

RELATÓRIOS COPPEAD

Novembro 2009

385

A GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS
E A CRISE FINANCEIRA
DE 2008

Ricardo P. C. Leal
Patrícia Maria Bortolon

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

Coordenador

Prof. Mauricio Mittelman

Editoração

Lucília Silva

Ficha Catalográfica

Ana Rita Mendonça de Moura

Leal, Ricardo Pereira Câmara.

A governança corporativa das empresas brasileiras e a crise financeira de 2008 / Ricardo Pereira Câmara Leal e Patrícia Maria Bortolon. – Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2009.

18 p.; 27cm. – (Relatórios COPPEAD; 385)

ISBN 978-85-7508-074-0

ISSN 1518-3335

1. Finanças. 2. Governança corporativa. I. Bortolon, Patrícia Maria. II. Título. III. 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

Site: www.coppead.ufrj.br

A GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS E A CRISE FINANCEIRA DE 2008

Ricardo P. C. Leal
Patrícia Maria Bortolon

RESUMO

A análise aqui apresentada teve por objetivo avaliar o desempenho no mercado de ações de empresas com diferentes práticas de governança corporativa. Para isso, utilizou como amostra as empresas mais líquidas avaliadas pelos pesquisadores André Carvalho e Ricardo Leal na elaboração do IPGC, índice de governança corporativa utilizado pelo IBGC em suas premiações. No período analisado, de 1/7/2008 a 6/7/2009, não foram observados retornos maiores e riscos menores para as carteiras formadas por empresas supostamente com melhores práticas de governança corporativa. Contudo, as carteiras melhor pontuadas segundo os critérios de *disclosure* e da presença exclusiva de membros externos no conselho apresentaram retorno acumulado maior na maior parte do período observado. O trabalho alerta para a dificuldade de se obterem métricas precisas de práticas de governança corporativa e também sugere, de forma preliminar, que é possível que o maior grau de independência do conselho possa levar a impactos menores durante as crises.

Passado o “olho do furacão” da crise financeira de 2008, as discussões sobre suas causas, e como ela poderia ter sido evitada, têm início. O papel da regulação e da governança das empresas e dos governos é objeto de debate. O grupo de governança corporativa da OECD afirma, no relatório “*The corporate governance lessons from the financial crisis*”, que a crise pode ser, em grande parte, atribuída a falhas nos sistemas de governança corporativa que não serviram ao propósito de evitar a tomada de risco excessiva nas empresas financeiras. Entretanto, a análise dos efeitos e determinantes da crise nas empresas é objeto de poucos trabalhos mais analíticos até o momento, sendo os existentes focados em sua maioria nas instituições financeiras.

Na década de 90, os escândalos em empresas como Enron e WorldCom nos Estados Unidos motivou a discussão, regulamentação e adoção de práticas de

governança corporativa, que dessem maior transparência às decisões executivas e maior segurança aos acionistas. Segundo Nell Minow, editora e co-fundadora do *The Corporate Library*, as reformas focaram o lado da “oferta” de governança corporativa, redefinindo o papel dos conselhos de administração, o que auditores, advogados e comitês deveriam fazer. Entretanto, Minow acredita que o lado da “demanda” de governança, ou seja, o papel dos acionistas foi pouco debatido. Os acionistas é que elegem os conselheiros, que mantêm ou não os executivos e suas remunerações, aprovam ou não as principais decisões corporativas. Em última instância não teriam os próprios acionistas falhado?

Muitos se perguntam onde estavam os conselhos de administração das empresas financeiras que assumiram posições tão arriscadas. Para Jack Welch, em entrevista à *Business Week*, eles estavam onde deveriam estar; fazendo seu trabalho dentro de suas limitações. Para Welch, não é correto esperar atos heróicos de membros do conselho que se reúnem por um ou dois dias por mês e que, em geral, têm atividades *full-time* fora da empresa. Esperar que eles evitassem totalmente decisões erradas, especialmente na complexidade das empresas financeiras e seus instrumentos financeiros, não é real. Reguladores, auditores e mecanismos internos de controle devem cumprir seu papel, ajudando o conselho a identificar o risco excessivo e a má conduta. Os conselhos devem contratar e demitir CEOs baseados em sua performance e valores, a qualidade do seu time e a coerência do modelo de negócios. Eles protegem o interesse dos acionistas não pelo manuseio eficiente das calculadoras, mas sim pela qualidade do seu julgamento, segundo Welch.

Como se pode observar, não há consenso sobre o papel dos mecanismos de governança, seja na origem da crise ou na sua administração.

No passado, outras crises financeiras foram objeto de trabalhos que tentaram observar a relação entre a qualidade da governança e o valor das empresas. No Brasil, a aderência das empresas aos diferentes segmentos de governança corporativa da Bovespa e a adoção de algumas medidas mesmo por empresas do segmento tradicional, permitem o estudo dos efeitos da crise financeira a partir das características de governança das empresas.

