



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Cooptação de Investidores Institucionais: uma Análise Empírica sob a Ótica da Gestão das Folgas de Recursos Operacionais e Financeiros e da Oportunidade de Crescimento Fundamentalista e de Mercado das Empresas.

PAULO VICTOR GOMES NOVAES

Universidade Federal de Minas Gerais

WAGNER MOURA LAMOUNIER

Universidade Federal de Minas Gerais

LAURA EDITH TABOADA PINHEIRO

Universidade Federal de Minas Gerais

VALÉRIA GAMA FULLY BRESSAN

Universidade Federal de Minas Gerais

RESUMO

Este estudo analisou a relação entre as folgas dos recursos e a cooptação dos investidores institucionais, sob diferentes perspectivas fundamentalistas (Análise DuPont, Prazos Médios e Ciclo de Vida da Firma), bem como pela perspectiva de mercado (*Book-to-Market - BM*). A amostra é composta por 339 empresas listadas na B3, configurando um painel desbalanceado com 2.365 observações empresa-ano. Os dados econômico-financeiros foram coletados na plataforma do Comdinheiro[®], considerando o período de 2010 a 2019. Primeiramente, os resultados das regressões lineares, estimadas com controle de setor e ano, sinalizam que os retornos fundamentalistas e de mercado são mais sensíveis às folgas de margem líquida do que às folgas de giro do ativo, inclusive quando se observam as empresas de alto e baixo *BM*. Ademais, as folgas nas políticas de pagamento e de recebimento contribuem para explicar o retorno de mercado das empresas de baixo *BM*, enquanto os retornos das empresas de alto *BM* são significativamente explicadas pelas folgas em tempo de estocagem. No segundo momento, verificou-se que a folga de margem de lucro da empresa ajuda na cooptação dos investidores institucionais, o que não acontece com a folga de giro. Ainda, a cooptação também é impactada (negativamente) pela folga na política de recebimento. Contudo, e finalmente, os efeitos das folgas são sensíveis aos estágios de ciclo de vida em que a empresa está e ao tipo de investidor institucional considerado (mais ou menos sofisticados). Os achados reforçam o uso das perspectivas fundamentalistas para as análises de mercado de capitais e permitem entender algumas características que atraem os investidores mais sofisticados.

Palavras-chave: *Hedge Funds* da ANBIMA, Ciclo de Vida da Firma, *Slack* Financeiro, *Slack* Operacional, Retornos.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

1. Introdução

Este estudo analisa o efeito das folgas de recursos operacionais e financeiros sobre a cooptação dos investidores institucionais sob a ótica do crescimento da firma, levando em consideração abordagens fundamentalistas e de mercado. Antecipa-se que, neste estudo, as folgas são representadas pelo excesso de recurso (incluindo tempo) em relação à mediana das empresas do respectivo o setor no ano (Goodman et al., 2020; Mohanram, 2005). O crescimento da firma é observado tanto pela perspectiva de mercado (*Book-to-Market*) quanto pela análise do estágio do ciclo de vida a partir da DFC (Dickinson, 2011).

A literatura sugere que os investidores institucionais costumam participar ativamente nas decisões da gestão das empresas nas quais estão posicionados, buscando otimizar os recursos e maximizar o retorno para os acionistas (Shleifer & Vishny, 1997). Há, porém, evidências de que parte desses investidores negligenciam empresas com boa gestão e, conseqüentemente, com maiores probabilidades de resultados superiores (Dickinson, 2011; Mohanram, 2005; Piotroski, 2000). Parte desse comportamento pode ser explicado pelas diferentes características dos investidores. Enquanto alguns estão interessados no longo-prazo da empresa investida, outros pressionam a gestão para tomar decisões que satisfaçam suas funções de utilidade de curto prazo (Bushee, 2001; Hadani et al., 2011; Lakonishok et al., 1992; Lou et al., 2020).

Para explorar a atuação da gestão, os estudos na literatura de finanças têm pormenorizado os dispositivos que ajudam a explicar a formação do retorno da firma, ultrapassando a ideia limitada de relacionar os lucros contábeis aos preços e retornos de mercado (Barth et al., 2017). Nessa linha, alguns estudos sugerem que as folgas de recursos operacionais e financeiros são métricas relevantes pra acompanhar a construção do resultado da firma (George, 2005; Goodman et al., 2020; Hendricks et al., 2009). Assim, investidores em busca de resultados consistentes para suas carteiras deveriam olhar para empresas com boa gestão dos recursos.

Tradicionalmente, a Análise DuPont desdobra o retorno da firma, permitindo identificar se os resultados de uma firma são mais influenciados pelas variações na margem de lucro ou no giro do ativo (Angotti et al., 2016; Soliman, 2008). Essa análise pormenorizada dos recursos, sobretudo os financeiros, remonta o *trade-off* entre liquidez e rentabilidade (Eljelly, 2004; Uremandu et al., 2016). Contudo, ao mesmo tempo que o capital financeiro em excesso pode parecer ocioso, pode também servir de retaguarda para momentos de estresse financeiro e/ou de mercado (Chopra & Sodhi, 2004; Tang, 2006; Wang, 2007). Essa sinalização de “folga” financeira pode, então, ser um dispositivo relevante para cooptar investidores institucionais, uma vez que isso reflete a forma como os gestores utilizam os recursos (Bushee, 2004; Clifford, 2008).

Paralelamente, a gestão do ciclo operacional - envolvendo tempo de estocagem, políticas de crédito e de pagamento -, também tende a refletir o nível eficiência no emprego dos recursos (Kleindorfer & Saad, 2005). Em tese, uma negociação que resulte em dilatação do prazo de pagamento reduz o ciclo financeiro, o que reduz o fôlego financeiro próprio necessário para manter o ciclo operacional estabilizado. De igual forma, um prazo de estocagem mais curto tende a representar, comparativamente, uma produção mais “enxuta”, portanto, mais eficiente. Não obstante, Tang (2006) exemplifica que folgas nos estoques, além de aumentar a disponibilidade de produtos, aumenta a capacidade de gerir os suprimentos e permite que a firma responda à demanda de mercado com mais agilidade. Essas evidências e argumentos colocam o caso sob investigação.

Jenkins & Kane (2004) comentam que as empresas tendem a ter diferentes focos em função dos estágios do ciclo de vida em que elas estão. Por exemplo, enquanto empresas em crescimento buscam aumentar o volume de produção e vendas, as empresas maduras já estão



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

próxima da capacidade instalada e, portanto, buscam aumentar rentabilidade via redução de custos. Contudo, empresas maduras cujos preços de mercado encontram-se descolados do fundamento - isto é, com baixo múltiplo *book-to-market* (BM) - parecem ser negligenciadas por investidores institucionais (Dickinson, 2011).

Assume-se que o alvo desses investidores mais sofisticados e informados é maximizar o valor da firma, uma vez que eles também precisam maximizar o retorno para os quotistas dos fundos que eles gerenciam. Assim, entendendo que eles estão em constante busca por novas oportunidades de investimento, até mesmo atuando, quando oportuno, na gestão para buscar melhores resultados (Hadani et al., 2011; Useem & Gager, 1996), é plausível supor que os sinais emitidos pela gestão em termos de fundamentos (via folgas de recursos operacionais e financeiras) exercem efeito na cooptação desses investidores.

Portanto, **o objetivo deste estudo é analisar a relação entre as folgas dos recursos operacionais e financeiros e a cooptação dos investidores institucionais**. Especificamente, objetiva-se *Obj₁*) analisar a relação entre as folgas e os retornos (fundamentalistas e de mercado); *Obj₂*) analisar o efeito dos estágios do ciclo de vida sobre as folgas de recursos; *Obj₃*) examinar o efeito dos estágios do ciclo de vida sobre a oportunidade de crescimento na visão de mercado; *Obj₄*) analisar a relação entre as folgas de recursos e a variação na quantidade de investidores institucionais nas empresas de maior expectativa de crescimento (baixo índice BM) e; *Obj₅*) analisar a relação entre as folgas de recursos e a variação na quantidade de investidores institucionais nas empresas classificadas nos estágios de maturidade, caracterizadas pela eficiência na utilização dos recursos.

A literatura nacional é carente de investigações com esse tipo de investidores mais sofisticados (Callado & Amaral, 2005; Holanda et al., 2013; Oliveira et al., 2018), e este estudo oferece contribuições nesse sentido por utilizar duas classes de investidores: uma mais ampla (fundos de investimentos) e outra mais restrita (*hedge funds* que fizeram parte do índice de *hedge funds* da ANBIMA - IHFA) em cada ano do período analisado (2010-2019).

Os resultados sugerem que, em média, tanto o retorno contábil quanto o retorno de mercado são mais sensíveis às folgas de margem do que às folgas de giro. Contudo, enquanto o retorno de mercado das empresas de baixo *book-to-market* (BM) continua sensível às variações nas folgas de margem, aquelas do extremo oposto não são afetadas por esse indicador, respondendo apenas às variações nas folgas de giro do ativo. Os resultados sugerem ainda que, em média, apenas as folgas nas políticas de pagamento e de recebimento são significativos para explicar o retorno de mercado, sobretudo nas de baixo BM.

A variação na quantidade de investidores institucionais na firma, porém, é positivamente afetada pela folga de margem e negativamente afetada pela folga de prazo de recebimento das vendas. Contudo, os efeitos das folgas são sensíveis aos estágios de ciclo de vida em que a empresa se encontra. Observando apenas as empresas maduras, foi possível observar o efeito das folgas em margem, estocagem e capital de giro sobre a variação da quantidade dos investidores institucionais mais sofisticados (IHFA), mas nenhum efeito quando analisado o grupo geral (II).

