

Conclusão

Em 1986, o anúncio de um aumento na alíquota de 0,5 por cento sobre transações na bolsa sueca levou à perda de 60 por cento do volume de negócios entre as 11 ações mais negociadas. Tal migração não existiu quando da implantação de um tributo sobre transações em ações – a CPMF – na bolsa de valores brasileira. O volume de negociação de ações de firmas que emitiram ADRs – ou seja cujas transações podiam migrar para as bolsas americanas – não responderam significativamente a sucessivas mudanças na alíquota da alíquota da CPMF, apesar de o tributo, sob a sua alíquota máxima de 0,38 por cento, ter provocado uma perda média de 19 por cento do volume geral de transações.

Este trabalho mostra que a diferença entre os casos brasileiro e sueco está provavelmente relacionada à proteção que é dada para acionistas minoritários nestes dois países. Ações de firmas que distribuem mais dividendos têm um maior volume de negociações e foram menos afetadas pelos custos de transação associados à CPMF. Consistentemente com Reese e Weisbach (2002), os resultados também sugerem que o aumento de custos de transação ressaltou a importância da ADR como um mecanismo de garantia dos direitos dos minoritários, em vez de torná-la um mecanismo de migração para a bolsa americana, como ocorreu no caso sueco.

Obviamente, este trabalho não esgota a análise do impacto da CPMF no volume de transações do mercado acionário brasileiro. Por exemplo, não mostramos evidência que o maior impacto da CPMF nas ações de estilo crescimento se deve à concentração de bolhas nestas ações. Adicionalmente, uma vasta literatura empírica mostrou que o diferencial de preço de compra e venda da ação – conhecido como *bid-ask spread* – possui estreita relação com o volume de transações. Diferenciais menores normalmente estão relacionados a um maior volume de negociação. Uma pergunta interessante para trabalhos futuros é se a CPMF afetou o *bid-ask spread* das ações brasileiras.

Referências Bibliográficas

- Baltagi, Badi e Ping X. Wu, 1999. Unequally spaced panel data regressions with AR(1) disturbances. *Econometric Theory*, vol. 15, pp. 814-823.
- Blanchard, Olivier J. and Mark W. Watson. 1982. Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets. In: P. Wachtel (ed.) *Crises in the Economic and Financial Structure*, Lexington: Heathand Company, pp. 295-316.
- Campbell, John e Kenneth Froot, 1993. International experiences with securities transaction taxes. NBER Working Paper, n.º 4587.
- Campbell, John, Andrew Lo e Craig MacKinlay, 1997. *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton.
- Coelho, Isaias, Liam Ebrill e Victoria Summers, 2001. Bank debit taxes in Latin America: An analysis of recent trends, IMF Working Paper 01/67.
- Fama, Eugene e Kenneth French, 1992. The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, vol.47, n.º 2, pp. 427-465.
- Fama, Eugene e Kenneth French, 1998. Value versus growth: The international evidence. *Journal of Finance*, vol.53, n.º 6, pp. 1975-1999.
- Grossman, Sanford J. e Oliver D. Hart, 1982. Corporate financial structure and managerial incentives, Em: J. McCall (ed.). *The Economics of Information and Uncertainty*, The University of Chicago Press, Chicago, pp. 123-155.
- Jensen, Michael, 1986. Agency cost of free cash-flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, vol.52, n.º 3, pp. 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 1, pp. 1-34.
- Lo, Andrew e Jiang Wang, 2000. Trading volume: definitions, data analysis and implications of portfolio theory, NBER Working Paper, n.º 7625.
- Reese, William e Michael Weisbach, 2002. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics*, vol. 66, n.º 1, pp. 65-104.

- Sanvincente, Antonio Zoratto, 2003. O mercado de ADR's e a qualidade do mercado de ações no Brasil, mimeo.
- Shiller, Robert. 1989. Fashions, Fads and Bubbles in Financial Markets. In: *Market Volatility*, MIT Press, Cambridge.
- Srour, Gabriel, 2002. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras, *Dissertação de Mestrado*, PUC-Rio.
- Umlauf, Steven, 1993. Transaction taxes and the behaviour of the Swedish stock markets. *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n.º 2, pp. 227-240.
- Wooldridge, Jeffrey M, 2002. *Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*. MIT Press, Boston.

Tabela 1**CPMF nas Bolsas de Valores – Alíquota (percentual)**

As informações sobre as alíquotas e prazos de vigência da CPMF foram coletadas junto à Receita Federal. Nos meses em que houve mudança de alíquota, apresenta-se o valor antigo e novo, nessa ordem. Os valores marcados com asterisco indicam que a CPMF vigorou em apenas parte do mês.