Este trabalho, de caráter exploratório, apresenta o resultado de algumas análises sobre o desempenho do valor das ações de algumas empresas durante a crise, observando as diferenças segundo as práticas declaradas de governança corporativa das mesmas. Este trabalho não pretende apresentar relações de causalidade entre as qualidades das práticas governança corporativa e o valor da empresa durante a crise.

1 - ALGUNS TRABALHOS RELACIONADOS

A crise financeira na Ásia em 1997-98 motivou uma série de pesquisas. Johnson et al (2000) estudaram a questão por meio de um modelo teórico e de análises empíricas. O modelo teórico prevê que a relação entre a expropriação dos minoritários pelos controladores e a taxa de retorno é negativa. Quando o retorno é maior, a expropriação é menor. Essa relação, no modelo, depende do custo de expropriar: quanto menor o custo, maior o valor ótimo a ser expropriado. Além disso, a expropriação é mais sensível às variações na taxa de retorno quando o custo de expropriar é menor. Um ambiente legal fraco, que favoreça a expropriação, também resulta em maior sensibilidade do valor da firma a variações na taxa de retorno. Em momentos de crise, países com menor proteção legal teriam maior volatilidade no mercado de ações. De acordo com a teoria desenvolvida pelo autor, a qualidade das instituições afeta a volatilidade, especificamente o tamanho do declínio no valor dos ativos e na taxa de câmbio quando há um choque negativo nas expectativas de lucro. Nas análises empíricas sobre o impacto da crise asiática em diversos países, os autores concluem que as variáveis relacionadas à governança corporativa explicam uma parcela da variação das taxas de câmbio e do desempenho do mercado de ações maior que as variáveis macroeconômicas. A intensidade dos efeitos de uma crise pode depender da qualidade da proteção ao investidor.

Em uma análise de 800 empresas em oito países do sudeste asiático, Lemmon e Lins (2003) seguem o enfoque de Johnson et al (2000) e encontram um retorno das ações no período da crise asiática entre 10 a 20% menor nas empresas com controle concentrado e com assimetria de direitos de controle e sobre o fluxo de caixa. Esta assimetria se dá quando um acionista tem, de fato, um percentual de controle maior do que sua participação no capital acionário da empresa seja, por exemplo, porque se empregam ações sem direito de voto ou estruturas indiretas de controle. Estes retornos mais baixos, entretanto, não foram observados nas empresas com níveis baixos de concentração de controle, mesmo quando havia desvios de direitos. Aparentemente, controlar a empresa pode ser uma pré-condição à extração de benefícios privados de controle, levando a uma avaliação ainda mais desfavorável em períodos de crise.

Srouf (2002) analisa três diferentes momentos de crise no mercado brasileiro e seus impactos sobre empresas com diferentes condutas em relação à governança corporativa. A eficácia dos contratos privados é testada em três momentos: a crise Asiática, o choque da desvalorização do Real em janeiro de 1999 e a crise de 11 de

setembro de 2001. As características de governança corporativa, que podem advir da assinatura de contratos privados, como os necessários ao ingresso nos segmentos diferenciados da Bovespa ou de características próprias das firmas, como sua estrutura de controle, afetaram o retorno nos períodos de crise estudados pelo autor. Como exemplo, foram observados retornos relativos maiores em 6% e 7% durante a Crise de 11 de setembro, respectivamente em empresas participantes do grupo diferenciado da BOVESPA ou que estavam listadas nos programas de ADR (de Níveis II e III).

Alguns trabalhos começam a surgir abordando a crise financeira de 2008. Cheffins (2009) questiona se a governança corporativa falhou durante a crise. Ele aborda a questão por meio da análise detalhada das práticas de governança de 37 empresas que foram removidas do índice S&P500 em 2008. A pesquisa analisou alguns mecanismos de governança corporativa nos seis meses anteriores e seis meses posteriores à saída da empresa do índice, observando especificamente fraudes, mudanças no conselho de administração, troca e remuneração de executivos, ativismo dos investidores e atuação dos fundos de *private equity*. A menos das empresas financeiras, que tiveram os conselhos e sistemas de remuneração de executivos fortemente criticados, nas demais empresas removidas do S&P500, a governança corporativa funcionou adequadamente.

Olhando especificamente para os conselhos de administração das empresas financeiras, Adams (2009) sugere que, de forma geral, suas práticas de governança corporativa não são piores do que aquelas das empresas não financeiras, exceto, possivelmente, na remuneração do diretor presidente. A amostra de 18.542 empresas-ano no período de 1996 a 2007 revela um comportamento dos bancos que, na média, apresentam conselhos de administração mais independentes, maiores, com conselheiros ocupando menos posições em outros conselhos, remuneração maior para o diretor presidente e menor para os conselheiros, do que as empresas não financeiras. Quando, porém, a análise é refeita considerando o tamanho como variável de controle a remuneração do diretor presidente, já não é significativamente maior do que nas empresas não financeiras. O autor também questiona o benefício de conselhos independentes, quando se trata da gestão de empresas financeiras diante de sua complexidade. Os dados mostraram que os bancos que tiveram que recorrer à ajuda do governo tinham conselhos mais independentes e recebendo menor remuneração do que os demais. Apesar das ressalvas feitas pelo autor ao tamanho da amostra analisada e à falta de outras características além do tamanho como variável de controle, ainda assim, as conclusões são interessantes e sugerem novas pesquisas.

