

6

Referências Bibliográficas

- CHACKO, G. C.; JUREK, J. W.; STAFFORD, E. The Price of Immediacy. *The Journal of Finance*, v. 63, n. 3, p. 1253-1290, 2008.
- CHAN, L. K. C.; LAKONISHOK, J. The Behavior of Stock Prices Around Institutional Trades. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 4, p. 1147-1174, 1995.
- DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J.; OVTCHINNIKOV, A. V.; YU, Y. S&P 500 Index Additions and Earnings Expectations. *The Journal of Finance*, v. 58, n. 5, p. 1821-1840, 2003.
- ELLIOTT, W. B.; NESS, B. F.; WALKER, M. D.; WAN, R. S. What Drives the S&P 500 Inclusion Effect? An Analytical Survey. *Financial Management*, v. 35, n. 4, p. 31-48, 2006.
- ENDERS, W. *Applied Econometric Time Series*. 2ª edição. John Wiley & Sons, 2004.
- ENGLE, R. F.; GRANGER, C. W. J. Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica*, v. 55, n. 2, p. 251-276, 1987.
- GLOSTEN, L. R.; MILGROM, P. R. Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, v. 14, n. 1, p. 71-100, 1985.
- GROSSMAN, S. J.; MERTON H. MILLER. Liquidity and Market Structure. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 3, p. 617-633, 1988.
- HARRIS, L.; GUREL, E. Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures. *The Journal of Finance*, v. 41, n. 4, p. 815-829, 1986.
- HENDERSHOTT, T.; SEASHOLES, M. S. Market Maker Inventories and Stock Prices. *The American Economic Review*, v. 97, n. 2, p. 210-214, 2007.
- HOLTHAUSEN, R. W.; LEFTWICH, R. W.; MAYERS, D. The effect of large block transactions on security prices: A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 19, n. 2, p. 237-267, 1987.

KARPOFF, J. M. The Relation Between Price Changes and Trading Volume: A Survey. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 22, n. 1, p. 109-126, 1987.

KRAUS, A.; STOLL, H. R. Price Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange. *The Journal of Finance*, v. 27, n. 3, p. 569-588, 1972.

PHILLIPS, P. C. B.; PERRON, P. Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*, v. 75, n. 2, p. 335-346, 1988.

SHLEIFER, A. Do Demand Curves for Stocks Slope Down? *The Journal of Finance*, v. 41, n. 3, p. 579-590, 1986.

STOLL, H. R. The Supply of Dealer Services in Securities Markets. *The Journal of Finance*, v. 33, n. 4, p. 1133-1151, 1978.

7 Apêndice

7.1. Tabelas

Tabela 1. Concentração no Mercado de Intermediação Financeira

A tabela mostra o percentual do volume financeiro total negociado no ano no mercado de ações à vista entre as corretoras para dar uma visão geral do nível de concentração nesse mercado. Por exemplo, em 2004 as cinco maiores corretoras por volume foram usadas para comprar e vender 37,7% do volume financeiro total negociado nesse mercado. No final a tabela mostra o número de corretoras usadas no ano para atividades de intermediação no mercado de ações à vista. A fonte dos dados foi a BlankSys Consultoria e Sistemas.

Classificação por volume	2004	2005	2006	2007	2008
Maior Corretora	10,5%	10,0%	10,0%	9,5%	9,2%
5 maiores corretoras	37,7%	35,5%	35,1%	36,2%	35,8%
10 maiores corretoras	55,7%	56,4%	57,4%	55,8%	55,5%
20 maiores corretoras	72,9%	75,6%	77,2%	75,5%	76,1%
50 maiores corretoras	96,8%	98,0%	97,9%	98,5%	98,6%
Total de corretoras ativas	91	91	88	86	82

Tabela 2. Composição do Capital Social – Grupo Controlador

Descreve o percentual de ações ordinárias detidas pelo Grupo de Controle. Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – Relatórios Financeiros – Informações Anuais (IAN). A coluna Código representa as 4 primeiras letras da sigla de negociação em bolsa das ações da empresa.