	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez
1993	-	-	-	-	-	-	-	0,25*	0,25*	-	-	-
1994	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1996	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1997	0,20*	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
1998	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
1999	0,20*	-	-	-	-	0,38*	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38
2000	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38 - 0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
2001	0,30	0,30	0,30 - 0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38
2002	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38*	-	-	-	-	-

Tabela 2**Mercado Acionário no Brasil**

O volume transacionado no Bovespa (trazidos a valores de dez/2002 pelo IPC-FIPE e pela taxa de câmbio paralelo de venda) e o número de companhias listadas são da Federação Internacional das Bolsas de Valores. O IPEAdatav é a fonte dos dados da variação percentual do PIB, enquanto que o fluxo de investimento externo em carteira, ou seja, entrada menos retorno de recursos, foi obtido do portal do Banco Central do Brasil. O total acumulado de empresas que listaram ADRs foi obtido do Banco de Nova Iorque. Considerando todas as companhias listadas na Bovespa, o *Payout* é a média nesta amostra da razão percentual entre o pagamento de dividendos proposto em dezembro de cada ano para o período seguinte e o lucro realizado pela empresa naquele mês. O payout é obtido a partir de dados da Economática.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Volume Negociado (bilhões de reais dez/2002)	62,3	104,6	83,9	139,3	279,1	225,2	184,2	233,8	178,9	163,6
Companhias Listadas na Bovespa	551	549	544	551	545	535	487	467	441	413
Variação Anual do PIB (percentual)	4,9	5,9	4,2	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,4	1,5
Investimento Externo (bilhões de dólares)	12,9	54,0	10,4	22,0	10,9	18,6	3,5	8,6	0,8	-4,8
Companhias com emissão de ADRs (acumulado)	1	11	12	17	24	35	42	49	56	66
<i>Payout</i> (percentual)	6,4	11,6	11,8	12,4	13,3	12,7	13,6	13,7	12,7	19,6

Tabela 3

Média e Mediana do Volume Negociado em Ações

A amostra contém 545 ações negociadas na Bovespa (72 por cento preferenciais e o restante, ordinárias) do primeiro trimestre de 1990 até o segundo trimestre de 2002. As informações sobre a listagem de ADRs foram coletadas junto à CVM e ao Banco de Nova Iorque. Da Economatica, coletamos as demais variáveis. O tamanho da firma é dado pelo logaritmo do valor de mercado das ações. Uma firma com tamanho grande (pequeno) tem a média (no período amostral) do logaritmo do valor de mercado da ação acima (abaixo) da mediana do logaritmo do valor de mercado na amostra total (todas as firmas e todos os anos). O grau de endividamento é construído a partir da razão entre o endividamento e o patrimônio líquido. Para separar endividamento alto e baixo, usamos o mesmo critério da mediana utilizado para a variável tamanho. *Payout* é a razão entre os dividendos propostos ao final de cada ano e o lucro da firma. A partir da razão entre lucro da firma e o preço das ações (L/P), construímos os estilos de investimento. O estilo *valor* possui L/P médio no quartil superior da distribuição de L/P para toda a mostra e estilo de investimento *crescimento*, ao contrário, têm L/P no primeiro quartil dessa distribuição. Para cada especificação, isto é, tamanho pequeno, tamanho grande etc., a primeira linha contém o volume médio negociado e a segunda, o valor mediano (em milhares de reais de setembro de 2002). A terceira linha mostra a quantidade de ações. Por fim, as últimas linhas de cada painel contêm os p-valores dos testes de diferença de média e de mediana de volume negociado entre as especificações em cada painel.