Bartram (2009) analisa retornos, volatilidades e correlações entre diversos setores, países e regiões, concluindo que na crise de 2008 o investidor “não tinha onde se esconder” e que a diversificação não ofereceu vantagens devido à abrangência da crise. Nos Estados Unidos, o setor financeiro teve claramente pior desempenho que o não financeiro; em outros mercados desenvolvidos essa diferença não foi tão grande, sendo menor ainda nos mercados em desenvolvimento. A volatilidade, entretanto, teve perfil semelhante nos mercados desenvolvidos (sem EUA), nos EUA e nos mercados em desenvolvimento.

2 - A ANÁLISE NO BRASIL

O objetivo desta pesquisa foi verificar o desempenho das ações brasileiras segundo critérios relacionados à qualidade da governança corporativa. Não é objetivo do trabalho estabelecer relações de causa e efeito entre governança e desempenho das ações em momentos de crise. O estudo tem caráter exploratório buscando identificar tão somente possíveis diferenças de desempenho.

O período analisado foi de 1/7/2008 a 6/7/2009. A amostra foi construída a partir do conjunto de empresas mais líquidas (com Índice de Liquidez da Economia > 0,01) consideradas pelos professores André Carvalho e Ricardo Leal na elaboração do Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC) empregado pelo IBGC como um dos critérios na concessão de seu Prêmio anual de empresas com melhores práticas de governança corporativa. Das 173 empresas mais líquidas consideradas em 2008 foram retiradas doze empresas que apresentaram cotação em menos da metade dos dias úteis do período de avaliação, restando 161 empresas relativas a 234 códigos de negociação (espécie das ações). As 161 empresas distribuem-se entre os segmentos de governança da seguinte forma: 95 estão no Novo Mercado, 10 no Nível 2, 33 no Nível 1, e 23 no segmento tradicional.

O IPGC é composto de 20 perguntas. As empresas podem pontuar 0 ou 1, e em alguns casos 0,5, em cada pergunta com pontuação máxima de 20 pontos. As perguntas são distribuídas em 4 dimensões da governança corporativa: *disclosure* (máximo de 6 pontos) composição e funcionamento do conselho (máximo de 5 pontos), ética e conflitos de interesse (máximo de 4 pontos) e direitos dos acionistas (máximo de 5 pontos). O IPGC consiste somente de perguntas que possam ser respondidas pelos pesquisadores a partir de dados públicos. Para mais detalhes sobre o questionário e sobre o procedimento de apuração da pontuação veja Leal e Carvalho da Silva (2007).

Além do IPGC, foram analisadas algumas variáveis financeiras e de estrutura de propriedade que aparecem na Tabela 1. As variáveis analisadas, os retornos diários e desvios padrão foram sempre comparados entre diferentes grupos de empresas, segundo características de práticas de governança corporativa. Na análise de retornos e dos desvios padrão, as carteiras foram formadas com os títulos da empresa integrante daquele grupo, com o peso do título na carteira igual a $1/n$, onde n é o número total de títulos naquela carteira. Os pesos de cada título em uma carteira são sempre iguais.

Na Tabela 1 há alguns fatos surpreendentes. O segmento tradicional da Bovespa apresenta um desvio entre os direitos de voto e a participação no capital total menor do que os Níveis 1 e 2, ficando atrás apenas, e obviamente, do Novo Mercado, onde vale o princípio de “uma ação, um voto”. As empresas da carteira com melhores práticas de governança corporativa apresentam um tamanho médio menor, porém têm o controle menos concentrado. O mesmo ocorre com as empresas que mais pontuam nos itens de direitos dos acionistas e de ética e conflitos de interesse do IPGC. Já as empresas que mais pontuam no critério de *disclosure* do IPGC são maiores e menos concentradas do que as que pontuam menos. As que mais pontuam nos quesitos de práticas de conselho do IPGC também são maiores, porém não se distinguem em termos de concentração de controle. As empresas com piores práticas de governança corporativa aparecem como mais endividadas com maior frequência.