Empresa	Código	% Ações ON do Controlador	
		2004	2008
Whirlpool S.A.	WHRL	52,48	49,94
Vale S.A.	VALE	52,29	52,7
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	USIM	46,13	65,23
União de Bancos Brasileiros S.A.	UBBR	97,08	97,08
Cia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	TRPL	61,18	89,40
Telemig Celular Participações S.A.	TMCP	52,11	N/A
Telemar Norte Leste S.A.	TMAR	97,24	97,35
Telesp S.A.	TLPP	84,71	85,58
Tele Leste Celular Participações	TLCP	64,19	N/A
Millennium Inorganic Chemicals Br S.A.	TIBR	99,02	99,02
Sadia S.A.	SDIA	53,20	N/A
Rasip Agro Pastoral S.A.	RSIP	82,46	88,17
Marcopolo S.A.	POMO	58,92	64,06
Petrobras S.A.	PETR	55,71	55,56
Indústrias J B Duarte S.A.	JBDU	94,01	59,51
Itaúsa S.A.	ITSA	30,45	31,41
Banco Itaú	ITAU	88,19	87,20
Inepar S.A. Indústria e Construções	INEP	60,68	59,05
Guararapes Confecções S.A.	GUAR	69,53	75,78
Metalúrgica Gerdau S.A.	GOAU	61,59	65,29
Gerdau S.A.	GGBR	75,73	76,17
AES Tietê S.A.	GETI	71,35	71,35
Eletropaulo	ELPL	77,81	77,81
Duratex	DURA	86,37	88,52
Contax Participações S.A.	CTAX	53,78	63,08
Celular CRT Participações	CRTP	90,57	N/A
Cia Paranaense de Energia	CPLE	58,63	58,63
Cia Energética de Minas Gerais	CMIG	50,96	50,96
Cia Gás de São Paulo	CGAS	76,10	95,96
Cia Energética de São Paulo	CESP	70,98	94,08
Banco do Estado do Rio Grande do Sul	BRSR	99,43	99,59
Braskem	BRKM	73,58	N/A
Bradespar	BRAP	65,39	70,79
Banco do Estado do Espírito Santo	BEES	92,14	91,95
Banco Bradesco	BBDC	62,45	64,52
Cia de Bebidas das Américas	AMBV	88,09	90,87
América Latina Logística	ALLL	48,61	66,57
ArcelorMittal Inox Brasil	ACES	75,74	N/A

Tabela 3. Estatísticas Descritivas das Ações da Amostra

Apresenta características gerais das ações analisadas. O painel A contém dados de indicadores de liquidez. As variáveis d^C e d^V são medidas de dispersão entre as corretoras definidas na seção 2. No painel B estão os dados das variáveis de quantidade das ações de análise separadas de acordo com a dispersão na estrutura de corretoras. Cada uma delas assume valor q_t caso uma condição de dispersão seja satisfeita e zero caso contrário. As estatísticas nesse painel se referem apenas aos casos nos quais essas variáveis são não nulas.

Painel A				
Variáveis	Ação de Análise		Ação de Controle	
	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão
n° de negócios	193	799	1.510	3.033
volume (R\$ milhares)	8.040	31.037	56.126	132.347
q_t (ln)	8,65	3,98		
d^C	0,629	0,329		
d^V	0,633	0,327		

Painel B			
Decomposição	Média	Desvio-padrão	% do total de observações
$q_t^{AE} q_t^{AE} > 0$	10,30	2,37	38,1%
$q_t^{AV} q_t^{AV} > 0$	11,21	2,25	5,8%
$q_t^{AC} q_t^{AC} > 0$	11,24	2,21	5,0%
$q_t^B q_t^B > 0$	6,83	4,36	51,1%

Tabela 4. Direitos de Classes

A tabela descreve os direitos a dividendos e Tag Along das diferentes classes de ações das empresas estudadas, bem como as datas de anúncios de reestruturações societárias. O termo Lei das S.A. significa que o direito é dado pela Lei 6404, sem previsão estatutária. Os números 3, 4,5,6,11 são indicadores da classe: 3-ordinária; 4-preferencial, 5-preferencial tipo A, 6-preferencial tipo B, 11-Unit (combinação de duas ou mais classes). Fonte: CVM