Notou-se então que a responsividade aos sinais emitidos pelos fundamentos é diferente quando se analisam o estágio em que a empresa se encontra e o múltiplo BM, comparativo às pares. Nesse recorte, os IHFAs parecem ser mais sensíveis aos sinais fundamentalistas do que em outros cenários. Apenas para essas empresas, o aumento no nível de capital de giro em relação ao setor (cCDG) atrai esses investidores. Também de forma exclusiva para este recorte, o aumento das folgas de estocagem desincentivam a manutenção das posições desse grupo de investidores. Esse efeito negativo pode ser reflexo de uma interpretação como perda de eficiência por parte dos investidores. Em testes de robustez, notou-se que os sinais são percebidos pelos investidores (IIs) nas empresas no estágio de crescimento de menor índice



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

BM, e pelos IHFAs, quando se trata de empresas cujos preços estejam menos descoladas dos valores patrimoniais.

Além deste tópico com a contextualização e motivação da pesquisa, o *tópico 2* apresenta o desenvolvimento das hipóteses. O *tópico 3* estabelece os critérios adotados na construção das variáveis e definições dos modelos econométricos. O *tópico 4* apresenta e discute os resultados dos modelos, enquanto o *tópico 5* apresenta as conclusões, limitações e sugestões para futuras investigações.

2. Desenvolvimento das hipóteses

2.1. Preços versus fundamentos

Seja X uma empresa cujo preço da ação está sendo negociado a 90 unidades monetárias e seu valor patrimonial é de 18 por ação. Isso resulta em um múltiplo *book-to-market* (BM) de 0,20. Considere Y como a média do setor - no qual X compete -, com um BM (médio) de 0,91. Assim, comparada às demais empresas do setor, X será uma empresa “glamour” (Fama & French, 1992). Em outras palavras, seria considerada como uma oportunidade de compra no mercado de capitais, sob o argumento de expectativa de crescimento.

No mercado de capitais, empresas com essas características são também chamadas de “*growth*”, pois apresentaram boa performance no passado e sustentam uma expectativa de retornos ainda maiores no futuro. Contudo, os múltiplos servem (ou deveriam servir) de balizadores das estimativas de *valuation*, em relação a parâmetros da própria empresa com empresas pares. E, apesar de amplamente utilizados na prática (An et al., 2010; Bhojraj et al., 2003), os múltiplos apresentam argumentos limitados quando utilizados como o próprio *valuation* (An et al., 2010; Tsao, 2009).

Mohanram (2005) comenta que essa expectativa de crescimento tende a atrair agentes intermediários mais sofisticados, como analistas de mercado e até mesmo investidores institucionais, sob o argumento de que o conservadorismo da contabilidade é que estaria “segurando” o reconhecimento dos resultados. Dontoh et al. (2007), porém, alerta para os distúrbios sistemicamente presentes nos preços, o que faz com que o valor da ação é que esteja descolado do fundamento, e não o contrário. Nessa linha, se o *valuation* de uma firma sobre a qual havia alta expectativa muda e converge para o fundamento, aquelas com fundamentos mais sólidos serão as de maior performance.

Mohanram (2005), por exemplo, analisa os fundamentos da empresa por meio de um conjunto de variáveis contábeis para as empresas do último quintil em termos de BM em grupos comparáveis. Por se tratar de um múltiplo (razão entre duas grandezas), as variações podem ser provocadas tanto pelo numerador quanto pelo denominador. Assim, as razões ou “sinais” para os múltiplos baixos foram investigadas em termos de i) fundamentos (geração de caixa e de rentabilidade), ii) superavaliação da ação, e iii) conservadorismo contábil. Esses três pontos se desdobram em nove sinais (binários) de crescimento, cuja soma monta o “GSCORE”. Em geral, o autor encontra que firmas com baixo índice BM e com alto GSCORE obtiveram retornos significativamente maiores do que as comparáveis de baixo GSCORE. Isso evidencia que a estratégia de análise fundamentalista se mostrou capaz de identificar as melhores oportunidades de obtenção de retornos.

Piotroski (2000), por sua vez, mostrou que a técnica de desdobramento do retorno operacional - análise DuPont -, também pode ser aplicada a empresas de alto índice BM (“*value stocks*”) de modo a encontrar maiores retornos, quando controlada pelo “FSCORE”. Trata-se de um fator precedente ao GSCORE com premissas parcialmente semelhantes, porém com base na própria empresa no tempo, enquanto o segundo explora a posição da firma em relação às empresas do mesmo setor de atuação.

Ambos os autores argumentam que empresas rentáveis, de alto e baixo índice BM eventualmente são negligenciadas por investidores e analistas. Contudo, o argumento de



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Mohanram (2005) é mais plausível por explorar empresas com alto potencial de crescimento. Isso sugere que, aos olhos do mercado, essas empresas potencialmente entregarão mais resultado do que supõe os relatórios contábeis padronizados. Dessa forma, o foco estaria em encontrar fundamento em um ambiente relativamente mais otimista. No caso das *value stocks*, os preços tendem a estar mais próximos dos fundamentos, se comparadas com as de baixo BM. Há, porém, outras maneiras de acessar os fundamentos da empresa.

2.2. Folgas operacionais e financeiras

Recentemente, Goodman et al. (2020) tomaram como parâmetro o posicionamento da empresa em relação às demais do setor para estimar o *Supply Chain Slack*. Encontraram que o excesso de capital de giro está relacionado com maior retorno corrente, porém com maior probabilidade de problemas financeiros. Já quando analisado o excesso em Despesas de Venda, Gerais e Administrativas (SG&A), a relação com o resultado corrente se mostrou negativa. No entanto, mais gastos dessa natureza parecem mitigar o risco de enfrentar problemas financeiros no futuro.

O montante a ser acumulado em capital de giro ou mesmo gasto com despesas é de competência da gestão, que sempre terá de enfrentar a *trade-off* entre privilegiar liquidez em detrimento de maior possibilidade de retorno (Braga et al., 2004; Ferraz et al., 2018; Sato, 2007). Entendendo o modelo contábil como capaz de refletir, ainda que com distúrbios, as mudanças na gestão dos recursos, o acompanhamento das variações de saldos dos grupos de contas tendem a sinalizar efeitos no desempenho futuro da empresa (George, 2005; Greenley & Oktemgil, 1998; Hendricks et al., 2009).

Por exemplo, variações nos saldos de estoque, contas a receber, ativo total, fornecedores e tributos a pagar, receita, custos e despesas, quando combinadas em indicadores (como giro do estoque, giro do ativo, margem de lucro etc.) podem permitir identificar áreas sensíveis de uma empresa na geração de retorno (Ribeiro et al., 2019; Vieira et al., 2017).

Soliman (2008) utiliza a análise DuPont para tentar prever retornos futuros em termos de lucro operacional líquido. Um dos achados mostra que a margem de lucro e o giro do ativo não contribuem para explicar a variação do retorno, a menos que se inclua a informação de investimentos de capital (CAPEX). Por outro lado, a variação do giro do ativo foi significativa para explicar o retorno operacional futuro. O autor explica que as variações (positivas) no giro refletem o aumento na eficiência do uso dos recursos disponíveis na geração de receita. Ademais, a variação do giro também se mostrou significativamente relacionada com o retorno futuro do preço das ações da empresa. Nesse caso, salienta-se que a variação do lucro, retorno operacional progresso (e suas variações), bem como a margem de lucro também foram variáveis significativas para explicar o retorno futuro do papel no mercado.

Em geral, Soliman (2008) demonstra que os indicadores ancorados na análise DuPont contribuem para a predição dos resultados futuros da firma, bem como para predição dos retornos das ações. No entanto, apesar das variações no giro dos ativos também implicarem revisões nas previsões dos analistas de mercado, elas não reduzem significativamente os erros nas previsões futuras desses intermediários. Isso evidencia que os investidores continuam não incorporando todas as informações contidas nos fundamentos das empresas.

Sob a perspectiva fundamentalista, informações sobre a operação da empresa tendem a impactar no *valuation*, quer seja em termos de geração de receita quer seja nos ajustes para se estimar, por exemplo, o fluxo de caixa livre da empresa. De modo geral, a forma como a administração faz a gestão dos excessos ou “folgas” dos recursos disponíveis tende a explicar o desempenho da empresa (George, 2005). Por exemplo, Bernard & Noel (1991) demonstram que a divulgação da composição do estoque impacta os investidores na precificação dos papéis no mercado de capitais. Assim, diferentes folgas podem explicar o desempenho.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Greenley & Oktemgil (1998), por sua vez, distinguem as fontes que sinalizam folgas geradas pela própria empresa (“*generated slack*”) no intuito de possibilitar estratégias de flexibilização futura. Para isso, utilizam proxies como as razões Fluxo de Caixa / Investimento, Participação de Capital de Terceiros (*Debt/Equity*) e Liquidez Corrente. O outro grupo de folgas (“*invested slacks*”) representa medidas de recursos empregados, o que reduz a eventual flexibilidade futura. São exemplos as razões entre as Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas (“SG&A”) e Receitas, Dividendos Pagos em relação ao Lucro (*Payout ratio*), Giro do Ativo e o montante de Capital de Giro sobre as Receitas. O estudo aponta que a relação entre folgas e performance tende a ser mais proeminente nas empresas de melhor performance, isto é, aquelas acima da média do respectivo setor.