Foram formadas 10 carteiras:

1. Segundo os segmentos de governança: uma carteira para cada segmento, tradicional (TR), Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM).
2. Segundo os segmentos de governança: duas carteiras agrupando segmento tradicional com o Nível 1 (TRN1) e outra com o Nível 2 e o Novo Mercado (N2NM).
3. Segundo o IPGC: uma carteira com as empresas com as piores pontuações (entre 7 e 12) e outra com as empresas com as melhores pontuações (entre 15,5 e 17,5).
4. Segundo a pontuação em *disclosure* no IPGC: uma carteira com as empresas com as piores pontuações (entre 0,5 e 4,5) e outra com as de melhor pontuação (igual a 5,5).

5. Segundo a pontuação em direitos dos acionistas no IPGC: uma carteira com as empresas com as piores pontuações (entre 0 e 3) e outra com as de melhor pontuação (4,5 ou 5).
6. Segundo a pontuação em práticas de conselho de administração no IPGC: uma carteira com as empresas com as piores pontuações (entre 1 e 3) e outra com as de melhor pontuação (igual a 5).
7. Segundo a pontuação em ética em conflitos de interesse no IPGC: uma carteira com as empresas com as piores pontuações (0) e outra com as de melhor pontuação (entre 4 e 5,5).
8. Segundo a presidência do conselho de administração e a presidência executiva serem ocupadas por pessoas diferentes: uma carteira para as empresas em que os presidentes são diferentes (resposta sim) e outra para as demais.
9. Segundo a composição do conselho somente por membros externos, a menos do diretor presidente: uma carteira para as empresas em que a resposta é sim e outra para aquelas em que a resposta é não.
10. Segundo o tamanho do conselho: uma carteira para as empresas que apresentam o tamanho recomendado pelo IBGC na terceira versão de seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (entre 5 e 9 membros) e outra para as demais.

Os resultados, apresentados na Tabela 2, não permitem concluir que carteiras formadas por empresas - que supostamente teriam melhores práticas de governança corporativa - apresentaram retorno médio diário melhor do que as com práticas supostamente inferiores. Os testes estatísticos verificaram se o retorno médio de carteiras de melhor governança era maior do que as com supostamente pior governança, ou da carteira Ibovespa. A análise do risco, aqui tendo como aproximação o desvio padrão dos retornos diários no período, também não mostrou vantagem das carteiras com melhor governança corporativa em relação às de supostamente pior governança. Os resultados apresentados na Tabela 2 sugerem que a governança corporativa não é um fator que discrimina entre as empresas que reagiram melhor à crise. Evidentemente, foram empregados somente métricas de qualidade de práticas de governança corporativa que podem ser medidas segundo o método empregado por Leal e Carvalhal da Silva (2007). Pode ser, portanto, que de fato tenhamos um problema de métricas ruins ou inadequadas, que não capturem a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas. Os resultados apresentados são, assim, inconclusivos a respeito.

Além dos valores médios de retorno e desvio padrão observou-se a evolução dos mesmos ao longo do período. Para análise do retorno trabalhou-se com os retornos acumulados de cada carteira, isto é, 1 mais o retorno do dia multiplicado por 1 mais o retorno do dia seguinte, também chamados de relativos de riqueza. Os valores mostrados são o valor de um investimento de R\$1 acumulado no período. Os gráficos elaborados estão nos Apêndices.

Os Gráficos 1 e 2 apresentam aspectos mais gerais da governança corporativa: o primeiro apresenta as carteiras formadas segundo os segmentos diferenciados da Bovespa e o segundo com as carteiras constituídas segundo as empresas com pontuação pior e melhor no IPGC. Ambos mostram um comportamento semelhante e não há um desempenho acumulado claramente melhor para as carteiras formadas por critérios que supostamente indicam uma maior qualidade das práticas de governança corporativa.

Foram também analisadas as carteiras formadas segundo vários aspectos do questionário que constitui a pontuação no IPGC. Somente um critério demonstrou ser um fator discriminante no desempenho de mercado durante a crise: a proporção de membros externos no conselho de administração. O Gráfico 4 mostra desempenho superior em quase todo o período, aproximando-se em alguns momentos do Ibovespa e em outros da outra carteira. Já as demais práticas, como o *disclosure*, retratada no Gráfico 3, não foram capazes de discriminar as empresas de maior retorno durante a crise.

Além do retorno acumulado, a evolução do desvio padrão no período também foi estudada. Trabalhou-se com o desvio padrão dos retornos diários de um período móvel de 30 dias, sendo o resultado anualizado para melhor avaliação. Os gráficos do Apêndice 2 apresentam os principais resultados. As comparações seguiram os mesmos critérios do retorno acumulado. O Gráfico 1 mostra as carteiras dos segmentos diferenciados de melhor governança com risco menor do que as demais em todo o período. Já o IPGC e seus itens de *disclosure* e externalidade do conselho não são capazes de distinguir entre as empresas com maior e menor desvio padrão (veja Gráficos 2 a 4), mas apresentam desvio padrão sempre menor do que o do Ibovespa.