Ação de análise - ação de controle	Dividendo PN/ON	Tag Along ON (%)	Tag Along PN (%)	Anúncio de Reestruturação Societária
WHRL3 - WHRL4	1,1	Lei das S.A.	0	
VALE3 - VALE5	1	Lei das S.A.	0	
USIM3 - USIM5	1,1	Lei das S.A.	0	
UBBR3 - UBBR11	1,1	Lei das S.A.	0	03/11/2008
TRPL3 - TRPL4	variável	Lei das S.A.	0	
TLPP3 - TLPP4	1,1	Lei das S.A.	0	
TMCP3 - TMCP4	1	Lei das S.A.	0	
TMAR6 - TMAR5	1,1	Lei das S.A.	0	25/04/2008
TLCP3 - TLCP4	1,1	Lei das S.A.	0	04/12/2005
SDIA3 - SDIA4	1	80	80	16/03/2009
RSIP3 - RSIP4	1,1	Lei das S.A.	0	
PETR3 - PETR4	1	Lei das S.A.	0	
TIBR6 - TIBR5	variável	Lei das S.A.	0	
POMO3 - POMO4	1	100	80	
JBDU3 - JBDU4	1,1	Lei das S.A.	0	
ITUB3 - ITUB4	1	80	80	03/11/2008
ITSA3 - ITSA4	1	80	80	03/11/2008
INEP3 - INEP4	1,1	80	80	
GUAR4 - GUAR3	1,1	Lei das S.A.	0	
GOAU3 - GOAU4	1	100	100	
GGBR3 - GGBR4	1	100	100	
ELPL5 - ELPL6	1,1 (PNA) 1,1 (PNB)	100	80 (PNA) 100 (PNB)	
DURA3 - DURA4	1	80	80	22/06/2009
CRTP3 - CRTP5	variável	Lei das S.A.	0	04/12/2005
CPLE3 - CPLE6	1,1	Lei das S.A.	0	
CTAX3 - CTAX4	variável	Lei das S.A.	0	
CGAS3 - CGAS4	1,1	Lei das S.A.	0	
CESP3 - CESP6 / CESP5 - CESP6	variável	Lei das S.A.	100 (PNB) 0 (PNA)	
CMIG3 - CMIG4	1	Lei das S.A.	0	
BRKM3 - BRKM5	1	100	100	
BRAP3 - BRAP4	1,1	100	80	
BBDC3 - BBDC4	1,1	100	80	
BRSR3 - BRSR6 / BRSR5 - BRSR6	variável	100	100	
BEES4 - BEES3	1	100	100	
AMBV3 - AMBV4	1,1	Lei das S.A.	0	29/03/2005
ACES3 - ACES4	1,1	80	80	27/10/2005
ALLL3 - ALLL11	1	100	100	
GETI3 - GETI4	1,1	80	0	

Tabela 5. Resultados da Estimação do Modelo de Correção de Erros

A tabela mostra os resultados da estimação da equação 4 por OLS, em que a variável dependente é a primeira diferença do logaritmo neperiano do preço da ação de análise. Essa transformação logarítmica foi feita em todas as variáveis. Foram omitidas as seguintes variáveis independentes: constante, q_t^{AE} e q_t^B , pois não se deseja interpretar seus coeficientes. A variável z_t é dada pela equação 3, $z_t = p_t - \hat{\gamma}_1 p_{t-\tau}$. Houve uma divisão entre 3 grupos decrescente no grau de similaridade entre os fluxos de caixa das ações de análise e de controle baseada nos direitos a dividendos iguais e venda conjunta no caso de alienação do controle. O erro-padrão foi calculado utilizando-se a correção de Newey-West para correlação serial e heterocedasticidade dos erros, e se encontra entre parênteses abaixo das estimativas. Legenda: *significante a 10%, **significante a 5% e ***significante a 1%.