Hendricks et al. (2009) utilizam o prazo de estocagem e o giro do ativo imobilizado como proxy para *slack* operacional e encontram uma reação menos negativa (em termos de retornos de ação) nas empresas com maiores folgas operacionais quando da divulgação das demonstrações contábeis. Além disso, You et al., (2020) identificaram que a percepção de valor do negócio e as ações consequentes são impactadas pela sinalização de folgas nos recursos financeiros.

Assim, as primeiras hipóteses de pesquisa são:

H1a: As folgas dos recursos estão relacionadas com o retorno contábil e com os retornos de mercado.

H1b: O efeito das folgas dos recursos sobre os retornos contábil e de mercado diverge entre as empresas dos tipos “growth” e “value”.

2.3. Folgas de recursos e os estágios do ciclo de vida da firma

George (2005) sustenta que a relação entre a gestão de folgas e desempenho está condicionada ao comportamento e discricionariedade da gestão, introduzindo o conceito de “*transient slack*”, que é a diferença entre a demanda de mercado e a disponibilidade de recursos para a empresa. Além disso, o autor sustenta a utilização dos recursos é afetada pelo ciclo de vida da firma e, portanto, isso também afeta a relação entre as folgas e o desempenho.

No aspecto financeiro, Chang et al. (2007) encontram que o efeito das restrições financeiras sobre os investimentos é diferente entre as empresas que apresentam diferentes perfis de fluxo de caixa. Por exemplo, empresas com fluxo de caixa operacional negativo acabam por prejudicar o acesso a crédito, recaindo sobre a performance operacional nos períodos subsequentes. Nessa linha, diferente de George (2005), que considera a idade da firma, Dickinson (2011) utiliza justamente a combinação de sinais dos fluxos de caixa (operacional, de investimento e de financiamento) para classificar as empresas em 5 estágios do ciclo de vida (introdução, crescimento, maturidade, *shake-out* e declínio).

Trata-se de um modelo que permite uma transição não progressiva (em idade) entre os estágios. Inclusive, o estágio de declínio tende a ser composto por empresas jovens que sucumbiram por não conseguir utilizar de forma adequada os primeiros recursos. O modelo contempla não só a geração de caixa operacional, mas também outros atributos e escolhas que formam a estrutura da empresa (investimento e financiamento). A autora encontra que empresas em maturidade apresentam níveis de retorno operacional sobre o ativo (RNOA) significativamente maiores do que empresas em outros estágios. Em especial, os indicadores tradicionais da análise DuPont (giro do ativo e margem de lucro) são significativamente diferentes entre os estágios do ciclo de vida (Dickinson, 2011).

A abordagem dos estágios do ciclo de vida tem sido amplamente utilizada em estudos recentes na área de contabilidade e mercado de capitais, utilizando o mesmo método, encontrando diferenças em termos de risco (Habib & Hasan, 2017; Hasan et al., 2015; Hasan & Habib, 2017a), escolhas contábeis (Barth et al., 2017; Costa et al., 2017; Lima et al., 2013), disclosure e custo de capital próprio (Novaes & Almeida, 2020; Novaes et al., 2016), previsão



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

de analistas (Hamers et al., 2016; Oliveira & Girão, 2018; Vorst & Yohn, 2018) e performance (Cantrell & Dickinson, 2018; Shahzad et al., 2019, 2020).

Assim, espera-se que a análise fundamentalista seja norteadada pelos estágios em que a empresa se encontra. Com isso, formaliza-se outra hipótese:

H2a: As folgas de recursos são diferentes entre os estágios, apresentando maior eficiência no estágio de maturidade em relação aos outros.

Não obstante, Dickinson (2011) comenta que empresas maduras são subavaliadas pelo mercado, especialmente aquelas com maiores índices BM. Mohanram (2005) também comenta que investidores sofisticados costumam negligenciar a análise de empresas com bons fundamentos em função de precificação incorreta pelo mercado. Assim, formaliza-se:

H2b: Os estágios do ciclo de vida afetam o múltiplo Book-to-Market.

2.4. Investidores institucionais e folgas de recursos

Os investidores institucionais são grandes *players* que tendem a estar mais posicionados em grandes empresas (Brooks et al., 2018), de boa governança (Ferreira & Matos, 2008), preferencialmente naquelas com propriedade mais dispersa (Bansal & Thenmozhi, 2020). Esse cenário facilita o exercício do ativismo e do escrutínio sobre a gestão para melhorar a eficiência na utilização dos recursos e, conseqüentemente, maximizar o valor da firma (Shleifer & Vishny, 1997).

Há evidências de que os fundos de pensão, especificamente, costumam comprar empresas “perdedoras” e vender empresas “ganhadoras”, mas também se desfazem de empresas consideradas ruins (Lakonishok et al., 1992). Esse resultado é coerente com o ativismo praticado por investidores institucionais de longo prazo. Contudo, os diferentes tipos de investidores, com incentivos e propósitos distintos (Bushee, 2001; Hadani et al., 2011; Lang et al., 1997) fazem da literatura um misto de comportamentos. Por um lado, há resultados que sugerem um caráter imediatista, por exemplo, forçando a gestão a priorizar retornos acionários de curto prazo (Jensen, 1986; Lakonishok et al., 1992; Lou et al., 2020). Por outro lado, estudos como os de Donaldson & Davis (1991), Fathi (2013), Fich & Nguyen (2019) e Tirole (2006) sustentam que alguns desses investidores focam mais na perspectiva organizacional de longo prazo.

Entendendo a participação desses investidores como algo desejável, alguns diretores de RI (relação com os investidores) de *small- and mid-caps* oferecem acesso direto à gestão. Com essa iniciativa, busca-se, além do aumento da participação institucional, o aumento de cobertura de analistas, volume de negociação e do valor de mercado (Bushee & Miller, 2012).

Focando no resultado fundamentalista, Lang et al. (1997) encontram uma relação significativa entre a variação nas posições dos investidores institucionais e a variação nos lucros. Isso mostra que eles são responsivos aos fundamentos da firma, fazendo com que a empresa se atente para a divulgação do resultado fundamentalista. Segregando os tipos de investidores, Bushee (2001) confirma que os chamados “*transients*” (fundos com histórico de alta rotação nas posições) e os bancos são mais responsivos ao resultado contábil de curto prazo. E para os *transients*, isso se traduz em precificação incorreta sobre as empresas.

Recentemente, Lou et al. (2020) confirmam que nem todos os investidores estão interessados no longo prazo da firma, por isso eventualmente exercem sua influência para forçar situações para satisfazer benefícios privados de curto prazo. Ghaly et al. (2020) evidenciam que a presença e tempo de permanência de investidores institucionais de longo prazo incentivam a otimização do capital (humano e financeiro) em busca de mais eficiência na gestão. Uma vez dentro da gestão, os investidores parecem incentivar a redução em investimentos considerados em excesso, incluindo alguns ligados a empregados. Consistentemente, os resultados são mais proeminentes nas empresas mais baseadas em capital humano (aquelas cujos ativos intangíveis em relação ao ativo total eram abaixo da média do setor).



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Esses achados reforçam a ideia de que a participação dos investidores, sobretudo os de longo prazo, refutam a ideia de postura passiva à espera de retorno e, ao invés disso, exercem o escrutínio sobre a gestão impulsionando melhores decisões e, conseqüentemente, melhorando a eficiência sem necessariamente implicar em troca forçada de diretores (Baghdadi et al., 2018). Logo, é plausível de esperar que:

H3: Os investidores institucionais sejam mais cooptados por empresas com maiores níveis de eficiência na utilização dos recursos.

2.5. Investidores institucionais, folgas de recursos e estágios do ciclo de vida

As evidências presentes na literatura têm demonstrado cada vez mais o ativismo dos investidores institucionais sobre a gestão, mostrando que eles costumam exercer o poder de voto (e de influência) para influenciar a tomada de risco (Wright et al., 1996) e que os gestores da companhia também estejam expostos ao risco do negócio, como por meio de *stock options* (Wright et al., 2002). No entanto, ainda há muitas lacunas no que diz respeito à gestão organizacional.

Além disso, a participação dos investidores institucionais na gestão também costuma estar relacionada com a composição da gestão. Por sua vez, os mecanismos de governança de uma empresa se mostram sensíveis ao estágio em que a empresa se encontra (Filatotchev et al., 2006). Estudos mais recentes têm evidenciado o efeito dos estágios do ciclo de vida sobre a composição dos conselhos (Habib et al., 2018), independência e monitoramento (Gonçalves et al., 2019).

Apesar disso, não há evidências na literatura de efeito do estágio do ciclo de vida da firma sobre a participação desses investidores. Isto é, não é possível afirmar, por exemplo, se determinados tipos de investidores institucionais se mostram atraídos por empresas em determinados ciclos de vida, ou mesmo se atuam no sentido de promover a transição para um cenário mais desejável, de maior rentabilidade e/ou menor risco.

Há, porém, uma evidência recente de que a exposição da gestão a risco, entendida como um comportamento capaz de criar valor e/ou contribuir para a sobrevivência de uma empresa, está relacionada com o estágio do ciclo de vida em que a empresa se encontra (Shahzad et al., 2019). Em especial, os autores mostram que o nível de exposição a risco é maior nos estágios de introdução e declínio, e menor nos estágios de crescimento e maturidade. Ademais, o efeito esperado no resultado futuro em função da tomada de risco difere entre os estágios.