3 – CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi realizar análises de caráter descritivo sobre o comportamento das ações no Brasil em um período de crise, focando aspectos de governança corporativa. Para isso, formaram-se carteiras segundo critérios que

supostamente distinguem as qualidades das práticas de governança corporativa das empresas. Os resultados não mostraram diferenças significativas de retorno e risco para as carteiras de melhor governança corporativa, de forma geral. Contudo, quando observadas as variáveis de *disclosure* e do grau de “externalidade” do conselho de administração, os resultados sugerem um desempenho melhor para as empresas com melhores práticas de governança corporativa. Entende-se por “externalidade” do conselho ao predomínio de membros externos à diretoria da empresa no conselho, o que pode ser uma “proxy” para o grau de independência do conselho.

Ressalvas devem ser feitas quanto à não consideração de qualquer variável de controle nas comparações. Tamanho da empresa, liquidez e setor da indústria são alguns exemplos de controles adequados na continuidade da pesquisa. Os resultados preliminares deste trabalho sugerem o aprofundamento da análise na busca das métricas de qualidade de práticas de governança corporativa que sejam mais relevantes em momentos de crise.

4 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMS, R. **Governance and the financial crisis**. ECGI Working Paper Series in Finance, Finance Working Paper, no. 248/2009, Abril 2009. Disponível em: http://ssrn.com/abstract_id=1398583. Acesso em: 22 ago. 2009.

BARTIMORO, M. Nell Minow on outrageous CEO pay-and who's to blame. **Business Week**, n. 4121, p. 15-16, 2 Mar. 2009.

BARTRAM, S; BODNAR, G. No Place to Hide: The global crisis in equity markets in 2009/09. **Journal of International Money and Finance**, Forthcoming, 2009, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1413914>>. Acesso em: 22 ago. 2009.

CHEFFINS, B. **Did corporate governance “fail” during the 2008 stock market Meltdown?** The case of the S&P 500, *ECG/Working Paper Series in Law*, Law Working Paper no. 124/2009, July 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1396126>>. Acesso em: 20 ago. 2009.

JOHNSON, Simon et al. Corporate governance in the Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 58, p. 141-186, 2000.

KIRKPATRICK, G. The corporate governance lessons from the financial crisis, **Financial Market Trends**, Fev. 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2009.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: Chong, A., Lopez-de-Silanes, F. (org). **Investor protection and corporate governance** – firm level evidence across Latin America. Washington, DC: Stanford University Press, 2007. p. 213-287,

LEMMON, M.; LINS, K. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 4, p. 1445-1468, Aug. 2003.

SROUR, G. **Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. 2002. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, PUC-Rio, Rio de Janeiro.

WELCH, J.; WELCH, S. Of boards and blame. **Business Week**, n. 4117, p. 102. 26 Jan.-2 Fev. 2009.

Tabela 1

Características Seleccionadas das Carteiras Formadas

Os critérios de formação das carteiras são fornecidos no texto. As informações são de dezembro de 2008. NM é o Novo Mercado. Os valores mostrados são as médias de cada carteira. As colunas 2 a 4 estão em milhares de reais. As colunas 6 e 7 são percentuais.

| | (1) Núm. de Empr. | (2) Ativo Total | (3) Pat. Líquido | (4) Valor de Mercado | (5) Dívida sobre Pat. Líquido | (6) Direitos de voto do maior acionista | (7) Part. no Capital Total do maior acionista | (8) = (6)/(7) |
|---|----------------------------|--------------------|------------------------|----------------------------|--|---|---|------------------|
| Segundo o segmento de negociação | | | | | | | | |
| N1 | 33 | 49.430.255 | 7.839.498 | 7.994.416 | 229,64 | 56% | 32% | 1,87 |
| N2 | 10 | 5.436.776 | 1.408.790 | 1.930.584 | 62,06 | 60% | 37% | 1,80 |
| NM | 95 | 9.241.682 | 1.560.732 | 2.402.800 | 213,49 | 37% | 37% | 1,00 |
| TR | 23 | 35.208.359 | 14.723.531 | 25.627.445 | 467,56 | 62% | 50% | 1,28 |
| Segundo o Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC) | | | | | | | | |
| Piores | 46 | 20.731.920 | 8.028.390 | 9.905.491 | 339,11 | 58% | 38% | 1,70 |
| Melhores | 34 | 18.901.202 | 2.087.319 | 3.530.599 | 103,90 | 33% | 33% | 1,00 |
| Segundo os itens de disclosure no IPGC | | | | | | | | |
| Piores | 56 | 7.901.204 | 3.499.716 | 3.048.851 | 282,44 | 50% | 43% | 1,24 |
| Melhores | 28 | 43.741.479 | 11.772.533 | 18.132.268 | 499,63 | 43% | 37% | 1,13 |
| Segundo os itens sobre direitos dos acionistas no IPGC | | | | | | | | |
| Piores | 77 | 32.005.153 | 7.899.664 | 11.744.763 | 232,17 | 54% | 39% | 1,50 |
| Melhores | 31 | 21.689.897 | 2.409.049 | 2.705.283 | 222,38 | 35% | 34% | 0,99 |
| Segundo as práticas de conselho no IPGC | | | | | | | | |
| Piores | 53 | 8.887.576 | 2.480.044 | 3.683.277 | 498,98 | 52% | 42% | 1,33 |
| Melhores | 36 | 44.160.271 | 7.013.961 | 12.692.479 | 166,25 | 53% | 38% | 1,48 |
| Segundo os itens de ética e conflitos de interesse no IPGC | | | | | | | | |
| Piores | 47 | 29.193.382 | 8.252.863 | 10.310.309 | 144,40 | 62% | 39% | 1,72 |
| Melhores | 22 | 26.325.530 | 2.268.254 | 4.180.204 | 156,09 | 36% | 36% | 1,00 |
| Segundo o presidente do conselho e o presidente executivo serem pessoas diferentes | | | | | | | | |
| N | 29 | 5.320.474 | 2.012.525 | 3.414.519 | 456,21 | 47% | 41% | 1,17 |
| S | 132 | 24.274.007 | 5.244.787 | 7.451.682 | 193,27 | 47% | 38% | 1,31 |
| Segundo o conselho ser formado somente por membros externos, exceto o diretor presidente | | | | | | | | |
| N | 33 | 7.716.981 | 2.227.403 | 3.155.579 | 510,05 | 47% | 41% | 1,18 |
| S | 128 | 24.267.124 | 5.292.448 | 7.646.120 | 176,04 | 47% | 37% | 1,31 |
| Segundo o tamanho do conselho estar entre 5 e 9 membros | | | | | | | | |
| N | 28 | 21.539.460 | 8.058.473 | 11.291.883 | 128,76 | 50% | 36% | 1,59 |
| S | 133 | 20.807.353 | 3.952.523 | 5.750.141 | 263,10 | 46% | 39% | 1,22 |

