

6

Governança como Incentivo para Concentração de Controle

A literatura de apreçamento de ativos distingue dois tipos de risco: o sistemático, caracterizado quando o preço futuro ou dividendo (*payoff*) de um ativo é correlacionado com os fundamentos da economia, e o risco idiossincrático, específico de cada ativo, quando o *payoff* não é correlacionado com os fundamentos. Este, por ser característico de um papel, pode ser mitigado via diversificação de carteira, enquanto aquele, por se tratar de um risco sistêmico, ou de mercado, não o pode. Dado o desejo dos agentes de suavizarem o consumo intertemporal, somente os ativos cujo *payoff* é correlacionado com os fundamentos (risco sistemático) têm seu preço corrigido como forma de gerar o incentivo para que o agente o mantenha na carteira: um *payoff* mais alto num cenário de consumo já elevado tem menos valor que numa época de consumo mais baixo – uma recessão, por exemplo. Se o *payoff* do ativo, por outro lado, não varia com os fundamentos da economia, a aquisição marginal deste ativo não gera variância adicional no consumo intertemporal e, portanto, o preço deste ativo não precisa ser corrigido por esse risco (idiossincrático). Isto é, apenas risco sistêmico gera correção de preço e, portanto, de retorno. Por exemplo, dada a hipótese de que o preço futuro de um ativo é positivamente correlacionado com os fundamentos, ou seja, o ativo paga mais em épocas de bonança (e menos em recessões), reduzir o risco sistemático aumenta o preço do ativo, na medida em que reduz a compensação necessária (ou retorno esperado) para o agente reter um ativo que aumenta a variância de consumo e cujo risco não poderia ser eliminado via diversificação.

Neste arcabouço, a redução do risco sistemático, uma vez que gera correção de preço, 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, portanto, pode ser interpretada como um incentivo para o financiamento com pulverização de controle. Por outro lado, uma redução do risco idiossincrático, por não gerar correção de preço, reduz o custo relativo

da concentração de carteira. Uma redução do risco idiossincrático, assim, incentivaria os grandes acionistas a manterem a concentração de controle.

Governança reduz risco, de acordo com os resultados expostos na seção 5. Uma extensão do estudo é tentar identificar qual dos tipos de risco, sistemático ou idiossincrático, é mitigado pelas boas práticas de governança. Uma forma natural de fazer isso é através da inclusão da variável de governança (G) também na equação de descreve a média do processo, isto é, o retorno diário dos ativos:

$$r_{i,t} = a_i + \theta_{Gi} G_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6.1)$$

Aqui o coeficiente de interesse é θ_{Gi} : sabendo que risco sistemático gera correção de preço, que o mesmo não ocorre com o risco idiossincrático, e que governança reduz risco, um coeficiente não significativo da variável G é evidência de que o risco mitigado é o idiossincrático, enquanto que a significância de θ_{Gi} pode ser interpretada como prova de que governança gera correção de preço e, portanto, é o risco sistemático que estaria sendo diminuído.

Essa especificação alternativa para a equação da média (6.1) foi estimada conjuntamente com a proposta na seção 2 para a equação da variância, assim como as suas formas alternativas descritas na seção 5, dos testes de robustez. Os resultados são apresentados, respectivamente, nas tabelas 3 e 4. Na equação da variância os resultados outrora encontrados permanecem válidos, ou seja, o coeficiente γ_{Gi} , da medida de governança (G), apresentou sinal negativo e significativo na maioria das séries analisadas. Inserida na equação da média, no entanto, a medida de governança *não* é significativa em 84% das séries analisadas, segundo a especificação 7 (tabela 3). Este resultado também não se alterou diante das especificações alternativas para a variância: nas especificações 10 e 11 a não significância de θ_{Gi} atingiu a frequência mínima de 78%, ainda assim alta o suficiente para concluirmos que o risco mitigado pelas boas práticas de governança corporativa se trata do idiossincrático.

Governança, então, na medida em que reduz risco idiossincrático, diminui o custo relativo da concentração de carteira e, assim, incentiva a manutenção da concentração de propriedade.