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Total	
Painel A	Payout	Abaixo da Mediana	69066	91726	13768	166429	135246	84355	10327	31671	10323	35017	26802	23922	31266	43002
			5659	4189	6699	17059	7070	3177	1339	1497	411	341	529	238	147	1274
			54	46	33	28	91	80	154	167	113	165	197	153	152	428
		Acima da Mediana	75110	20150	53684	56471	74930	29675	68990	148052	120909	106976	158683	159156	120928	105077
			7072	6386	5646	16943	15263	3073	4790	14062	6843	6854	4310	3544	3320	6413
			55	53	41	43	88	154	147	158	172	188	166	188	166	386
		Teste média	0.89	0.07	0.07	0.08	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Teste mediana	0.12	0.02	0.32	0.86	0.00	0.76	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Painel B		Não Emite	30406	28419	24647	65942	43635	23195	27513	61513	57472	58300	72615	49885	34410	45203
			2664	3672	3733	15733	2189	1126	1388	2085	1231	1237	910	411	236	1807
			304	272	213	177	373	384	388	376	398	396	382	334	277	512
	ADR	Emite	-	-	-	56257	472692	210062	168937	264148	132317	127628	278211	245194	227447	223809
			-	-	-	40961	45432	37315	29125	33986	12668	31696	42193	30296	25806	31162
			-	-	-	1	13	16	19	30	48	56	70	89	106	107
		Teste média	-	-	-	0.96	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Teste mediana	-	-	-	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Painel C	Estilo de Investimento	Valor	6944	7131	26981	32549	13974	6098	6721	18607	18571	17361	22163	15463	14872	15027
			1788	2080	2396	8392	1212	674	1313	2099	764	587	484	446	616	1180
			83	74	53	41	105	104	99	100	107	109	111	101	95	131
		Crescimento	7645	7044	6347	45331	11109	5722	6470	19805	16516	15242	43967	20674	19129	16552
			1769	2675	1834	12769	661	280	194	150	111	101	146	57	54	480
			81	77	63	50	93	100	101	95	96	99	104	103	93	131
		Teste média	0.65	0.94	0.21	0.30	0.39	0.76	0.86	0.84	0.77	0.72	0.17	0.51	0.64	0.49
	Teste mediana	0.94	0.29	0.08	0.05	0.02	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Painel D	Tamanho da Firma	Pequeno	1516	1197	1552	2590	4690	2176	2959	3877	2581	3046	2120	1681	1116	2356
			425	280	411	601	1006	461	438	426	273	226	205	108	79	313
			199	196	179	177	153	188	212	196	235	237	211	208	200	381
		Grande	35486	65439	123162	166233	234588	154524	246640	411417	248079	136125	201062	188415	173626	198943
			6174	6658	10564	13157	19361	9717	14254	22958	13011	17203	12132	9234	7357	12726
			115	99	137	168	196	202	197	223	254	265	280	248	223	378
		Teste média	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Teste mediana	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Painel E		Baixo	11193	14832	64448	124889	165047	110725	215809	418537	120295	67831	126308	78136	41360	119533
			1105	997	1725	3818	6678	2224	2530	3301	1152	1126	921	677	425	1659
			156	163	166	180	202	201	181	190	224	233	219	213	190	425
	Grau de Endividamento	Alto	16938	24570	42738	51292	124787	60113	58363	109104	80261	74483	109345	115340	121891	83981
			710	465	816	1633	5028	1884	2773	5160	2419	2111	1681	869	564	1533
			126	123	123	143	167	161	199	223	242	251	244	244	228	382
		Teste média	0.29	0.36	0.51	0.20	0.55	0.30	0.07	0.03	0.45	0.66	0.52	0.12	0.00	0.03
	Teste mediana	0.08	0.01	0.00	0.00	0.18	0.23	0.75	0.05	0.02	0.06	0.04	0.39	0.32	0.19	

Tabela 4
Regressões: Amostra Total e Estilos de Investimento

As regressões abaixo se baseiam em uma amostra de 545 ações negociadas na Bovespa do primeiro trimestre de 1990 até o segundo de 2002. A regressão 1 contém toda a amostra, as regressões 2 e 3 são estimadas separadamente a partir de sub-amostras de ações do estilo valor e crescimento e a regressão 4 usa interações entre a CPMF e os estilos de investimento. As informações sobre ADRs foram coletadas da CVM e do Banco de NY e os demais dados são da Economática. A variável dependente é o logaritmo do volume transacionado em reais (setembro/2002); CPMF é a alíquota média do tributo no trimestre; D_PAYOUT é uma variável indicadora que assume valor menos um se a ação tem payout igual a zero; PAYOUT é a variável contínua dada pelo percentual do lucro da firma destinado ao pagamento de dividendos; ADR é uma indicadora daquelas ações de firmas que emitem ADRs na Bolsa de NY; VALOR é uma indicadora das ações que se enquadram no estilo de investimento valor; CRESCIMENTO é uma indicadora daquelas que se enquadram no estilo crescimento; DIVIDA é uma indicadora que assume valor um se o grau de endividamento da firma definido pela razão entre o endividamento e o patrimônio líquido estiver acima da mediana; TAMANHO é dado pelo logaritmo do valor de mercado das ações; PIB é a variação percentual do PIB; CRISE ASIÁTICA E RUSSA, DESVALORIZAÇÃO DO REAL e 11 DE SETEMBRO são, respectivamente, indicadora para a crise asiática e russa, desvalorização do Real e 11 de setembro; AÇÃO é indicadora da ação ordinária. Foram também incluídas em todas as regressões indicadoras para os setores de atividade, sendo que na maior parte dos casos, os coeficientes não são estatisticamente diferentes de zero. Os coeficientes foram estimados a partir de regressões em painel com efeito aleatório, usando o Método de Mínimos Quadrados Generalizados. Foi considerado também a autoregressão de primeira ordem nos resíduos. Os desvios-padrão estão em parênteses, abaixo de cada coeficiente. Os valores marcados com um, dois e três asteriscos são significativamente diferentes de zero, respectivamente, a um por cento, cinco por cento e 10 por cento. Os demais coeficientes não são estatisticamente diferentes de zero ao nível de 10 por cento.