Esses resultados se assemelham, em parte, aos achados também recentes de Novaes & Almeida (2020), de que empresas em declínio reduzem o risco intrínseco (custo de capital implícito) por meio de informações voluntárias de caráter econômico-financeiro, enquanto as empresas maduras só conseguem mitigar esse risco por meio de informações socioambientais. Contudo, por mais que os mecanismos de governança sejam distintos entre os estágios, a participação de investidores institucionais não parece afetar a influência negativa entre concentração de propriedade e mecanismos de governança como a independência (Bansal & Thenmozhi, 2020).

Para as empresas em crescimento, há uma relação negativa (porém não linear) entre concentração de propriedade e independência (Bansal & Thenmozhi, 2020). Nas empresas maduras, os gestores tendem a priorizar independência, em detrimento do monitoramento (Gonçalves et al., 2019). Porém, no declínio, os gestores tendem a priorizar a eficiência na utilização dos recursos abrindo mão da independência para sobreviver e retomar o crescimento (Habib et al., 2018).

Então, se os investidores institucionais parecem não exercer efeito em empresas com propriedade altamente concentrada (Bansal & Thenmozhi, 2020), eles tendem a ser mais responsivos a acréscimos na eficiência em termos de utilização de recursos em empresas classificadas como maduras em relação às demais. Com isso, a hipótese 4 de pesquisa é:



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

H4: Os investidores institucionais respondem de forma mais proeminente a aumentos na eficiência de empresas maduras do que em outros estágios.

Contudo, caso os investidores institucionais negligenciam empresas com bons fundamentos (Mohanram, 2005), sobretudo aquelas classificadas no estágio de maturidade com alto índice BM (Dickinson, 2011), será plausível supor que:

H5: Os sinais emitidos pelas variações nos fundamentos econômicos da empresa não são completamente compreendidos pelos investidores institucionais.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1.1. Seleção Amostral

O estudo considera as empresas brasileiras listadas na B3 com dados disponíveis para o período de 2010 a 2019, em função da adoção obrigatória das IFRS. Os dados econômico-financeiros foram extraídos da base de dados da Comdinheiro[®]. A amostra é formada por 2.365 observações empresa-ano, sendo 339 empresas em um painel desbalanceado.

3.2. Operacionalização das Variáveis

3.2.1. Investidores Institucionais

Os fundos de investimento em ações cadastrados na base da ANBIMA foram considerados como Investidores Institucionais. Em um primeiro momento, foram coletadas as posições acionárias de cada fundo ao longo do período. Conhecidos os papéis detidos pelos fundos, inverteu-se a análise fazendo com que a base fosse organizada em função dos papéis nos quais os fundos investem, controlando o número de fundos, bem como o percentual de ações com direito a voto (ON). Para esse filtro, considerou-se a numeração padrão da CVM: os *tickers* de final 3 representam ações ON e aqueles com final de 4 a 8 são do tipo PN. Os *tickers* de final 1 e 2 foram excluídos, por representarem opções de ON e PN, respectivamente. Desta forma, as demais ações listadas não contempladas nessa análise receberam o valor zero, indicando a ausência de participação dos fundos.

Alternativamente, foram considerados apenas os fundos que participaram do Índice de *Hedge Fund* da ANBIMA (IHFA) em cada ano do período amostral. É uma estratégia plausível para filtrar os gestores com maior probabilidade de exercer influência sobre a gestão da empresa na qual o fundo está posicionado. Portanto, são considerados como “mais sofisticados” neste trabalho. Para compor o IHFA, o fundo deve ser do tipo multimercado (*hedge fund*), não deve ser fechado, deve cobrar taxa de performance, deve ter mais de 10 quotistas, divulgar os valores diariamente, dentre outros critérios (ANBIMA, 2015).

Para capturar a cooptação dos investidores, utilizou-se a variação do número de investidores. Contudo, para aumentar a variabilidade da diferença entre os períodos, a variável foi construída em escala logarítmica, da seguinte forma:

$$Var_{ii_{it}} = \ln \left(\frac{qtd_{t-1}}{qtd_t} \right) \quad (1)$$

Salienta-se que as variações negativas continuam sendo capturadas. A análise foi feita em termos de números de CNPJs. Embora algumas empresas de investimentos estejam representadas em mais de um fundo, entende-se que as estratégias de investimentos são diferentes. Assim, a participação desse investidor tende a responder a diferentes estímulos/sinais emitidos pela empresa. Ressalta-se que as mesmas variáveis foram construídas para os fundos que compõem o IHFA. Alternativamente, utilizou-se a variável Participação dos Investidores Institucionais, construída da seguinte forma:

$$Part_{ii_{it}} = \frac{\sum_{i=1}^j VM_{AtivoFundo_{jt}}}{VM_{it}} \quad (2)$$

Assim, para cada empresa, considerou-se o valor total detido pelos investidores institucionais ($VM_{AtivoFundo_{jt}}$) em relação ao valor de mercado da empresa no fim de cada



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

período (VM_{it}). Adicionalmente, considerou-se também o valor de mercado no fim de abril, quando as informações anuais da empresa já foram divulgadas e incorporadas aos preços de mercado.

3.2.2. Medidas de Retornos e Folgas de Recursos

Para simplificar a visualização, o Quadro 1 apresenta as principais variáveis utilizadas no estudo:

Rótulo	Sintaxe	Significado	Referências
<i>Ret</i>	$\ln\left(\frac{\text{preço}_{it}}{\text{preço}_{it-2}}\right)$	Retorno acumulado da ação nos últimos 24 meses.	(Bushee, 2001; Liu & Thomas, 2000; Penman & Zhang, 2002)
<i>ROI</i>	$\frac{LL_{it}}{AT_{it}}$	Retorno sobre o investimento (ROI), estimado pela razão entre o Lucro e o Ativo Total contemporâneo;	(Bushee & Miller, 2012; Penman & Zhang, 2002; Piotroski, 2000)
<i>ROA</i>	$\frac{LL_{it}}{AT_{it-1}}$	Retorno sobre os ativos (ROA) do ano anterior; LL é o lucro líquido da empresa no tempo t.	(Clifford, 2008; Dickinson, 2011)
<i>ROIC</i>	$\frac{LucOp(1 - \%ETR)_{it}}{(AT - Disp)_{it-1}}$	Retorno sobre o capital investido, calculado pela razão entre o lucro operacional ajustado aos tributos (NOPAT) e os Ativos líquidos do ano anterior;	(Goldszmidt, 2010; Lourenço et al., 2018; Simons, 2000; Uremandu et al., 2016)
<i>RNOA</i>	$\frac{LucOp(1 - \%ETR)_{it}}{(AT_{it-1})}$	Retorno Operacional Líquido sobre o Ativo é a razão entre o NOPAT (Lucro Operacional Líquido dos tributos) e o total de ativos do ano anterior;	(Dickinson, 2011; Soliman, 2008)
<i>ROE</i>	$\frac{LL_{it}}{PL_{it}}$	Retorno sobre o Patrimônio Líquido é a razão entre o Lucro Líquido e o PL da empresa;	(Penman & Zhang, 2002)
<i>Giro</i>	$\frac{RL_{it}}{AT_{it}}$	Giro ou Rotação do Ativo é calculado pela razão entre as Receitas Líquidas e o Ativo contemporâneo;	(Dickinson, 2011; Soliman, 2008)
<i>ML</i>	$\frac{LL_{it}}{RL_{it}}$	Margem de Lucro (ML) é a razão entre o Lucro Líquido e a Receita Líquida; PL	(Dickinson, 2011; Soliman, 2008)
<i>PME</i>	$\left(\frac{Estoques_{it}}{CMV_{it}}\right) * 365$	Prazo Médio de Estocagem (PME) é a razão entre o Estoque Final e o Custo da Mercadoria Vendida, multiplicada pelo tempo da demonstração (365 dias)	(Bernard & Noel, 1991)
<i>PMRV</i>	$\left(\frac{Clientes_{it}}{RL_{it}}\right) * 365$	Prazo Médio de Recebimento das Vendas (PMRV) é a razão entre Clientes e Receita Líquida, multiplicada pelo tempo da demonstração (365 dias)	(Hein et al., 2012)
<i>PMPF</i>	$\left(\frac{Forneced_{it}}{Compras_{it}}\right) * 365$	Prazo Médio de Pagamento dos Fornecedores (PMPF) é a razão entre Fornecedores e Compras, multiplicada pelo tempo da demonstração (365 dias).	(Hein et al., 2012; Raheman et al., 2010)
<i>GDG</i>	$AC - PC$	Capital de Giro GDG (ou Capital Circulante Líquido) é o excesso de ativo circulante em relação às dívidas também de curto prazo.	(Goodman et al., 2020)

Notas: A variável **RET** é o retorno acumulado do preço de mercado da ação nos últimos 24 meses; **ROI** é o retorno sobre o investimento; **ROA** é o retorno sobre os ativos do ano anterior; **ROIC** é o retorno sobre o capital investido; **RNOA** é o retorno operacional sobre o total de ativos do ano anterior; **ETR** é a taxa efetiva de tributos, calculada pela razão entre o tributos sobre o lucro e o resultado antes dos tributos sobre o lucro. **Giro** é o Giro dos Ativos;



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

ML é a margem líquida; **PME** é o Prazo Médios de Estocagem; **PMRV** é o Prazo Médio de Recebimento das Vendas; **PMPF** é o Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores; e **CDG** é o Capital de Giro.

Foram desconsideradas as empresas que apresentaram custo das mercadorias vendidas com saldos positivos na DRE consolidada, bem como aquelas com saldos positivos de tributos sobre o lucro. Isso explica parte da variação no número de observações para cada uma das variáveis.

