4 Resultados

A tabela 1 apresenta os resultados do experimento. O coeficiente γ_{Gi} , da medida de governança (G), teve sinal negativo e com p-valor entre 1% e 10% em 69% das 49 séries analisadas: em 37% das séries o sinal deste coeficiente foi negativo com p-valor menor do que 1%, em 18% das séries o p-valor ficou entre 1% e 5% e em 14% das séries o p-valor ficou entre 5% e 10%. Em apenas três (6%) das 49 ações analisadas o coeficiente de governança corporativa apresentou sinal positivo e significativo. Isto é, na grande maioria das séries analisadas governança corporativa reduziu a volatilidade dos retornos das ações. As estimações do outro coeficiente de maior interesse, o da interação entre a medida de governança (G) e a de choques negativos (C), γ_{Gci} , que capta os possíveis efeitos adicionais de governança na volatilidade em períodos de crise, apresentou evidência menos forte em favor da amplificação do impacto de governança corporativa na volatilidade nos momentos de choque negativo: em 24% das séries o sinal foi negativo e significativo. Há de se salientar, entretanto, que em 16% das séries o efeito foi significativo, mas com sinal positivo, o que é interpretado como um impacto que mitiga a redução inicial de volatilidade, capturada por γ_{Gi} . Como esperado, o coeficiente γ_{Ci} , da medida de crise, apresentou sinal positivo e significativo em 43% das séries, e para apenas uma ação este sinal foi negativo e significativo.

Neste artigo o foco da análise é em cada ação isolada ao longo do tempo. Outros estudos que avaliaram a relação entre governança e volatilidade dos retornos – Mitton (2002), Lemmon e Lins (2003) e Srour (2005) – basearam-se numa análise inter-firmas em determinado corte seccional do tempo. Esta é uma diferença fundamental entre as duas abordagens. Não considerar a dimensão seccional das firmas significa desconsiderar variabilidade de características idiossincráticas das empresas que podem ser importantes para explicar *diferenças* de volatilidade observadas entre os retornos das diferentes ações: nos estudos de Mitton (2002), Lemmon e Lins (2003) e Srour (2005) a análise seccional levou à conclusão de que empresas com *melhores* práticas de

governança têm retornos *menos* voláteis. A análise isolada por papel avalia se boas práticas de governança corporativa em uma empresa reduz a volatilidade dos retornos das ações daquela empresa, mas não nos permite fazer comparações entre as ações. Por outro lado, ao fazer o corte seccional, a literatura relacionada não considerou a dinâmica das séries ao longo do tempo. Dadas as características dos modelos GARCH, focar em cada ação permite considerar a dimensão temporal de cada série e, assim, capturar mudanças previsíveis da volatilidade. Por último, mas não menos importante, o uso dos modelos GARCH permite focar no impacto das práticas de governança diretamente no segundo momento dos retornos, ou seja, a volatilidade, pois esta é explicitamente modelada.

Outra questão relevante é a definição da medida de governança, a variável G . Esta foi construída a partir das datas em que os papéis passaram a ser negociados nos níveis diferenciados de governança. Uma definição alternativa poderia considerar, no lugar da data da adesão, o dia do *anúncio* da adesão, que invariavelmente ocorre antes de o papel de fato ser negociado nos segmentos diferenciados. Dadas expectativas racionais dos agentes, que antecipam a reação diante de eventos futuros com datas conhecidas, é provável que parte do efeito de governança sobre a volatilidade dos retornos de fato ocorra no momento do anúncio da adesão. O motivo pelo qual se optou por aquela definição em detrimento desta foi o conservadorismo: a antecipação do efeito no momento do anúncio deveria tornar esse mesmo efeito – a redução da volatilidade – mais fraco no momento (posterior) em que a ação migra de nível, quando ainda assim encontramos um resultado significativo.

Tabela 1 – Frequência dos sinais e p-valores dos coeficientes estimados por máxima verossimilhança para o modelo GARCH com variáveis explicativas na equação da variância.

Especificação	Regressores	Frequência do sinais e p-valores (X) dos coeficientes estimados											
		Negativo						Positivo					
		X<1%	1%<X<5%	5%<X<10%	0<X<10%	X>10%	Total	X<1%	1%<X<5%	5%<X<10%	0<X<10%	X>10%	Total
1	(a) k	0	0	0	0	0	0	94	6	0	100	0	100
	(b) ARCH	0	0	0	0	0	0	96	2	2	100	0	100
	(c) GARCH	0	0	0	0	0	0	96	0	0	96	4	100
	(d) G	37	18	14	69	18	88	0	4	2	6	6	12
	(e) C	2	0	0	2	16	18	31	4	8	43	39	82
	(f) G*C	8	16	0	24	33	57	8	4	4	16	27	43