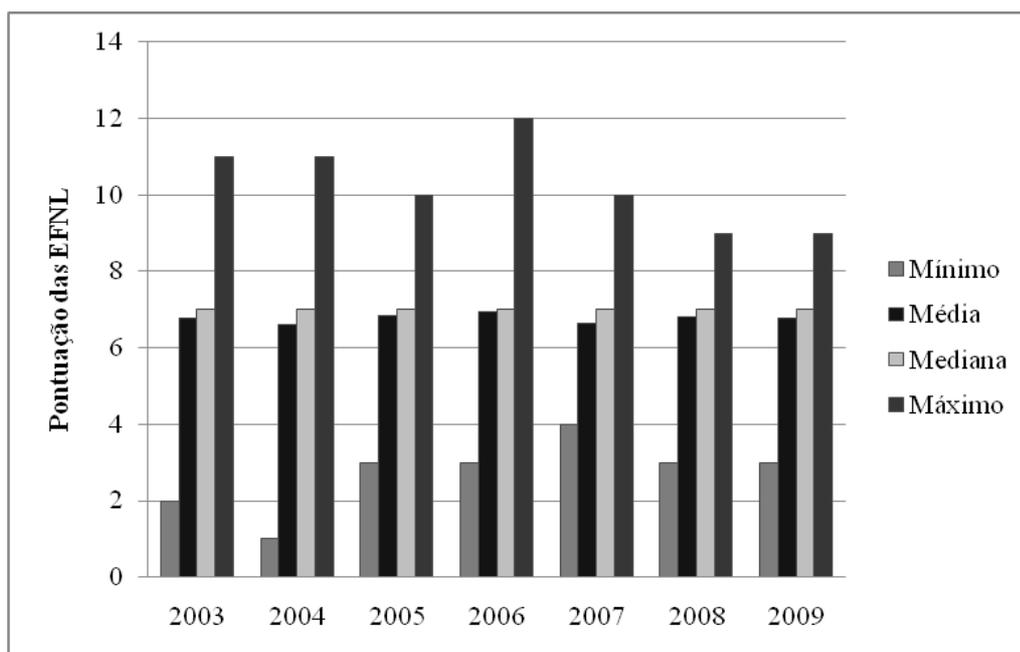
Os controladores das EFNL têm mantido a posse de quase todas as ações das empresas. A concentração de propriedade total do maior acionista da empresa (ações ordinárias + ações preferenciais), que identifica o percentual de ações com direito sobre o fluxo de caixa, manteve-se muito elevada entre 2003 e 2009. Nestes anos, a média foi de 81,4% do total das ações da empresa na posse do maior acionista, com um pequeno aumento deste percentual ao longo deste período. Esta concentração de propriedade é evidenciada ao se observar que mais da metade dos maiores acionistas das EFNL possuíam, em média, mais do que 93% do total das ações das empresas. Apesar da discreta diminuição da concentração média de controle e de um pequeno aumento na concentração de propriedade do maior acionista das EFNL, os percentuais observados no período continuam elevados, sustentando fortemente a hipótese de haver conflitos de interesse com os poucos minoritários existentes.

### 4 – EVOLUÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EFNL

Uma forma bastante comum de aferir a qualidade das práticas de GC das empresas são os índices, cuja pontuação, geralmente, corresponde à soma dos pontos atribuídos às diversas dimensões da CG das empresas passíveis de mensuração. Alguns autores usaram as classificações feitas por empresas especializadas em avaliação, como Black (2001), Durnev e Kim (2005) e Klapper e Love (2004). Outros fizeram sua classificação por meio de questionários, contemplando, também, várias dimensões de GC, como Gompers, Ishii e Metric (2003), Black, Jang e Kim (2003) e Song e Lei (2008).