Tabela 2

Retorno Médio e Desvio Padrão dos Retornos das Carteiras Formadas

O período de análise vai de 1/7/2008 a 6/7/2009. Os retornos analisados são diários. Os valores mostrados na tabela utilizam testes t na análise dos retornos médios e testes F para os desvios padrão. Os testes verificam se a carteira supostamente com melhor governança tem maior retorno médio e menor desvio padrão do que as com pior governança. Os segmentos do mercado são o tradicional (TR), o Nível 1 (N1), o Nível 2 (N2) e o Novo Mercado (NM). IPGC é o Índice de Práticas de Governança Corporativa de Leal e Carvalhal da Silva. Os critérios de formação das carteiras estão no texto.

| Carteira | Retorno médio | Entre Carteiras | Entre a Carteira e o Ibovespa | Desvio Padrão | Entre Carteiras | Entre a Carteira e o Ibovespa |
|---------------------------------|----------------------|------------------------|--------------------------------------|----------------------|------------------------|--------------------------------------|
| TR+N1 | 0,0001286 | 0,703 | 0,271 | 0,026962 | 0,297 | 0,729 |
| N2+NM | -0,0001726 | | 0,441 | 0,024047 | | 0,559 |
| TR | 0,0008202 | 0,924 | 0,076 | 0,027211 | 0,076 | 0,924 |
| NM | -0,0002504 | | 0,473 | 0,024056 | | 0,527 |
| IPGC Pior | 0,000071 | 0,5222 | 0,3192 | 0,026030 | 0,4778 | 0,6808 |
| IPGC Melhor | 0,0000361 | | 0,352 | 0,026162 | | 0,648 |
| <i>Disclosure</i> pior | 0,0000313 | 0,4416 | 0,3557 | 0,024619 | 0,5584 | 0,6443 |
| <i>Disclosure</i> melhor | 0,0001246 | | 0,2667 | 0,028462 | | 0,7333 |
| Conselho pior | 0,0001071 | 0,5781 | 0,3351 | 0,022670 | 0,4219 | 0,6649 |
| Conselho melhor | -0,0000095 | | 0,3449 | 0,027989 | | 0,6551 |
| Conflitos pior | 0,0001032 | 0,421 | 0,2883 | 0,027265 | 0,579 | 0,7117 |
| Conflitos melhor | 0,0002567 | | 0,3069 | 0,021161 | | 0,6931 |
| Direitos pior | 0,0001456 | 0,6213 | 0,2706 | 0,026325 | 0,3787 | 0,7294 |
| Direitos melhor | -0,0000325 | | 0,3821 | 0,026514 | | 0,6179 |
| Mesmos presidentes | -0,0000064 | 0,4112 | 0,3503 | 0,025454 | 0,5888 | 0,6497 |
| Presidentes diferentes | -0,0001103 | | 0,4155 | 0,024015 | | 0,5845 |
| Mais membros externos | 0,0000706 | 0,1034 | 0,3154 | 0,025515 | 0,8966 | 0,6846 |
| Menos membros externos | -0,000477 | | 0,5653 | 0,024050 | | 0,4347 |
| Tamanho conselho segundo IBGC | -0,0000262 | 0,516 | 0,3706 | 0,024320 | 0,484 | 0,6294 |
| Tamanho conselho fora do padrão | -0,0000064 | | 0,3296 | 0,028489 | | 0,6704 |