Código Ação de análise - Ação de controle	Variáveis Independentes				Variável dependente: Δp_t				
	z_{t-1}	$\Delta pc_{t-\tau}$	q_t^{AC}	q_t^{AV}	R2 aj. (%)	Obs	% Obs $q_t^{AV} > 0$	% Obs $q_t^{AC} > 0$	Media na q_t
Grupo 1									
ALLL4-ALLL11	-0,0469*** (0,012)	0,4017*** (0,058)	0,002*** (0,001)	-0,0006 (0,001)	19	1099	7,7	10,5	8,77
GOAU3-GOAU4	-0,0962*** (0,019)	0,5764*** (0,038)	0,0003 (0,001)	-0,001 (0,001)	41	1154	8,2	8,7	9,05
GGBR3-GGBR4	-0,086*** (0,017)	0,5695*** (0,031)	0,0008** (0,000)	0,0008** (0,000)	39	1402	9,1	7,1	12,00
BEES4-BEES3	-0,368*** (0,046)	0,6972*** (0,073)	0,004*** (0,001)	-0,001 (0,003)	46	296	7,1	5,7	7,54
ITAU3-ITAU4	-0,1808*** (0,039)	0,4537*** (0,039)	0,0022*** (0,001)	0,0008 (0,001)	20	1177	4,2	6,5	8,94
BRKM3-BRKM5	-0,0822*** (0,013)	0,3266*** (0,038)	0,0038*** (0,001)	0,0015** (0,001)	16	1403	5,2	4,3	7,60
SDIA3-SDIA4	-0,1036*** (0,019)	0,2926*** (0,062)	0,0015** (0,001)	-0,0013 (0,001)	18	756	6,0	3,3	7,60
ITSA3-ITSA4	-0,0537*** (0,012)	0,2293*** (0,056)	-0,0005 (0,001)	-0,0024* (0,001)	06	920	1,7	2,4	8,38
ALLL3-ALLL11	-0,0462*** (0,016)	0,408*** (0,076)	0,0081*** (0,001)	0,0001 (0,002)	09	855	1,2	0,5	5,99
DURA3-DURA4	-0,3953*** (0,048)	0,3407*** (0,052)	0,002*** (0,000)	-0,0043** (0,002)	24	583	0,7	0,2	4,60
Grupo 2									
BBDC3-BBDC4	-0,0138** (0,006)	0,5285*** (0,024)	0,0022** (0,001)	0,0017 (0,001)	43	1403	7,8	11,9	11,60