	(1) Amostra Total	(2) Valor	(3) Crescimento	(4) Amostra Total
Constante	-2.95*** (1.67)	-4.48** (2.03)	-1.71 (1.52)	-3.05*** (1.67)
CPMF	-0.55* (0.16)	-0.62** (0.30)	-1.90* (0.40)	-0.10 (0.20)
VALOR	-0.58* (0.21)	-	-	-0.48** (0.23)
VALOR * CPMF	-	-	-	-0.48 (0.38)
CRESCIMENTO	-0.38*** (0.21)	-	-	-0.03 (0.22)
CRESCIMENTO * CPMF	-	-	-	-1.78* (0.41)
D_PAYOUT (-1 se payout=0)	0.39* (0.08)	-0.19 (0.19)	0.90* (0.21)	0.37* (0.08)
PAYOUT	-0.003** (0.001)	-0.002 (0.002)	-0.012** (0.005)	-0.003** (0.001)
ADR	0.55* (0.16)	0.27 (0.45)	-0.31 (1.58)	0.50* (0.16)
ENDIVIDAMENTO	-0.08 (0.05)	-0.11 (0.11)	-0.21 (0.14)	-0.08 (0.05)
TAMANHO	0.97* (0.03)	0.90* (0.07)	0.85* (0.05)	0.96* (0.03)
PIB	0.19 (0.54)	0.45 (1.14)	0.24 (1.50)	0.19 (0.54)
CRISE ASIÁTICA E RUSSA	0.01 (0.06)	-0.04 (0.12)	0.02 (0.15)	0.01 (0.06)
DESVALORIZAÇÃO DO REAL	0.11*** (0.06)	0.01 (0.11)	0.25*** (0.14)	0.11*** (0.06)
11 DE SETEMBRO	-0.09 (0.07)	-0.01 (0.14)	-0.12 (0.16)	-0.09 (0.07)
AÇÃO	-1.34* (0.18)	-1.61* (0.39)	-0.33 (0.43)	-1.32* (0.18)
SETORES	sim	sim	sim	sim

Tabela 4 (Continuação)

R ²				
intra-ação	0.23	0.16	0.30	0.23
entre ações	0.68	0.52	0.66	0.69
geral	0.56	0.41	0.53	0.56
Observações	8768	1988	1734	8768
Ações	449	98	113	449
Trimestres por ação (média)	20	20	15	20
Wald	1984.2	280.4	473.3	2016.8