Apêndice 1 – Relativos de Riqueza Acumulados

Gráfico 1

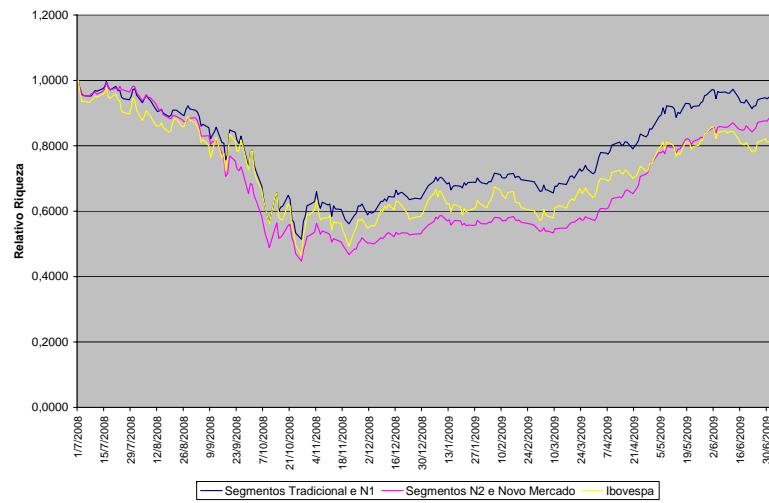


Gráfico 2

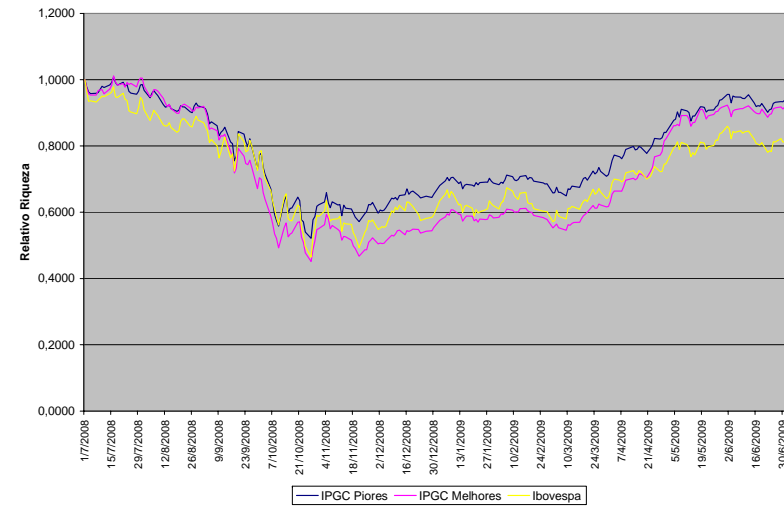


Gráfico 3

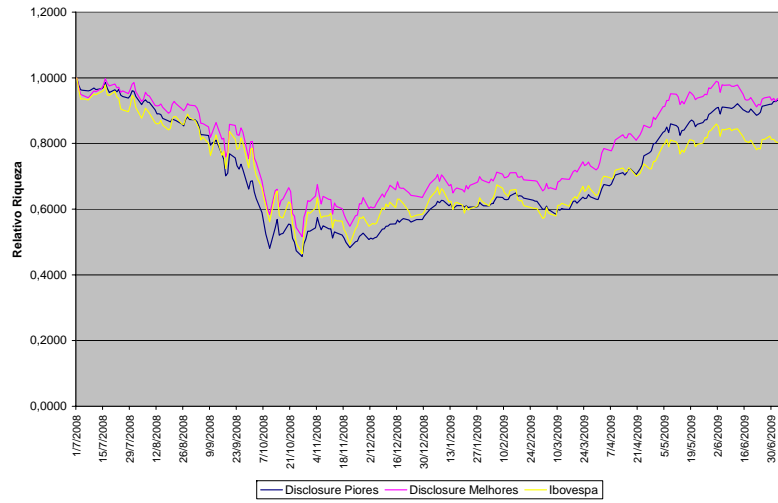
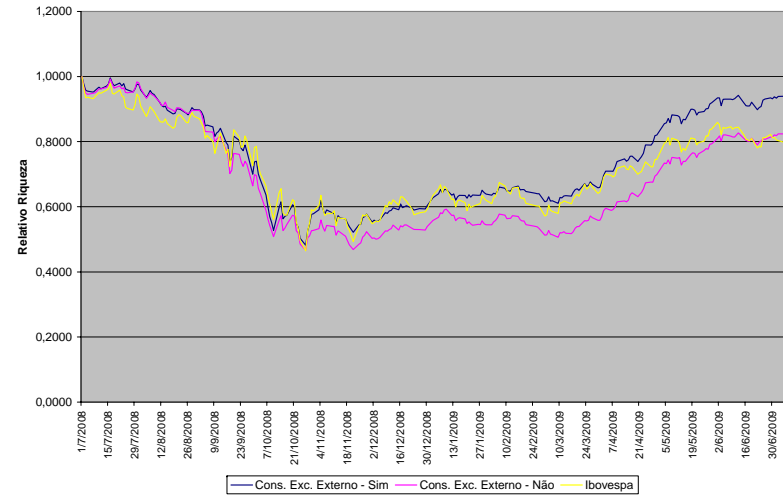


