

1

Introdução

Nos últimos 20 anos houve um vasto crescimento do número de trabalhos que modelam a volatilidade dos retornos de ativos financeiros – um processo estocástico que, apesar de ser não observável, é passível de ser aproximado a partir de técnicas usuais de estimação. Em parte, o interesse crescente em tais métodos se explica pela importância da volatilidade dos retornos em diversos modelos de apreçamento de ativos financeiros: os novos métodos econométricos, entre eles o modelo GARCH (Generalized Autoregressive of Conditional Heteroskedastic) introduzido por Bollerslev (1986), possibilitam capturar mudanças previsíveis de uma característica dos retornos financeiros – a volatilidade – tradicionalmente considerada como uma medida de risco.

No entanto, o interesse desses métodos não se esgota na modelagem da volatilidade em si. Uma literatura recente de finanças corporativas sugere que instrumentos de proteção aos acionistas minoritários diminuem a volatilidade dos retornos em momentos de choque negativo. Em Johnson, Boone, Breach e Friedman (2000), por exemplo, melhores práticas de governança suavizam a queda nos retornos porque restringem o desvio de recursos em épocas de crise, quando – segundo os autores – aguçam-se os conflitos entre acionistas minoritários e controladores. Segue que, em princípio, estimativas da volatilidade dos retornos nos permitem inferir características das práticas de governança das firmas e vice-versa.

Para tanto, os modelos de volatilidade desenvolvidos nas duas últimas décadas se mostram particularmente relevantes. Crises cambiais, por exemplo, têm elementos de previsibilidade que, em princípio, poderiam ser explorados na estimação da volatilidade fora e dentro dos motivos de crise. Sendo assim não deixa de ser surpreendente que os modelos GARCH não tenham ainda sido usados para avaliar como governança corporativa afeta a volatilidade dos retornos nos dentro e fora dos momentos de choque negativos. Suprir essa lacuna é o objetivo principal desse trabalho.

Para tanto, usamos uma amostra de empresas que aderiram a um dos níveis diferenciados de governança corporativa criado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) em dezembro de 2000.

Estas segmentações especiais foram abertas em três diferentes níveis para as empresas que se dispusessem, voluntariamente, a seguir regras mais rígidas de transparência e governança com o intuito de proteger os interesses dos acionistas minoritários. No Nível 1, as empresas se comprometem a, entre outras coisas: realizar reuniões públicas com analistas e investidores ao menos uma vez por ano; manter em circulação uma quantidade de ações que represente pelo menos 25% do capital social; favorecer a dispersão do capital ao realizar ofertas públicas de ações; divulgar informações, consolidadas e revisadas, com periodicidade trimestral. Além desses critérios, as participantes do Nível 2 devem adotar câmaras de arbitragem para a solução de conflitos societários; seguir padrão internacional de contabilidade; limitar os mandatos no conselho de administração; e, quando da venda do controle da empresa, estender para os detentores de ações ordinárias as mesmas condições obtidas pelos controladores e pelo menos 80% do valor auferido pelos controladores para os detentores de ações preferenciais. Para ser listada no Novo Mercado, o segmento mais restritivo, as empresas devem seguir as mesmas regras das do nível 2, e, além disso, ter seu capital social composto somente por ações ordinárias.

Em resumo, todos os segmentos especiais da Bovespa impõem regras que excedem às exigências legais que visam a proteger os acionistas minoritários. A migração de ações para qualquer destes segmentos pode, então, ser considerada uma melhora nas práticas de governança corporativa. Assim, a data em que cada ação passou se ser negociada nos segmentos especiais de governança é elemento central no nosso experimento. A partir dela, construímos uma variável binária que possui valor unitário a partir da migração da companhia para qualquer um dos níveis de governança. Utilizada como regressora na equação que descreve a volatilidade dos retornos, o coeficiente estimado dessa variável binária capta os efeitos de governança corporativa na volatilidade dos retornos.

Como proposto em Johnson, Boone, Breach e Friedman (2000) também foram analisados momentos de choques negativos. A dimensão temporal presente nos modelos GARCH permitiu considerarmos, na estimação para cada série, vários choques negativos, e não apenas uma crise específica. A partir de uma medida diária de risco sistêmico na economia, foi construída uma segunda

variável binária que possui valor unitário cada vez que o risco ultrapassa um limiar exogenamente estabelecido a partir do cálculo do desvio-padrão amostral. Interagindo-se a variável indicadora de governança corporativa com a de crise na equação da variância dos retornos, procurou-se captar efeitos adicionais de boas práticas de governança corporativa na volatilidade em momentos de choques negativos.