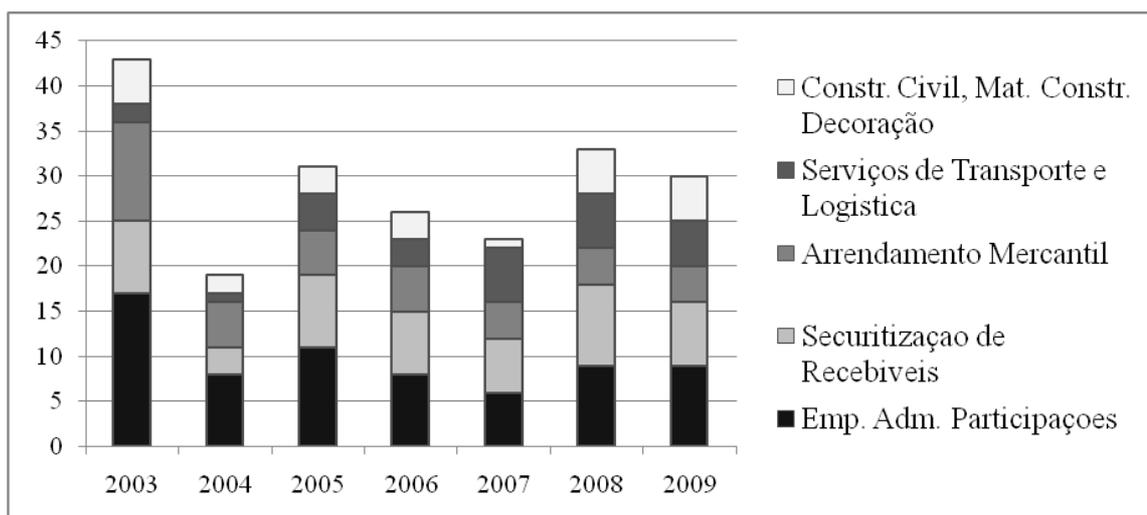
O questionário desenvolvido por Leal e Carvalho da Silva (2007) para as empresas listadas em bolsa tem sido usado como referência nos estudos nacionais para estimar a qualidade das práticas de GC. Os trabalhos que tratam das EFNL também empregaram este método, adaptando o questionário às características deste segmento de empresas que não negociam ações nas bolsas. A pontuação resultante do questionário empregado neste capítulo foi chamada de Índice de Governança Corporativa das Empresas Familiares (IGC-F) e pode ser vista no apêndice juntamente com as perguntas do questionário. O índice é calculado a partir de um conjunto de 14 perguntas binárias e objetivas, cujas respostas são obtidas exclusivamente por meio de dados secundários, o que facilita o trabalho de coleta de dados e amplia o tamanho da amostra estudada. Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, com as empresas apresentando uma pontuação entre 0 e 14. O índice construído contempla três dimensões: Transparência (5 questões), Composição e Funcionamento do Conselho (4 questões) e Controle e Conduta (5 questões). A pontuação média obtida pelas EFNL da amostra, que corresponde ao percentual de empresas com resposta positiva (1) em cada questão, também pode ser vista no apêndice.

A qualidade das práticas de GC das EFNL manteve média de 7 pontos, relativamente estável entre 2003 e 2009, como pode ser observado na figura 2. Metade das EFNL obteve pontuação acima deste valor. Este padrão também foi observado para o conjunto de empresas não-listadas, segundo Almeida *et al.* (2010). Entretanto, o valor máximo obtido pelas empresas, que reflete aquelas com as melhores práticas de GC, caiu ao longo dos anos de 11 em 2003 para 9 em 2009. Isto pode indicar que houve certo descuido por parte destas empresas ou uma movimentação no grupo analisado, com a saída de empresas mais comprometidas com estas práticas.