Tabela 5
Regressões: Dividendos e ADRs

As regressões abaixo se baseiam em uma amostra de 545 ações negociadas na Bovespa do primeiro trimestre de 1990 até o segundo de 2002. As regressões 1 e 2 são estimadas separadamente a partir de sub-amostras de ações que possuem payout baixo (abaixo da mediana) e que pagam payout alto (acima da mediana), as regressões 4 e 5 são estimadas separadamente para ações de firmas sem emissão e com emissão de ADRs e as regressões 3 e 6 usam, respectivamente, interações entre a CPMF e payout e, depois, entre CPMF e ADR. As informações sobre ADRs foram coletadas da CVM e do Banco de NY e os demais dados são da Economática. A variável dependente é o logaritmo do volume transacionado em reais (setembro/2002); CPMF é a alíquota média do tributo no trimestre, D_PAYOUT é uma variável indicadora que assume valor menos um se a ação tem payout igual a zero; PAYOUT é a variável contínua dada pelo percentual do lucro da firma destinado ao pagamento de dividendos; ADR é uma indicadora daquelas ações de firmas que emitem ADRs na NYSE; VALOR é uma indicadora das ações que se enquadram no estilo de investimento valor; CRESCIMENTO é uma indicadora daquelas que se enquadram no estilo crescimento; DIVIDA é uma indicadora que assume valor um se o grau de endividamento da firma definido pela razão entre o endividamento e o patrimônio líquido estiver acima da mediana; TAMANHO é dado pelo logaritmo do valor de mercado das ações; PIB é a variação percentual do PIB; CRISE ASIÁTICA E RUSSA, DESVALORIZAÇÃO DO REAL e 11 DE SETEMBRO são, respectivamente, indicadora para a crise asiática e russa, desvalorização do Real e 11 de setembro; AÇÃO é indicadora da ação ordinária. Foram também incluídas em todas as regressões indicadoras para os setores de atividade, sendo que na maior parte dos casos, os coeficientes não são estatisticamente diferentes de zero. Os coeficientes foram estimados a partir de regressões em painel com efeito aleatório, usando o Método de Mínimos Quadrados Generalizados. Foi considerado também a autoregressão de primeira ordem nos resíduos. Os desvios-padrão estão em parênteses, abaixo de cada coeficiente. Os valores marcados com um, dois e três asteriscos são significativamente diferentes de zero, respectivamente, a um por cento, cinco por cento e 10 por cento. Os demais coeficientes não são estatisticamente diferentes de zero no nível de 10 por cento.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Payout baixo	Payout alto	Amostra Total	Sem ADR	Com ADR	Amostra Total
Constante	-2.76 (1.72)	-4.31** (1.83)	-3.00*** (1.67)	-3.04*** (1.65)	2.59 (2.48)	-2.95*** (1.67)
CPMF	-1.07* (0.25)	-0.33*** (0.19)	-0.75** (0.32)	-0.56* (0.16)	-0.51 (0.53)	-0.55* (0.16)
VALOR	-0.24 (0.26)	-0.70* (0.24)	-0.59* (0.21)	-0.50** (0.21)	-4.62* (1.21)	-0.58* (0.21)
CRESCIMENTO	-0.61* (0.22)	0.00 (0.30)	-0.39*** (0.21)	-0.32 (0.21)	-2.09*** (1.11)	-0.38*** (0.21)
D_PAYOUT (-1, se payout=0)	-	-	0.28** (0.11)	0.39* (0.08)	-0.29 (0.31)	0.39* (0.08)
PAYOUT	-	-	-0.005* (0.002)	-0.003** (0.001)	0.009** (0.004)	-0.003** (0.001)
D_PAYOUT (-1, se payout=0) * CPMF	-	-	0.34 (0.41)	-	-	-
PAYOUT * CPMF	-	-	0.013*** (0.007)	-	-	-
ADR	-	-	-	-	-	0.52*** (0.27)
ADR * CPMF	-	-	-	-	-	0.08 (0.73)
ENDIVIDAMENTO	-0.20** (0.08)	-0.01 (0.07)	-0.07 (0.05)	-0.08 (0.06)	-0.09 (0.20)	-0.08 (0.05)
TAMANHO	0.92* (0.04)	1.09* (0.04)	0.98* (0.03)	0.98* (0.03)	0.58* (0.12)	0.97* (0.03)
PIB	-0.57 (0.85)	0.83 (0.70)	0.19 (0.54)	0.26 (0.55)	-4.75 (3.36)	0.19 (0.54)
CRISE ASIÁTICA E RUSSA	-0.12 (0.10)	0.18** (0.07)	0.00 (0.06)	0.01 (0.06)	0.05 (0.25)	0.01 (0.06)
DESVALORIZAÇÃO DO REAL	0.08 (0.09)	0.15** (0.07)	0.11*** (0.06)	0.12*** (0.06)	0.05 (0.13)	0.11*** (0.06)
11 DE SETEMBRO	0.01 (0.11)	-0.14*** (0.09)	-0.09 (0.07)	-0.08 (0.08)	-0.42** (0.17)	-0.09 (0.07)
AÇÃO	-1.12* (0.22)	-1.56* (0.21)	-1.33* (0.18)	-1.31* (0.18)	-2.42* (0.47)	-1.34* (0.18)

Tabela 5 (Continuação)