Alguns estudos calculam o prazo de pagamento utilizando apenas a razão entre fornecedores e custos dos produtos vendidos, multiplicando pelo tempo da demonstração (Sarwar, 2016; Ukaegbu, 2014). Contudo, esse procedimento sugere que todas as dívidas de curto prazo estejam ligadas às atividades operacionais. Todavia, nesse estudo, segue-se o entendimento de que a variação do estoque oferece um ajuste plausível no denominador dessa razão. Assim, o valor de “Compras”, utilizado no cálculo do PMPF, foi estimado por meio da inversão da função do CMV. Logo, se $CMV = EI + C - EF$, então, $C = EF - EI + CMV$ (Hein et al., 2012). Desta forma, o ano de 2009 foi utilizado apenas como base para o cálculo desta e de outras variáveis que demandam defasagem de alguma conta.

Para o cálculo das folgas, utilizou-se o raciocínio de Mohanram (2005) no sentido de observar o posicionamento da empresa em relação às empresas pares. Para isso, foi considerado o setor de atuação de acordo com a denominação da B3. Para cada variável, calculou-se a distância em relação à mediana do respectivo setor. Portanto, as variáveis foram “centradas na mediana do setor”. Isso faz com que a interpretação dos coeficientes mude, acompanhando o mesmo raciocínio. Contudo, como neste estudo essas variáveis representam as “folgas de recursos”, a interpretação é resumida em variação da folga.

Esse tipo de análise permite comparar as empresas de diferentes contextos, uma vez que determinados setores apresentam padrões significativamente distintos de outros. *A priori*, pela lógica da análise DuPont, enquanto aumentos na folga de margem e de giro transmitem sinais positivos para o retorno, aumentos nas folgas de prazos de estocagem e prazos de recebimento tendem a transmitir sinais negativos. Assim, as movimentações na direção dos “bons sinais” são analisadas como aumentos de eficiência, comparativamente às empresas pares.

3.2.3. Estágios do Ciclo de Vida

A classificação dos estágios do ciclo de vida (ECV) foi realizada com base no modelo de 5 estágios (Dickinson, 2011), amplamente utilizada em estudos recentes na área de contabilidade e mercado de capitais (Ames et al., 2020; Gonçalves et al., 2019; Habib et al., 2018; Hasan et al., 2015; Hasan & Habib, 2017; Novaes & Almeida, 2020; Novaes et al., 2016; Shahzad et al., 2019). Esse modelo considera a combinação dos fluxos de caixa advindos da atividade operacional, investimento e de financiamento para classificar as empresas entre Introdução, Crescimento, Maturidade, *Shake-out* e Declínio.

3.3. Modelos Econométricos

Para responder às hipóteses levantadas, utilizam-se alguns modelos de regressão linear, preferencialmente com efeito fixo por setor e por ano. O primeiro modelo estimado (Equação 3) testa a hipótese de que os fundamentos da firma estão relacionados com o resultado contábil e com os retornos de mercado:

$$\begin{aligned} Ret_{it}^z = & \beta_0 + \beta_1 cML_{it} + \beta_2 cGiro_{it} + \beta_3 cPME_{it} + \beta_4 cPMRV_{it} + \beta_5 cPMPF_{it} \\ & + \beta_6 cCDG_{it} + \beta_7 Tam_{it} + \beta_8 Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=9}^{21} Setor_i \\ & + \beta_k \sum_{k=22}^{31} ano_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

A variável Ret_{it}^z acima representa tanto o retorno de mercado (*RET*) quanto as possibilidades fundamentalistas (*ROI, ROA, ROIC, RNOA e ROE*) expostas no quadro 1. Na



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

hipótese H1b, o mesmo modelo é estimado, acrescido dos controles de quartis extremos de *book-to-market*, sendo o q1 as “*growth*” e q4 as “*value stocks*”.

Para verificar se as folgas de recursos apresentam níveis diferentes entre os estágios do ciclo de vida (H2), estima-se a Equação 4:

$$\begin{aligned} \text{Folga}_{it}^s = & \beta_0 + \beta_l \sum_{l=1}^4 ECV_i + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=7}^{19} \text{Setor}_i \\ & + \beta_k \sum_{k=20}^{29} ano_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

Folga_{it}^s representa as 6 variáveis utilizadas como proxies de folgas operacionais e financeira. Elas serão utilizadas como variável dependente de forma alternada. Na variável explicativa de interesse, por *default*, o software omite o primeiro grupo, atribuindo assim ao estágio de introdução a função de *dummy* de referência. Por consequência, todos os coeficientes são interpretados em comparação a ele, que estará refletido na constante.

Na hipótese 2b, a variável *Book-to-Market* assume o lugar das Folgas na Equação 5:

$$\begin{aligned} \text{BM}_{it} = & \beta_0 + \beta_l \sum_{l=1}^4 ECV_i + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=7}^{19} \text{Setor}_i \\ & + \beta_k \sum_{k=20}^{29} ano_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

O *book-to-market* (BM) foi calculado de duas maneiras: a primeira utiliza a informação de mercado em dezembro, e a segunda utiliza a informação no último dia útil de abril do ano subsequente. A Equação 6 testa a hipótese H3 de que os investidores institucionais são mais cooptados por empresas com maiores níveis de eficiência na utilização dos recursos em relação às empresas pares:

$$\begin{aligned} \text{Var } ii_{it} = & \beta_0 + \beta_1 cML_{it} + \beta_2 cGiro_{it} + \beta_3 cPME_{it} + \beta_4 cPMRV_{it} + \beta_5 cPMPF_{it} \\ & + \beta_6 cCDG_{it} + \beta_7 Tam_{it} + \beta_8 Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=9}^{21} \text{Setor}_i \\ & + \beta_k \sum_{k=22}^{31} ano_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

A equação 7 é estimada para testar a hipótese 4 de que os investidores institucionais respondem de forma mais proeminente a aumentos na eficiência de empresas maduras do que em outros estágios. Por isso, acrescentam-se as *dummies* de estágios do ciclo de vida (ECV), bem como suas interações com as folgas operacionais e financeiras.

$$\begin{aligned} \text{Var } ii_{it} = & \beta_0 + \beta_l \sum_{l=1}^4 ECV_i + \sum_{i=5}^{10} \beta_s \text{Folgas} \\ & + \sum_{i=11}^{40} \beta_t (ECV * \text{Folgas})_i + \beta_{41} Tam_{it} + \beta_{42} Endiv_{it} \\ & + \beta_j \sum_{j=43}^{55} \text{Setor}_i + \beta_k \sum_{k=56}^{65} ano_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

Alternativamente, a hipótese 4 também é testada estimando a equação 6 apenas para as empresas do estágio de maturidade. A hipótese 5 de que os sinais emitidos pelas variações nos fundamentos econômicos da empresa não são completamente compreendidos pelos investidores institucionais é testada pela análise conjunta dos modelos 6 (ajustado) e 7.

4. Análise dos Resultados

4.1. Estatísticas Descritiva



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

As variáveis fundamentalistas variam em números de observações por demandar informações específicas que eventualmente não se encontraram disponíveis. Optou-se por manter uma base desbalanceada no tempo e nas variáveis. Foram excluídas as empresas do setor financeiro, bem como aquelas que apresentaram PL negativo em cada ano. Por fim, restaram 339 empresas. A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis métricas:

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas

Variáveis	N	Min	p25	Média	p50	p75	Máx.	DP
RET	1590	-28.081	-5.988	18.837	12.695	34.515	158.829	34.836
ROI	1531	-0.193	0.004	0.056	0.040	0.083	0.873	0.127
ROA	2364	-0.259	0.002	0.074	0.047	0.106	1.261	0.181
ROIC	991	-0.008	0.031	0.099	0.066	0.119	1.225	0.144
RNOA	991	-0.007	0.028	0.080	0.057	0.096	0.982	0.113
ROE	2365	-308.559	0.573	1.733	8.689	17.271	94.026	46.747
cGiro	2364	-0.822	-0.233	0.066	0.000	0.267	2.350	0.450
cML	1532	-1.747	-0.050	-0.022	0.000	0.060	0.566	0.265
cPME	2365	-155.397	-22.576	46.705	0.000	42.982	1186.547	177.988
cPMPF	2364	-162.633	-16.788	35.701	0.000	26.226	1445.048	179.943
cPMRV	2364	-348.888	-22.509	37.884	0.000	24.637	1253.654	174.892
cCDG	2365	-0.550	-0.096	0.010	0.000	0.111	0.669	0.173
Tamanho	2365	15.888	20.673	21.798	21.866	22.932	27.554	1.742
Endividamento	2184	-11.239	-2.377	-1.964	-1.630	-1.205	-0.401	1.198

Notas: A variável **RET** é o retorno acumulado do preço de mercado da ação nos últimos 24 meses; **ROI** é o retorno sobre o investimento; **ROA** é o retorno sobre os ativos do ano anterior; **ROIC** é o retorno sobre o capital investido; **RNOA** é o retorno operacional sobre o total de ativos do ano anterior; **cGiro** é a folga de Giro dos Ativos; **cML** é a folga de margem líquida; **cPME** é a folga de Prazo Médios de Estocagem; **cPMRV** é a folga de Prazo Médio de Recebimento das Vendas; **cPMPF** é a folga de Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores; **cCDG** é a folga de Capital de Giro; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total; **Endividamento** é o nível de endividamento da empresa.