Gráfico 4



Apêndice 2 – Volatilidades Anualizadas (desvio padrão dos retornos em 30 dias móveis anualizado)

Gráfico 1

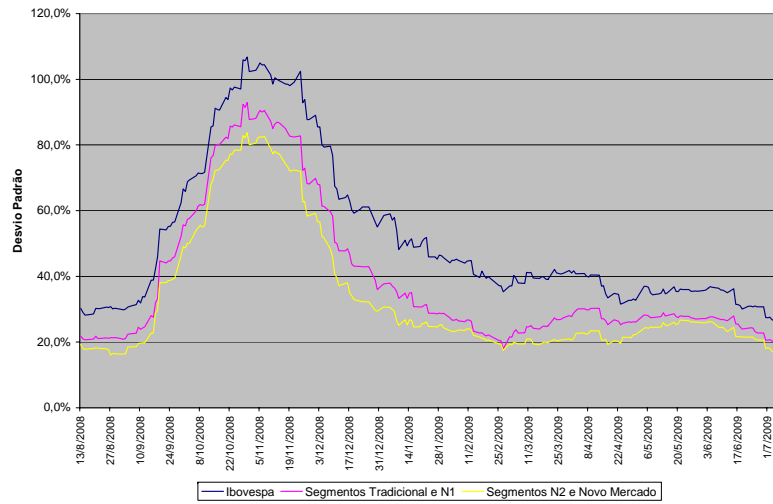


Gráfico 2

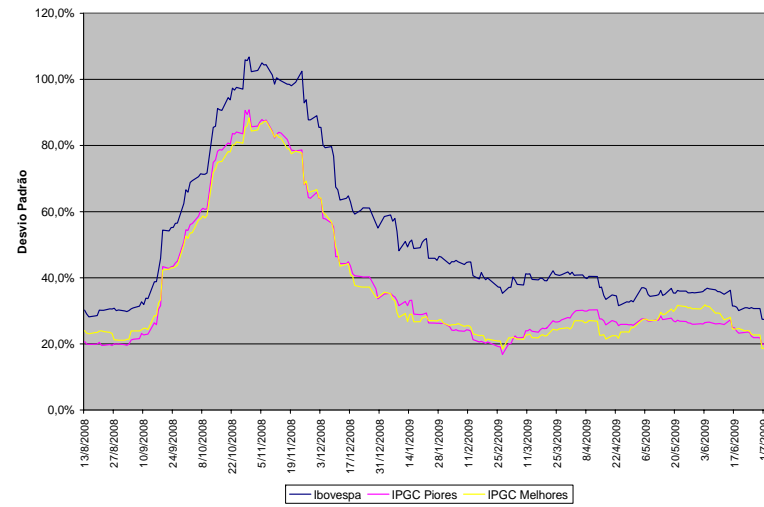


Gráfico 3

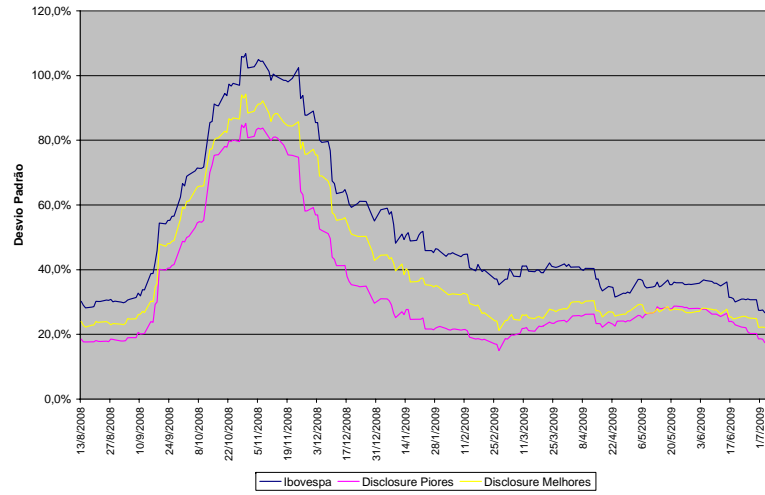


Gráfico 4