Tabela 5 – Continuação

ACES3-ACES4	-0,0812*** (0,022)	0,5173*** (0,043)	0,0003 (0,001)	-0,0007 (0,001)	32	434	10,8	6,5	9,21
INEP3-INEP4	-0,2715*** (0,078)	0,3764*** (0,132)	0,0039** (0,002)	0,0029* (0,002)	28	189	10,6	5,8	9,64
POMO3-POMO4	-0,2567*** (0,031)	0,271*** (0,068)	0,0031*** (0,001)	0,0002 (0,001)	25	659	8,0	5,8	7,24
BRSR5-BRSR6	-0,4203*** (0,058)	0,5011*** (0,081)	0,0113*** (0,003)	-0,0008 (0,001)	32	327	0,3	0,6	4,60
BRSR3-BRSR6	-0,2193*** (0,036)	0,2925*** (0,089)	0,0124*** (0,001)	0,0065*** (0,002)	18	327	0,6	0,3	4,60
BRAP3-BRAP4	-0,1232*** (0,022)	0,5059*** (0,030)	0,0022*** (0,001)	-0,0024 (0,002)	34	1403	0,5	0,2	9,12
ELPL5-ELPL6	-0,1712*** (0,031)	0,3916*** (0,068)	-0,0012 (0,001)	0,0006 (0,000)	15	659	0,2	0,5	5,29
Grupo 3									
PETR3-PETR4	-0,101*** (0,017)	0,6454*** (0,027)	0,0023* (0,001)	0,0011 (0,001)	52	1403	11,8	11,2	14,70
VALE3-VALE5	-0,1514*** (0,019)	0,698*** (0,023)	-0,0013 (0,001)	-0,0021* (0,001)	50	1403	11,2	9,1	14,50
CMIG3-CMIG4	-0,0113** (0,004)	0,4423*** (0,025)	0,0024*** (0,001)	0,0019** (0,001)	27	1403	8,8	9,2	11,10
TLCP3-TLCP4	-0,0324** (0,013)	0,2219*** (0,035)	0,0015* (0,001)	-0,0019*** (0,001)	12	460	11,5	6,1	5,39
TLPP3-TLPP4	-0,0188*** (0,007)	0,261*** (0,023)	0,0014** (0,001)	0,0006 (0,001)	15	1403	10,2	7,1	9,84
JBDU3-JBDU4	-0,2542*** (0,033)	0,2723*** (0,075)	0,0014 (0,001)	-0,0031*** (0,001)	17	657	10,2	6,5	10,30
AMBV3-AMBV4	-0,0284*** (0,007)	0,3794*** (0,032)	0,0006 (0,001)	0,0005 (0,001)	23	1074	8,0	8,7	10,60
UBBR4-UBBR11	-0,0715*** (0,014)	0,3817*** (0,023)	0,0004 (0,000)	-0,0007 (0,000)	25	1179	9,0	7,6	9,35
CESP3-CESP6	-0,0859*** (0,024)	0,5036*** (0,055)	0,0022** (0,001)	0,0003 (0,001)	35	515	9,3	6,6	8,89
CTAX3-CTAX4	-0,0765*** (0,019)	0,2769*** (0,091)	0,0078*** (0,001)	0,0053*** (0,001)	18	990	7,9	5,9	7,93

Tabela 5 – Continuação

TRPL3-TRPL4	-0,0302*** (0,010)	0,2618*** (0,049)	0,0019*** (0,000)	0,0006 (0,000)	11	743	6,2	6,6	8,89
CPLE3-CPLE4	-0,041*** (0,010)	0,4196*** (0,058)	0,0004 (0,000)	-0,0009** (0,000)	22	1403	5,3	7,1	10,30
GETI3-GETI4	-0,0219*** (0,005)	0,2486*** (0,038)	0,0015*** (0,000)	0,001*** (0,000)	13	1402	5,9	6,5	11,20
TMCP3-TMCP4	-0,0595** (0,025)	0,0598 (0,084)	0,0044*** (0,002)	0,0031* (0,002)	05	1238	6,4	5,7	7,81
USIM3-USIM5	-0,0197*** (0,005)	0,5911*** (0,035)	0,0012*** (0,000)	0,001*** (0,000)	38	1403	3,1	3,3	11,80
TIBR6-TIBR5	-0,3338*** (0,046)	0,2744*** (0,064)	0,0059*** (0,001)	-0,0036** (0,002)	21	412	3,9	1,9	12,20
RSIP3-RSIP4	-0,1857*** (0,027)	0,29*** (0,062)	0,0036** (0,002)	-0,0024 (0,002)	13	653	3,1	2,5	7,60
CESP5-CESP6	-0,0609*** (0,018)	0,4045*** (0,059)	0,0046*** (0,001)	-0,0009 (0,002)	17	659	2,0	3,0	5,99
CRTP3-CRTP5	-0,1681*** (0,033)	0,1827*** (0,055)	0,0062*** (0,001)	-0,0043** (0,002)	20	460	2,6	2,4	4,78
GUAR4-GUAR3	-0,1281*** (0,029)	0,1962*** (0,064)	0,0044*** (0,001)	0,0024*** (0,001)	11	1403	1,6	1,7	5,99
WHRL3-WHRL4	-0,4341*** (0,071)	0,5391*** (0,088)	0,0048 (0,004)	0,0004 (0,003)	25	486	2,1	1,0	6,21
TMAR6-TMAR5	-0,1065*** (0,034)	0,2836*** (0,057)	0,0011 (0,002)	-0,0062 (0,004)	12	490	0,4	1,0	4,60