As variáveis de retorno, margem, giro, bem como as de prazos foram winsorizadas a 1% em cada cauda. As variáveis de controle Tamanho (em termos de ativo total), e Endividamento (empréstimos e financiamentos sobre o somatório de passivo e patrimônio líquido) foram tratadas na base logarítmica, o que minimizou uma discrepância entre os setores. Nota-se que, mesmo após a winsorização, algumas variáveis mantiveram dispersão considerável. Em análise adicional, observou-se que as variáveis de prazos médios se mantiveram com dispersão alta mesmo dentro dos respectivos setores. Optou-se por não excluir ou modificar mais os outliers para não modificar severamente a características dos dados. Entende-se que quando se objetiva explicar variações por características da firma, forçar uma distribuição poderia tirar a oportunidade dessa eventual diferença ser explicada.

A Tabela 2 apresenta a distribuição da participação dos fundos de investimentos nas empresas a serem investigadas:

Tabela 2 - Participação dos Fundos de Investimento

Investidor	IHFA		Total
	0	1	
Institucional (II)			
0	958 100.00%	0 0.00%	958 100.00%
1	634 45.06%	773 54.94%	1,407 100.00%
Total	1,592 67.32%	773 32.68%	2,365 100%



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Cerca de 33% da amostra contou com a participação de ao menos um fundo de investimento no período. Como o grupo de IHFA está contido em II, não há posição de IHFA quando não há de II, mas o contrário é possível e ocorreu em 45% dos casos em que um fundo de investimento deteve participação na empresa. Em outras palavras, os fundos que fazem parte do índice ANBIMA se posicionaram de forma distinta em relação aos demais fundos em mais da metade dos casos. Isso reforça a necessidade de observar o comportamento distintos desses investidores mais sofisticados.

4.2. Análise de Correlação

A análise da matriz de correlações busca identificar eventuais problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, muito embora a análise efetiva se dá pela verificação do fator de inflação da variância (VIF) após as estimações. Em todo caso, a Tabela 3 apresenta a matriz de correlações de Pearson.

Para otimizar o espaço, apresenta-se apenas a variável ROI, mas as variáveis de retorno apresentam um comportamento bastante correlacionado entre elas (acima de 0.9). Apenas a variável ROE que destoa, apresentando correlação positiva e significativa com as demais, porém abaixo de 0.5. Isso pode ser explicado pela característica natural da variável, que captura o efeito da alavancagem financeira, enquanto as outras estão mais concentradas nos recursos sob o aspecto operacional.

Tabela 3 - Matriz de correlações de Pearson

	RET	ROI	cGiro	cML	cPME	cPMPF	cPMRV	cCDG	Endividamento
ROI	0.161***	1							
cGiro	0.0911***	0.0818***	1						
cMg. Lucro	0.152***	0.458***	0.0877***	1					
cPME	-0.0582**	-0.132***	-0.312***	-0.355***	1				
cPMPF	0.000199	-0.0707***	-0.189***	-0.311***	0.0848***	1			
cPMRV	-0.0702***	-0.0447*	-0.284***	-0.237***	0.441***	0.367***	1		
cCDG	0.0591**	0.188***	0.0617***	0.224***	0.161***	-0.137***	0.122***	1	
Endividamento	-0.0761***	-0.0787***	-0.0882***	-0.0138	-0.0342	-0.0441**	-0.0602***	-0.0972***	1
Tamanho	-0.0142	0.0933***	-0.132***	0.0966***	-0.0321	-0.0272	-0.0704***	-0.0873***	0.360***

Notas: A variável **RET** é o retorno acumulado do preço de mercado da ação nos últimos 24 meses; **ROI** é o retorno sobre o investimento; **cGiro** é a folga de Giro dos Ativos; **cML** é a folga de margem líquida; **cPME** é a folga de Prazo Médios de Estocagem; **cPMRV** é a folga de Prazo Médio de Recebimento das Vendas; **cPMPF** é a folga de Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores; **cCDG** é a folga de Capital de Giro; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total; **Endividamento** é o nível de endividamento da empresa.

Além disso, a matriz também permite identificar que, exceto para o prazo médio de pagamento, todas as variáveis explicativas são significativamente correlacionadas com o retorno de mercado. Adicionalmente, também se observa que folgas de margem, giro do ativo e capital de giro são positivamente correlacionadas com o retorno sobre os investimentos, enquanto folgas em prazos de estocagem, recebimento das vendas e pagamento dos fornecedores se mostram negativamente correlacionadas o retorno. Numa análise preliminar, mais folga na política de pagamento representa mais folga de caixa.

Contudo, para estar negativamente correlacionado com o retorno sobre os investimentos, ou se trata do *trade-off* entre liquidez e rentabilidade ou então a distância da mediana do setor pode representar um desequilíbrio da operação. Não obstante, essa análise preliminar deve ser confirmada em testes mais robustos, que consideram a inclusão e controle de outras variáveis.

4.3. Resultados dos Modelos Econométricos

Em função do número de hipóteses e, conseqüentemente, do número de modelos, optou-se por apresentar apenas os coeficientes, que foram estimados com erros-padrão robustos para correção de eventual heterocedasticidade. Quando significativos, estes estão acompanhados de asteriscos de acordo com o nível de significância: * para 10%; ** para 5% e *** para 1%. Para cada modelo, apresentam-se as estatísticas de pós-estimação VIF, para análise da multicolinearidade, bem como o teste de Ramsey, que assume a hipótese de que o modelo está corretamente especificado (não há variáveis omitidas).



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

A Tabela 4 apresenta os resultados das estimações para testar a hipótese 1a de que as folgas operacionais e financeiras estão significativamente relacionadas com o retorno contábil e com o retorno de mercado.

Tabela 4 - Coeficientes estimados para o efeito das folgas sobre as variáveis de retorno contábil e de mercado

$$Ret_{it}^z = \beta_0 + \beta_1 cML_{it} + \beta_2 cGiro_{it} + \beta_3 cPME_{it} + \beta_4 cPMRV_{it} + \beta_5 cPMPF_{it} + \beta_6 cCDG_{it} + \beta_7 Tam_{it} + \beta_8 Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=9}^{21} Setor_i + \beta_k \sum_{k=22}^{31} ano_i + \varepsilon_{it}$$

Variáveis	ROI	ROIC	ROA	ROE	RNOA	RET
cGiro	0.218***	0.480***	0.246***	90.64***	0.395***	35.59***
cML	0.0166*	0.0455***	0.0226*	6.888**	0.0456***	9.527***
cPME	1.83e-05	-7.38e-05***	1.92e-05	0.0109	-3.94e-05**	0.00543
cPMPF	8.95e-05***	7.73e-05	0.000117***	0.0230*	6.95e-05	0.0166**
cPMRV	2.33e-05	-4.69e-05	3.36e-05	-0.00671	-1.82e-05	-0.0191**
cCDG	0.0490**	0.0864***	0.0568**	30.26***	0.0348	6.297
Tamanho	0.00923***	0.00922*	0.0132***	2.478***	0.00753*	-0.695
Endividamento	-0.0112***	-0.0138***	-0.0123***	0.335	-0.00998***	-1.173
Constante	-0.0982	-0.147	-0.152*	-46.44**	-0.117	11.04
Num. Observações	1,442	929	1,442	1,442	929	1,086
R ²	27.20%	20.70%	21.30%	34.40%	20.50%	28.00%
R ² Ajustado	25.90%	18.50%	19.80%	33.20%	18.30%	26.20%
Controle Setor/Ano	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim
F-stat	14.27***	11.66***	12.25***	6.867***	10.29***	14.04***
VIF (mean)	1.69	1.6	1.69	1.69	1.6	1.73
Ramsey Test	46.72***	3.43**	37.67***	44.29***	2.57*	10.15***

Notas: A variável **RET** é o retorno acumulado do preço de mercado da ação nos últimos 24 meses; **ROI** é o retorno sobre o investimento; **ROA** é o retorno sobre os ativos do ano anterior; **ROIC** é o retorno sobre o capital investido; **RNOA** é o retorno operacional sobre o total de ativos do ano anterior; **cGiro** é a folga de Giro dos Ativos; **cML** é a folga de margem líquida; **cPME** é a folga de Prazo Médios de Estocagem; **cPMRV** é a folga de Prazo Médio de Recebimento das Vendas; **cPMPF** é a folga de Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores; **cCDG** é a folga de Capital de Giro; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total; **Endividamento** é o nível de endividamento da empresa; e * para 10%; ** para 5% e *** para 1% de nível de significância.

Inicialmente, observa-se que os modelos são todos significativos e que apresentam um poder de explicação em torno de 20% para as medidas de retornos contábeis e de 26% para o retorno de mercado. Não obstante, ressalta-se que todos eles rejeitaram a hipótese nula de especificação correta, o que indica variáveis omitidas. Contudo, não se busca esgotar a explicação do comportamento das variáveis dependentes, mas sim observar o efeito das variáveis de interesse sobre as medidas de retorno. Observa-se, nesse sentido, que todas as medidas são significativamente relacionadas com as folgas de margem e de giro, conforme a expectativa. Assim, os resultados sugerem que quanto mais afastada (positivamente) da mediana do respectivo setor de atuação, maiores são os retornos de mercado.

ROIC e RNOA representam medidas mais operacionais, comparativamente, e se mostraram sensíveis às folgas de Prazos Médios de Estocagem (-7.38e-05*** e -3.94e-05**, respectivamente). Desta forma, quanto mais afastada da mediana do setor, menor é o retorno operacional dessa empresa. A folga no prazo de estocagem, mantidas as demais constante, em média, representa um aumento do ciclo operacional da firma em relação às empresas pares. Consequentemente, isso reduz o ciclo financeiro da firma e, por fim, resulta em redução no resultado operacional. Como o retorno de mercado incorpora mais informações do que só o aspecto operacional, a variável não foi significativa para explicar seu comportamento.