**Figura 2** – Estatísticas Descritivas da Pontuação das EFNL no IGC-F (Máximo de 14 pontos)

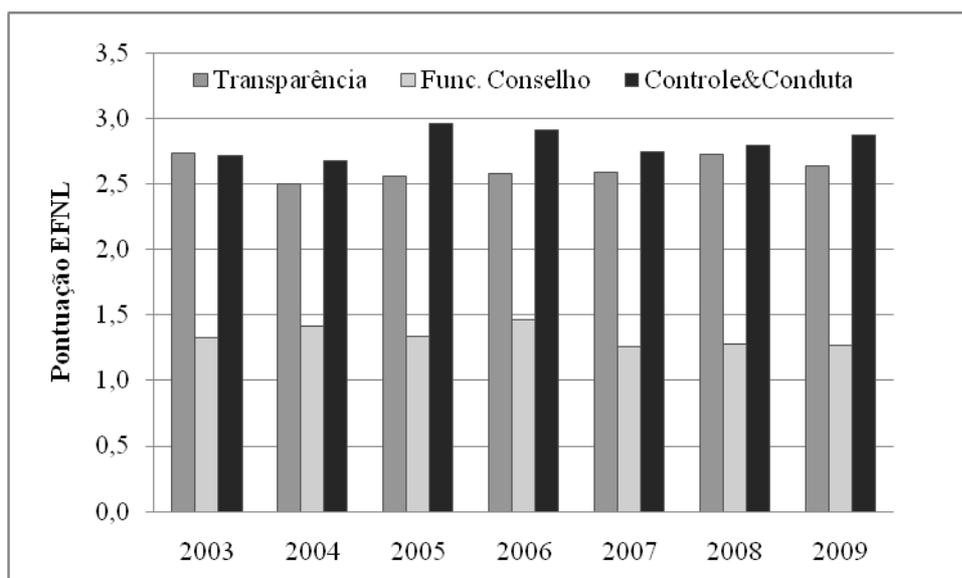
As EFNL com melhores práticas de GC estão concentradas em poucos setores de atuação, classificados pela CVM, como pode ser visto na figura 3. Juntos, estes setores respondem por mais que 60% das empresas com pontuações superiores a 7 pontos do IGC-F, em cada ano. As empresas dos setores de Administração de Participações, Securitização de Recebíveis e Arrendamento Mercantil, juntas, respondem por cerca de 50% das empresas com melhores práticas de GC em cada ano. Este desempenho pode ser devido a atuarem em segmentos que exijam mais controle e transparência dos gestores.



**Figura 3** – Setor de Atuação das EFNL com Melhores Práticas de GC

Uma análise mais detalhada das questões tratadas em cada dimensão do índice mostra algumas nuances que, em conjunto, não são percebidas. De modo geral, a dimensão Transparência tem diminuído discretamente sua contribuição para a qualidade das práticas de GC das EFNL, conforme a figura 4. As EFNL têm elaborado seus relatórios financeiros obedecendo aos prazos legais, tendo sido observado que há uma melhora neste quesito, pois o percentual das empresas que publicam dentro do prazo estipulado tem aumentado, chegando 87% em 2009. Por outro lado, as EFNL não têm publicado seus relatórios contábeis de acordo com os padrões internacionais recomendados (IASB ou USGAAP), pois não foi registrado nenhum relatório com estes padrões entre 2003 e 2009. Esta situação vai mudar tendo em vista as recentes mudanças legais introduzidas pela Lei 11.638 de 2007, às quais todas as empresas de capital aberto passaram a se sujeitar em 2010.

Menos da metade das EFNL empregaram as maiores empresas de auditoria mundial (*Delloite, Ernest & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers*), com média de 41% para estes anos, sendo observada uma pequena diminuição na utilização das empresas internacionais. Contudo, uma média de 72% das EFNL teve parecer de auditoria independente sem ressalvas nestes anos.



**Figura 4** – Pontuação das EFNL por Dimensão do IGC-F

Por outro lado, pelo menos 62% destas empresas divulgam informações sobre a remuneração da diretoria executiva e do CA, mesmo que de forma conjunta, sem oferecer grandes detalhes para cada uma das partes. Há determinação da CVM para que estas informações sejam divulgadas com mais detalhes a partir de 2009, entretanto, no período analisado, houve diminuição da quantidade de empresas divulgando as informações sobre estas remunerações.

A dimensão Composição e Funcionamento do Conselho contribuiu com pontuação regular para o IGC-F das EFNL ao longo dos anos, conforme a figura 4. Houve aumento na quantidade de empresas que não tinham a mesma pessoa com as funções de presidente do conselho e de diretor presidente da empresa. Este foi o caso de 56% das empresas em 2003, chegando a haver 62% delas em conformidade com esta recomendação do código do IBGC. Ter uma mesma pessoa desempenhando estes os dois papéis pode gerar conflito de interesses, pois o CA deve, entre outras coisas, supervisionar a diretoria executiva segundo os interesses de todos acionistas. Neste sentido, houve melhora das práticas de GC pelas EFNL.