Tabela 3 - Frequência dos sinais e p-valores dos coeficientes estimados por máxima verossimilhança para o modelo GARCH com variáveis explicativas nas equações da média e 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
Média	(a)	a	0	0	0	0	18	18	10	14	0	24	57	82
	(b)	G	0	4	0	4	22	27	0	6	6	12	61	73
7	(a)	k	0	0	0	0	0	0	94	6	0	100	0	100
	(b)	ARCH	0	0	0	0	0	0	94	4	2	100	0	100
	(c)	GARCH	0	0	0	0	0	0	96	0	0	96	4	100
	(d)	G	37	20	12	69	18	88	0	4	2	6	6	12
	(e)	C	2	0	0	2	18	20	33	2	6	41	39	80
	(f)	G*C	6	18	0	24	35	59	8	6	0	14	27	41

Tabela 4 – Frequência dos sinais e p-valor dos coeficientes estimados por máxima verossimilhança para os modelos GARCH e GJR – GARCH com variáveis explicativas nas equações da média e da variância.

Especificação	Regressores		Frequência dos sinais e p-valor 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	
8	Média	(a) a	0	0	2	2	16	18	10	14	4	29	53	82	
		(b) G	0	4	0	4	27	31	2	4	4	10	59	69	
	Variância	(a) k	0	0	2	2	2	2	94	4	0	98	0	98	
		(b) ARCH	2	0	0	2	2	4	88	4	0	92	4	96	
		(c) GARCH	0	0	0	0	0	0	96	0	2	98	2	100	
		(d) DEMBI	6	4	0	10	20	31	39	8	2	49	20	69	
		(e) G	35	10	12	57	31	88	4	2	0	6	6	12	
(f) C	2	2	2	6	18	24	29	6	10	45	31	76			
(g) G*C	12	14	2	29	31	59	6	10	0	16	24	41			
9	Média	(a) a	0	0	0	0	18	18	10	8	10	29	53	82	
		(b) G	0	2	2	4	27	31	2	0	8	10	59	69	
	Variância	(a) k	0	0	0	0	0	0	92	8	0	100	0	100	
		(b) ARCH	2	0	0	2	0	2	92	0	2	94	4	98	
		(c) GARCH	0	0	0	0	0	0	98	0	0	98	2	100	
		(d) DEMBI	8	0	2	10	6	16	39	8	4	51	33	84	
		(e) G	31	6	6	43	39	82	2	4	2	8	10	18	
(f) G*DEMBI	18	6	4	29	33	61	14	10	0	24	14	39			
(a) a	0	4	0	4	24	29	4	12	8	24	47	71			
(b) G	0	4	0	4	22	27	2	6	10	18	55	73			
10	Média	(a) k	2	0	0	2	0	2	92	6	0	98	0	98	
		(b) ARCH	2	0	0	2	2	4	61	12	2	76	20	96	
	Variância	(c) RESID<0>*ARCI	8	4	0	12	2	14	45	8	6	59	27	86	
		(d) GARCH	0	0	0	0	0	0	94	2	2	98	2	100	
		(e) G	35	14	10	59	24	84	2	0	2	4	12	16	
		(f) C	2	0	0	2	20	22	29	6	6	41	37	78	
		(g) G*C	14	10	2	27	29	55	8	4	2	14	31	45	
11	Média	(a) a	0	0	2	2	24	27	4	10	8	22	51	73	
		(b) G	0	2	2	4	24	29	2	4	12	18	53	71	
	Variância	(a) k	2	0	0	2	0	2	90	6	2	98	0	98	
		(b) ARCH	2	2	0	4	4	8	63	6	6	76	16	92	
		(c) RESID<0>*ARCI	10	0	2	12	2	14	33	18	4	55	31	86	
		(d) GARCH	0	0	0	0	0	0	96	0	2	98	2	100	
		(e) DEMBI	8	4	0	12	24	37	27	8	6	41	22	63	
(f) G	33	8	12	53	29	82	0	6	2	8	10	18			
(g) C	6	2	2	10	20	31	22	6	10	39	31	69			
(h) G*C	10	12	4	27	33	59	6	6	6	18	22	41			
12	Média	(a) a	0	0	2	2	20	22	0	18	4	22	55	78	
		(b) G	0	2	2	4	27	31	0	2	10	12	57	69	
	Variância	(a) k	0	0	0	0	0	0	92	8	0	100	0	100	
		(b) ARCH	2	0	0	2	6	8	61	12	2	76	16	92	
		(c) RESID<0>*ARCI	6	0	0	6	10	16	39	14	6	59	24	84	
		(d) GARCH	0	0	0	0	0	0	98	0	2	100	0	100	
		(e) DEMBI	8	0	0	8	12	20	29	12	2	43	37	80	
(f) G	29	8	6	43	39	82	4	0	4	8	10	18			
(g) G*DEMBI	12	8	6	27	29	55	10	8	4	22	22	45			