Contudo, as políticas de pagamento e de recebimento exercem efeito positivo e negativo, respectivamente, sobre o retorno de mercado. Isso sugere que, em média, o caráter



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

financeiro da relação com clientes e fornecedores parece ter mais efeito do que o operacional. Talvez por capturar parte desse efeito, a folga de capital de giro não foi significativa. Convém salientar que a análise do VIF rejeita a presença de multicolinearidade dos regressores. Em análise não tabulada, estimou-se o modelo sem as variáveis de cPMRV e cPMPF, mas, mesmo assim, o cCDG não foi significativo.

A hipótese 1b supõe que o efeito das folgas será diferente entre as empresas de baixo e alto *book-to-market*. A Tabela 5 apresenta os resultados dessas estimações. Para otimizar o espaço, optou-se por apresentar apenas duas métricas de retorno contábil: ROIC e ROA.

Tabela 5 - Coeficientes estimados para o efeito das folgas sobre as variáveis de retorno contábil e de mercado controlando as empresas do primeiro quartil do índice *book-to-market* ("growth") e do último ("value")

$$Ret_{it}^z = \beta_0 + \beta_1 cML_{it} + \beta_2 cGiro_{it} + \beta_3 cPME_{it} + \beta_4 cPMRV_{it} + \beta_5 cPMPF_{it} + \beta_6 cCDG_{it} + \beta_7 Tam_{it} + \beta_8 Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=9}^{21} Setor_i + \beta_k \sum_{k=22}^{31} ano_i + \varepsilon_{it}$$

Variáveis	"Growth Firms"			"Value Firms"		
	ROIC	ROA	RET	ROIC	ROA	RET
cML	0.726***	0.306***	27.10**	0.517***	0.224***	20.27***
cGiro	0.0284*	0.00331	17.96*	0.106	0.00267	4.448
cPME	-0.000179***	0.000139	0.00639	-6.89e-05	1.30e-05	-0.0132*
cPMPF	3.41e-05	0.000115	0.0268*	0.000393	0.000212*	0.0343
cPMRV	5.68e-05	0.000163	-0.136**	0.000158	0.000107	0.00304
cCDG	0.0511	0.0253	17.70	0.0693	0.0646	17.86
Tamanho	-0.00273	0.0146*	-2.438	0.0124	0.00303	0.172
Endividamento	-0.0181***	-0.0304***	-2.353	-0.0127	-0.00738	-0.475
Constante	0.108	-0.204	49.86	-0.183	0.01000	-12.30
Num. Observações	240	328	273	177	350	226
R ²	33.40%	24.80%	29.90%	32.10%	39.80%	43.10%
R ² Ajustado	26.00%	18.60%	22.80%	21.40%	34.90%	36.00%
Controle Setor/Ano	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim
F-stat	6.360***	4.795***	3.575***	4.342***	6.126***	6.756***
VIF (mean)	1.96	1.87	1.99	2.21	3.02	3.00
Ramsey Test	7.25***	9.79***	12.70***	10.47***	50.17***	0.98

Notas: A variável **RET** é o retorno acumulado do preço de mercado da ação nos últimos 24 meses; **ROI** é o retorno sobre o investimento; **ROA** é o retorno sobre os ativos do ano anterior; **ROIC** é o retorno sobre o capital investido; **RNOA** é o retorno operacional sobre o total de ativos do ano anterior; **cGiro** é a folga de Giro dos Ativos; **cML** é a folga de margem líquida; **cPME** é a folga de Prazo Médios de Estocagem; **cPMRV** é a folga de Prazo Médio de Recebimento das Vendas; **cPMPF** é a folga de Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores; **cCDG** é a folga de Capital de Giro; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total; **Endividamento** é o nível de endividamento da empresa; "Growth Firms" são as empresas no 1º quartil de *book-to-market*; e as "Value Firms" são as empresas do 4º quartil; e * para 10%; ** para 5% e *** para 1% de nível de significância.

Indiscutivelmente, a folga de margem de lucro em relação às empresas pares sinaliza eficiência na utilização de recursos e se traduz em relação positiva e significativa com o retorno contábil e com o retorno de mercado. Esse comportamento é semelhante para as empresas de baixo e alto índice BM. A folga de giro (*cGiro*) em relação ao setor, porém, parece afetar diferentemente os tipos de empresa. Nas empresas de baixo BM, enquanto há uma relação negativa e significativa entre a folga de estocagem (*cPME*), o efeito negativo sobre o retorno só é sentido nas empresas de alto índice de BM. Isso seria coerente com a ideia de que maiores índices de BM representam preços mais próximos dos fundamentos. Contudo, a relação entre a referida folga e os resultados contábeis não foi significativo para as empresas desse grupo.

Nas empresas "growth", o retorno de mercado é significativamente afetado pelos prazos de pagamento dos fornecedores (*cPMPF*) e de recebimento das vendas (*cPMRV*). Nessas empresas, convém ressaltar que as estimações utilizando o ROI foram qualitativamente semelhantes ao ROA, até porque a única diferença entre elas é que o ROA utiliza o ativo total



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

com uma defasagem. Contudo, isso não parece impactar o efeito provocado pelas folgas contemporâneas em relação ao setor. O ROE como dependente (disponível caso solicitado), por sua vez, se mostrou positivamente relacionado com a folga de prazo médio de estocagem.

Nas “*value firms*”, folga em margem (*cML*) continua influenciando (positivamente) o retorno de mercado. Adicionalmente, diferente do grupo das *growth*, a folga no prazo médio de estocagem (*cPME*) foi significativo, mas com um sinal negativo. Isso sugere que um tempo de estocagem superior às pares sinaliza perda de eficiência, e por isso os investidores penalizam reduzindo o preço das ações. No caso dos fundamentos, apenas o coeficiente de folga em prazo de pagamento (*cPMPF*) foi significativo para o ROA a 10%. Ou seja, pra essas empresas, a relação entre as folgas e o retorno é mais sensível à métrica, portanto, menos robusto.

A Tabela 6 apresenta os resultados das estimações para verificar a hipótese 2 de que as folgas de recursos são significativamente diferentes entre os estágios do ciclo de vida

Tabela 6 - Coeficientes estimados para o efeito dos estágios do ciclo de vida sobre as folgas operacionais e financeiras

$$Folga_{it}^s = \beta_0 + \beta_l \sum_{l=1}^4 ECV_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=7}^{19} Setor_{it} + \beta_k \sum_{k=20}^{29} ano_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variáveis	(1) <i>cML</i>	(2) <i>cGiro</i>	(3) <i>cPME</i>	(4) <i>cPMPF</i>	(5) <i>cPMRV</i>	(6) <i>cCDG</i>
Crescimento	0.0916***	0.0552*	-31.33**	-13.55	-57.65***	0.0135
Maturidade	0.0994***	0.140***	-35.58**	-34.63***	-54.43***	0.000611
Shake-out	0.0400	-0.0323	24.33	3.649	23.88	0.0202
Declínio	-0.130*	-0.138**	82.53***	50.02	93.20***	-0.0453*
Tamanho	0.0209***	-0.0516***	2.693	4.140*	5.066**	-0.00481
Endividamento	-0.0170**	-0.0102	0.364	-9.349	-6.953	-0.0138***
Constante	-0.516***	1.059***	-20.77	-49.28	-40.12	0.0960
Num. Observações	1,443	2,183	2,184	2,183	2,183	2,184
R ²	8.70%	10.70%	12.20%	3.90%	10.00%	2.80%
R ² Ajustado	7.11%	9.50%	11.10%	2.65%	8.80%	1.58%
Controle Set/Ano	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim
F-Stat	4.273***	6.725***	7.987***	2.464***	5.924***	1.838***
VIF (mean)	1.83	1.62	1.62	1.62	1.62	1.62
Ramsey Test	13.32***	9.56***	39.59***	51.32***	27.83***	2.50*

Notas: A variável **RET** é o retorno acumulado do preço de mercado da ação nos últimos 24 meses; **ROI** é o retorno sobre o investimento; **ROA** é o retorno sobre os ativos do ano anterior; **ROIC** é o retorno sobre o capital investido; **RNOA** é o retorno operacional sobre o total de ativos do ano anterior; **cGiro** é a folga de Giro dos Ativos; **cML** é a folga de margem líquida; **cPME** é a folga de Prazo Médios de Estocagem; **cPMRV** é a folga de Prazo Médio de Recebimento das Vendas; **cPMPF** é a folga de Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores; **cCDG** é a folga de Capital de Giro; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total; **Endividamento** é o nível de endividamento da empresa; e * para 10%; ** para 5% e *** para 1% de nível de significância.

Todos os coeficientes são interpretados em função da *dummy* de introdução. Observa-se que os estágios de crescimento, maturidade e declínio são significativamente diferentes do estágio de introdução. Enquanto os estágios de crescimento e maturidade apresentam as folgas de margem e de giro significativamente maiores do que introdução, as folgas nos prazos de estocagem e de recebimento são menores do que a referência. No quesito folga de prazo de pagamento (*cPMPF*), apenas o coeficiente de maturidade foi significativa e com sinal negativo.