Não houve melhora com relação à participação de conselheiros independentes nos CA das EFNL. Em média, apenas cerca de 25% das empresas possuem conselheiro externo desvinculado da gestão e dos principais acionistas, mas não necessariamente independente. Este percentual chegou a crescer, partindo de 21% em 2003 e atingindo 29% em 2007. Entretanto, após este ano, ele voltou aos patamares iniciais, fechando 2009 com 20%. A expectativa é que as decisões tomadas nos CA que tenham membros

independentes sejam mais equilibradas em termos de conflitos de interesses entre os acionistas, o que não parece acontecer nas EFNL.

Outra questão importante está relacionada à quantidade de membros do CA destas empresas. Há indicações de que um quarto, em média, das EFNL estava em conformidade com o que recomendava o IBGC. Houve diminuição das empresas que seguiam estas orientações entre 2003 e 2007, quando chegou a haver apenas 22% das EFNL respeitando a recomendação do IBGC. Posteriormente, houve aumento no percentual anual, chegando a 30% das empresas em 2009. Boa parte das EFNL parece cumprir apenas o mínimo exigido por lei, talvez por terem a estrutura de propriedade bastante concentrada. Os mandatos dos conselheiros da maioria das EFNL têm duração superior a um ano (renováveis), neste período. Assim, houve diminuição das empresas seguindo a recomendação do código do IBGC, que chegou a um mínimo de 15% das empresas em 2009, não podendo, desta forma, ser entendido como uma evolução positiva das práticas de governança corporativa. Contudo, deve-se ressaltar que a versão mais recente do código do IBGC mudou a recomendação sobre a duração do mandato do conselheiro de um para dois anos, sendo assim, o número de EFNL em conformidade com a versão mais recente do código pode ser bem maior. Segundo a dimensão "Composição e Funcionamento do Conselho", as EFNL estão alinhadas com as demais empresas não-listadas. Elas não apresentaram sinais de melhoria ao longo dos anos analisados, uma vez que o atendimento às exigências em relação à quantidade de membros, independência e prazo de mandato diminuiu, principalmente no último ano.

Ainda pela figura 4 percebe-se que a dimensão Conduta e Controle foi a que mais contribuiu, em cada ano, com a qualidade das práticas de GC das EFNL mensurada pelo índice IGC-F, apesar de ter sido a dimensão que teve maior variação na pontuação média anual para o período entre 2003 e 2009. Aumentou (ainda que discretamente), na média, a quantidade de empresas que possui menos de 50% das ações ordinárias de posse do maior acionista, diminuindo a concentração de controle. Houve diminuição, também, na ocorrência de acordo de acionistas, constatado em 23% das EFNL em 2003 e em apenas 11% em 2009. Se o acordo de acionistas for visto como instrumento de aumento do controle, este é um sinal positivo.

O capital total de pelo menos 61% das EFNL era formado por menos do que 20% de ações preferenciais (normalmente, sem direito a voto). Em 2009 esta marca atingiu 65% das empresas. Deve-se levar em conta que quase a totalidade das empresas da amostra foram registradas na CVM antes da alteração da lei das S.A., feita em 2001, que limitou a emissão das ações preferenciais a 50% do capital acionário total. O fato de que a maioria das empresas possui uma quantidade relativamente baixa de ações preferenciais, pode ser também atribuído a uma característica deste grupo de empresas

não-listadas, pois é um tipo de ação que era emitido quando se dispersava o capital acionário, sem diluição de controle, por meio de emissões públicas de ações. Caiu a quantidade de EFNLs que não estão sendo investigadas ou que não foram condenadas no último ano pela CVM. Esta proporção atingiu o máximo de 16% das EFNL em 2004, chegando a 13% das empresas em 2009.

## 5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

As EFNL representam uma média de 67% do total das empresas de capital aberto não-listadas em bolsa do mercado brasileiro entre 2003 e 2009. Elas estão predominantemente localizadas nas regiões sudeste e sul, que reúne mais de 80% delas. Suas dívidas de curto prazo apresentam regularidade ao longo dos anos, com média de 25% do ativo total no período, quando financiaram, em média, 38% do total dos seus ativos com endividamento de longo prazo.

Seguindo o padrão observado nas empresas de capital aberto não-listadas, mais do que a metade das EFLN apresenta estrutura de controle bastante concentrada com o maior acionista possuindo uma média de 87,5% das ações ordinárias. Houve uma pequena diminuição na concentração de controle, que continua em patamar muito elevado, contribuindo, assim, para que exista grande potencial para sérios conflitos de interesse que resultem na expropriação dos poucos acionistas minoritários destas empresas.

