

5 Conclusão

Em um contexto de limites à arbitragem, o efeito da iliquidez sobre o retorno diário de ações é um tema crucial para a melhor compreensão do funcionamento dos mercados financeiros. Esse artigo analisa esse efeito por uma perspectiva inovadora, buscando entender a relação entre tamanho e preço de transações a partir de uma decomposição da quantidade diária de ações negociada de acordo com a dispersão dos intermediários financeiros usados no dia.

Um teste foi feito com o intuito de medir esse efeito, com base na teoria de modelos de estoque. Esse teste explorou a separação de duas escolhas enfrentadas pelos agentes: que peso deve ter uma ação de uma empresa na composição da sua carteira e qual classe de ação deve ser utilizada. A existência de ações de classes diferentes com fluxos futuros de caixa esperados praticamente iguais, mas com fatores de microestrutura distintos permitiu a idealização do teste. Um desafio, entretanto, foi a identificação da necessidade de liquidez de cada agente nas negociações. Para isso foi utilizada uma *proxy* com os dados agregados das corretoras que intermediaram as operações de compra e venda. A concentração da quantidade negociada pelas corretoras na direção de compra (venda) e a dispersão na direção oposta foi interpretada como a ocorrência de negociações entre agentes imediatistas e formadores de mercado.

Os resultados encontrados sugerem que a iliquidez é relevante no processo de formação de preço de ações no curto-prazo. Na presença de concentração na compra e dispersão na venda de corretoras, o efeito encontrado de quantidade sobre preço foi positivo e significativo ao nível de 10% em 29 dos 40 casos analisados. No caso inverso, o impacto encontrado só foi negativo e significativo ao nível de 10% em 8 regressões estimadas.

A interpretação desses resultados como evidência de efeito não nulo de liquidez em preço é baseada no controle usado no teste. Por outro lado, a natureza

do efeito foi associada aos modelos de estoque pela argumentação de que a concentração de vendas em um único intermediário seria pouco provável caso o agente não desejasse imediatismo, dado o comportamento ótimo de divisão de ordens descrito por Chan e Lakonishok. Adicionalmente, a associação dessa concentração à atuação de poucos agentes se inspirou na divergência entre os dados de estrutura do mercado de intermediação e as estatísticas descritivas das variáveis de dispersão das operações pelas corretoras.

Se o efeito encontrado estiver de fato associado aos modelos de estoque, a assimetria do impacto sobre preço no caso de agentes imediatistas atuando na direção de compra e venda pode ser explicada parcialmente pelas restrições à venda descoberta de ações. Nesse caso, uma sugestão de política seria a atuação direta no sentido de incentivar uma participação maior dos investidores no mercado de empréstimo de ações. No mesmo sentido, a criação de um sistema eletrônico com contratos padronizados de empréstimo reduziria os custos de busca enfrentados pelos formadores de mercado e agentes em geral.