Numa segunda etapa, a variável binária de governança corporativa foi incluída também na equação que descreve o primeiro momento dos retornos, isto é, a média do processo. Na medida em que diversos modelos de apreçamento de ativos financeiros prevêem que o risco sistemático gera correção de preço e o mesmo não ocorre com risco idiossincrático (Cochrane, 2001), a significância ou não da variável de governança na equação da média permite avaliar se o risco mitigado se trata do risco sistemático ou do idiossincrático. Ora, uma redução de risco sistemático eleva o custo relativo de se manter grande parte de sua riqueza num ativo que não lhe compensa pelo seu risco idiossincrático. A redução do risco sistemático, então, poderia ser interpretada como um incentivo para o financiamento com pulverização de controle. Por outro lado, uma redução de risco idiossincrático, por não gerar correção de preço, diminui o custo relativo da concentração de carteira. Uma redução do risco idiossincrático, assim, incentivaria os grandes acionistas a manterem a concentração de controle.

A amostra contemplou 39 das 84 empresas que, quando da coleta de dados deste trabalho, faziam parte de algum dos níveis diferenciados de governança. As companhias selecionadas são todas as que migraram para os segmentos especiais, isto é, todas tinham ações listadas na Bovespa antes da adesão a um dos segmentos especiais. Elas atuam em 19 setores de atividade econômica e migraram para os três diferentes níveis de governança na BOVESPA em diferentes datas. Foram utilizados dados de frequência diária desde janeiro de 2000 até setembro de 2006, o que representa mais de 1.740 dias de negociação, para, a partir da análise isolada de cada uma das 49 ações, tentarmos responder diretamente a pergunta – governança reduz volatilidade?

As evidências encontradas indicam que sim: em mais de 60% das séries analisadas foi encontrado um efeito negativo e significativo da medida de governança corporativa na volatilidade dos retornos. O resultado se mostrou robusto à inclusão de medidas de risco sistemático da economia e ao ‘efeito alavancagem’ – a usual forte correlação negativa entre o retorno corrente e a volatilidade futura. Ademais, encontrou-se evidência fraca de que esta redução é

potencializada em momentos de crise, isto é, ter boas práticas de governança em momentos de choque negativo reduz ainda mais a volatilidade dos retornos das ações, em algumas das séries. Inserida na equação da média, no entanto, a medida de governança não é significativa em 84% das séries analisadas, resultado também robusto a especificações alternativas para a variância e que permite concluir que é o risco idiossincrático aquele mitigado pelas boas práticas de governança corporativa. Governança, então, ao reduzir o risco idiossincrático, diminui o custo relativo da concentração de carteira e, assim, incentiva a manutenção da concentração de propriedade.

Este artigo não é o primeiro a avaliar a relação entre governança e volatilidade dos retornos. Mitton (2002), por exemplo, usa uma amostra de 398 firmas de cinco países do sudeste asiático e encontra que, entre essas empresas, as que sofreram menor queda dos preços das ações na crise de 1997 foram as que tinham ações listadas nos EUA (via American Depositary Receipts) ou eram auditadas por grandes companhias. De fato, tanto a listagem de ações nos EUA como o uso de grandes empresas de auditoria são usualmente considerados como instrumentos para melhorar as práticas de governança. Na mesma linha de estudo, Lemmon e Lins (2003) mostra que empresas com uma estrutura acionária menos concentrada tiveram uma menor queda no preço da ação na crise asiática, enquanto Srouf (2005) mostra uma forte correlação entre retornos de ações e práticas de governança, utilizando dados de firmas brasileiras entre 1997 e 2001.

Em todos estes artigos, os testes da relação entre governança e retornos enfatizam o impacto da crise sobre a esperança dos retornos (primeiro momento) nos períodos de choque. Em contraste, o foco deste trabalho está no impacto das práticas de governança no segundo momento dos retornos, ou seja, a volatilidade.

A seção 2 apresenta a metodologia e a especificação econométrica do teste. A seção 3 explica a seleção da amostra e descreve os dados e variáveis utilizadas nas regressões. A seção 4 apresenta os resultados. Na seção 5 constam os testes de robustez. A seção 6 apresenta a especificação e resultados das regressões com a medida de governança incluída também na equação da média e a seção 7 conclui o trabalho.