Observando o desenvolvimento das práticas de governança corporativa nas empresas de controle familiar não-listadas em bolsa entre 2003 e 2009, constata-se que elas mantêm média de 7 pontos, em 14 possíveis, nas práticas mensuradas pelo índice IGC-F. Vale ressaltar que metade das EFNL tiveram pontuação acima deste valor, sinalizando que muitas empresas preocupam-se com o tema. Ainda há muito para melhorar e a análise do período em estudo permite afirmar que a composição e o funcionamento do CA é a dimensão que mais precisa ser melhorada entre aquelas contempladas pelo IGC-F. Os resultados aqui relatados mostraram como as empresas familiares não-listadas em bolsa têm tratado a questão de governança corporativa nos últimos anos e contribui para a discussão sobre novas perspectivas de análises sejam exploradas.

## 6 – REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Moisés A. et al. Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas brasileiras de capital aberto não-listadas em Bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 907-924, 2010.
- ARIFF, A. Mohamad.; IBRAHIM, Muhd K.; OTHMAN, Radiah. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. **Corporate Governance**, v. 7, n. 5, p. 562-573, 2007.
- BLACK, Bernard. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging Markets Review**, v. 2, n. 2, p. 89-108, 2001.
- \_\_\_\_\_; JANG, Hasung; KIM, Woochan. Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.
- BRASIL, Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 28.12.2007 - Edição extra. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm)> Acesso em : julho/2011.
- DURNEV, Art; KIM, Han. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.
- GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA- IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em: out. 2010.
- KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.
- LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL DA SILVA, André L.; VALADARES, Silvia M. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.
- LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: CHONG, Alberto; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio( Orgs.). **Investor protection and corporate governance – firm level evidence across Latin America**. Washington, DC: Stanford University Press, 2007. p. 213-287,

SANTOS, Joséte F. dos; LEAL, Ricardo P. C. Práticas de governança em empresas familiares não-listadas de capital aberto. In: *ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 7., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2007. 1 CD-ROM.

SHLEIFER, Andre; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, Alexandre M.; BARROS, Lucas A.; SILVEIRA, Héber P. Determinantes da concentração do direito de controle nas companhias abertas brasileiras. In: *ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 4., Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2004. (CD-ROM). Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/>> Acesso em: 12 maio 2010.

SONG, Frank M.; LEI, Adrian C. H. Corporate governance, family ownership, and firm valuations in emerging markets: evidence from Hong Kong panel data, 2008. **Working paper University of Hong Kong and University of Macau**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1100710>> Acesso em: 2 jul. 2011.

TIROLE, Jean. **The theory of corporate finance**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2006.

**Apêndice:** Questionário e Percentual de Perguntas com Resposta Positiva (1) do Índice de Governança Corporativa para Empresas Familiares Não-Listadas em Bolsa (IGC-F)

Dimensões de Governança		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Transparência (<i>Disclosure</i>)</b>								
1	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?	72%	74%	78%	87%	96%	89%	87%
2	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP)?	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?	46%	44%	41%	36%	35%	42%	41%
4	A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais (IAN) informações sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?	83%	62%	67%	64%	57%	66%	63%
5	A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas?	72%	70%	70%	72%	75%	75%	72%
<b>Composição e Funcionamento do Conselho</b>								
6	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?	56%	62%	60%	69%	53%	62%	62%
7	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?	21%	24%	26%	27%	29%	19%	20%
8	O conselho possui quantidade membros recomendado pelo código do IBGC?	32%	24%	20%	27%	22%	32%	30%
9	Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?	24%	32%	27%	24%	22%	15%	15%
<b>Controle e Conduta</b>								
10	A empresa não está sob investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?	94%	84%	99%	97%	88%	88%	87%
11	O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?	6%	4%	11%	9%	16%	10%	11%
12	A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital?	61%	60%	62%	64%	55%	63%	65%
13	O controle da companhia é direto?	34%	36%	38%	34%	29%	32%	35%
14	Não existem acordos de acionistas?	77%	84%	86%	87%	86%	88%	89%
<b>Amostra</b>		109	50	81	67	51	73	71