SETORES	sim	sim	sim	sim	sim	sim
R^2						
intra-ação	0.20	0.20	0.23	0.22	0.11	0.23
entre ações	0.63	0.63	0.68	0.66	0.70	0.68
geral	0.52	0.54	0.56	0.54	0.52	0.56
Observações	4085	4683	8768	8255	513	8768
Ações	387	338	449	429	54	449
Trimestres por ação (médio)	11	14	20	19	10	20
Wald	1089.3	1104.9	1979.3	1813.8	125.1	1984.2

Figura 1: Volume Negociado e CPMF: Valor vs. Crescimento

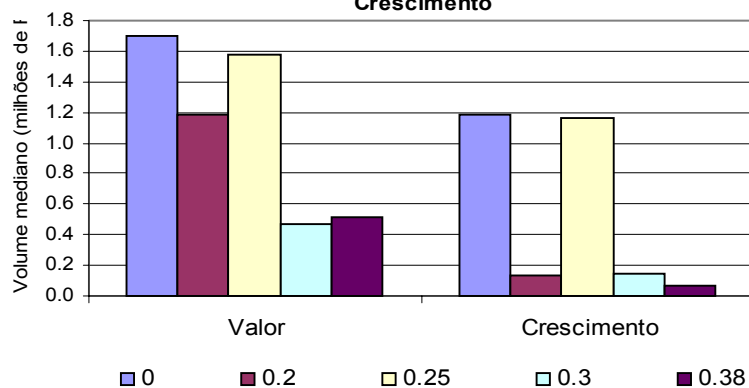


Figura 2: Volume Negociado e CPMF: Distribuição de Dividendos

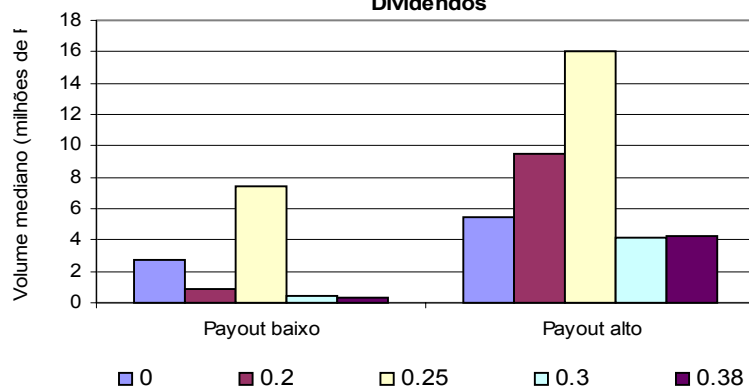
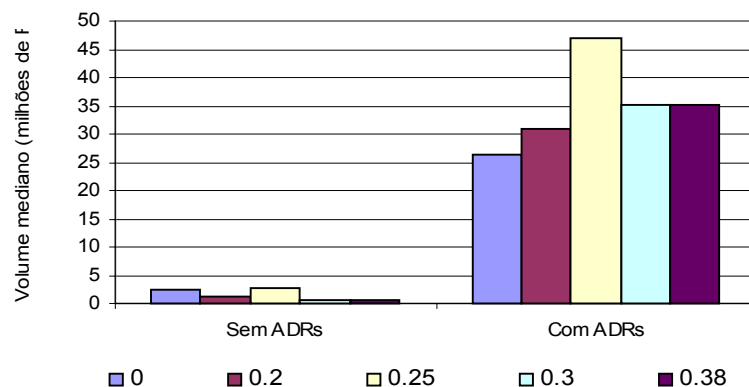


Figura 3: Volume Negociado e CPMF: Emissão de ADRs



Figuras 1-3: As figuras acima comparam o volume mediano negociado (bilhões de reais de setembro de 2002) entre ações de diferentes estilos de investimento e estruturas de governança distintas. A partir da razão entre o lucro da firma e o preço das ações (L/P), construímos os estilos de investimento. O estilo *valor* possui L/P médio no quartil superior da distribuição de L/P para toda a mostra e estilo de investimento *crescimento*, ao contrário, têm L/P no primeiro quartil dessa distribuição. *Payout* é a razão entre os dividendos propostos ao final de cada ano e o lucro da firma. O payout é baixo se estiver abaixo da mediana e alto se estiver acima da mediana. As informações sobre a listagem de ADRs foram coletadas junto à CVM e ao Banco de NY. Da Economatica, obtivemos as demais variáveis. Em cada um dos agrupamentos de ações, as colunas, da esquerda para direita, representam o volume mediano de transações no período em que a CPMF foi, respectivamente, zero; 0,20; 0,25; 0,30 e 0,38 por cento.