Notadamente, em todas as folgas operacionais, a variável maturidade foi significativamente diferente da introdução. Isso sugere que as empresas nesse estágio apresentam as condições mais favorecem no sentido da eficiência. Por outro lado, no aspecto genuinamente financeiro, observada pela folga em capital de giro, apenas o estágio de declínio foi significativo, com um nível menor do que a introdução, a 10% de significância. Assim, assumindo que a precificação considera o aspecto operacional da empresa em relação às



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

empresas do mesmo setor, é de se esperar que o estágio do ciclo de vida afete as métricas de mercado.

A Tabela 7 apresenta os resultados das estimações para testar a hipótese de efeito dos estágios sobre o índice BM.

Tabela 7 - Coeficientes estimados para efeito dos estágios sobre o índice *book-to-market*, com controle de quartis
$$BM_{it} = \beta_0 + \beta_1 \sum_{i=1}^4 ECV_i + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=7}^{19} Setor_i + \beta_k \sum_{k=20}^{29} ano_i + \varepsilon_{it}$$

Variáveis	Market Value em Dezembro			Market Value em Abril		
	lnBM	lnBM	lnBM	lnBM	lnBM	lnBM
Crescimento	-0.0917	0.0873	-0.143	-0.112	0.165	-0.111
Maturidade	-0.199**	0.0297	-0.188	-0.184**	0.137	-0.160
Shake-out	0.320***	0.121	0.0185	0.311***	0.284*	0.0117
Declínio	0.433***	0.229	0.0609	0.618***	0.686***	0.179
Tamanho	-0.00613	0.0584**	0.00735	-0.0322**	0.0159	0.00349
Constante	-0.562	-2.842***	0.672	-0.0315	-2.055***	0.621
Num. Obs.	2,128	532	532	2,158	521	510
R ²	15.0%	4.6%	8.8%	13.7%	4.6%	13.7%
R ² Ajustado	13.9%	1.8%	4.3%	12.6%	1.8%	9.2%
Tipo	Geral	<i>Growth</i>	<i>Value</i>	Geral	<i>Growth</i>	<i>Value</i>
Controle	Sim/Sim	Não/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Não/Sim	Sim/Sim
F-stat	13.97***	0.867	4.911***	16.23***	1.760**	6.594***
VIF (mean)	1.65	1.79	2.66	1.65	1.78	2.62
Ramsey Test	0.26	24.11***	3.06**	0.26	0.75	1.23

Notas: lnBM é o logaritmo natural do múltiplo *book-to-market*; Tamanho é o logaritmo natural do ativo total; Endividamento é o nível de endividamento da empresa; "Growth Firms" são as empresas no 1º quartil de *book-to-market*; e as "Value Firms" são as empresas do 4º quartil; e * para 10%; ** para 5% e *** para 1% de nível de significância.

Os resultados sugerem diferenças significativas para o múltiplo *book-to-market* entre os estágios, tanto para o valor de mercado em dezembro quanto no fim de abril do ano subsequente). Maturidade apresenta um coeficiente significativamente menor do que a introdução, enquanto shake-out e declínio apresentam sinais positivos. Em outras palavras, essa configuração pode sugerir que empresas maduras, por serem mais eficientes, com geração de caixa operacional, podem ampliar o leque de oportunidades de novos projetos e/ou busca por mais rentabilidade.

Contudo, quando se observam as empresas dos 1º e 4º quartis, as diferenças não se mantêm. Quando se observa o valor de mercado em abril, as empresas nos estágios de *shake-out* e de declínio apresentam índices significativamente maiores do que nas empresas em introdução. Nas empresas do primeiro quartil de BM ("growth"), o modelo sequer foi significativo. Na estimação alternativa (valor de mercado em Abril), o modelo é significativo, mas apenas quando estimado sem o controle de setor. Isso, porém, prejudica a robustez dos resultados. De maneira geral, mostra-se que, nos extremos, a capacidade informacional dos agrupamentos com base no estágio do ciclo de vida perde efeito.

A Tabela 8 apresenta os resultados das estimações para testar a hipótese 3 de que os investidores institucionais são mais cooptados por empresas com maiores níveis de eficiência na utilização dos recursos em relação às empresas pares:

Tabela 8 - Coeficientes estimados para o efeito das folgas sobre a variação da quantidade de investidores institucionais nas empresas

$$Var_ii_{it} = \beta_0 + \beta_1 cML_{it} + \beta_2 cGiro_{it} + \beta_3 cPME_{it} + \beta_4 cPMRV_{it} + \beta_5 cPMPF_{it} + \beta_6 cCDG_{it} + \beta_7 Tam_{it} + \beta_8 Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=9}^{21} Setor_i + \beta_k \sum_{k=22}^{31} ano_i + \varepsilon_{it}$$



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Variáveis	(1) Var_II	(2) Var_IHFA
cML	0.327**	0.460**
cGiro	-0.0519	-0.0151
cPME	-0.000148	0.000143
cPMPF	0.000466	0.000374
cPMRV	-0.000448**	-5.03e-05
cCDG	-0.181	-0.0907
Tamanho	0.0657**	-0.0201
Endividamento	-0.0191	0.0482
Constante	-1.446**	0.413
Num. Observações	819	393
R ²	13.80%	44.40%
R ² Ajustado	11.10%	41.10%
Controle Set/Ano	Sim/Sim	Sim/Sim
F-stat	6.460***	16.12***
VIF (mean)	2.05	1.79
Ramsey Test	0.60	1.09

Notas: A variável **Var_II** é a variação logarítmica do número de investidores institucionais; **Var_IHFA** é a variação considerando apenas os fundos que montaram o índice ANBIMA de *Hedge Funds* - IHFA; **cGiro** é a folga de Giro dos Ativos; **cML** é a folga de margem líquida; **cPME** é a folga de Prazo Médios de Estocagem; **cPMRV** é a folga de Prazo Médio de Recebimento das Vendas; **cPMPF** é a folga de Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores; **cCDG** é a folga de Capital de Giro; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total; **Endividamento** é o nível de endividamento da empresa; e * para 10%; ** para 5% e *** para 1% de nível de significância.

Os resultados sugerem que o único fundamento relevante para explicar a variação da quantidade de investidores institucionais é a folga de margem de lucro, mesmo no grupo dos investidores institucionais mais sofisticados. Quando a participação dos investidores assume o lugar da variação no número de investidores institucionais (em testes de robustez), os resultados também sugerem um efeito pouco robusto (significância a 10% de alfa), mas para a folga em giro (*cGiro*) e a folga financeira em capital de giro (*cCDG*) parece influenciar o tamanho da participação desses investidores.

Para a participação dos fundos do IHFA, não houve significância em nenhum indicador fundamentalista. Nesse grupo, inclusive, apesar do único coeficiente significativo ter sido o da folga da margem de lucro, o modelo apresentou um coeficiente de determinação (ajustado) relativamente alto (41,10%). Isso sugere que a significância está nos controles, especificamente no tempo. Em análise adicional (não tabulada), observou-se que, comparado com o primeiro ano da amostra, apenas o ano de 2016 não foi significativamente diferente de zero. No grupo geral de II, 2012 e 2015 não foram significativos. Todos os outros foram significativamente maior em ambos os grupos.

A Figura 1 permite visualizar o comportamento da variação ao longo do tempo.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

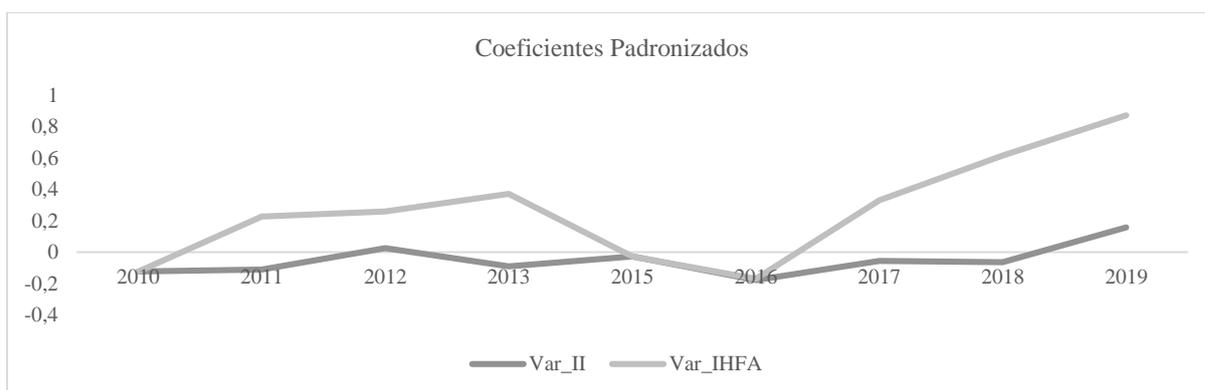


Figura 1 - Coeficientes padronizados das regressões sobre variações de investidores institucionais no tempo.

Conforme se observa na Figura 1, nos anos de 2010 e 2015 não houve variação na quantidade de investidores institucionais da IHFA. Ainda, enquanto a variação de Investidores Institucionais (II) se mantém estável no tempo, observa-se um crescimento significativo após 2016 para no grupo mais restrito (IHFA). Estimacões não tabuladas sugerem que, em média, independentemente dos fundamentos, o número de investidores institucionais da IHFA vem aumentando nos últimos 5 anos.

Não obstante, para testar a hipótese 4 de que os investidores institucionais respondem de forma mais proeminente a aumentos na eficiência de empresas maduras do que em outros estágios, apresenta-se a Tabela 9. Novamente, para otimizar o espaço, apresentam-se apenas as variáveis que apresentaram significância estatística para ao menos um dos modelos estimados: Tabela 9 - Coeficientes estimados para o efeito das folgas em cada estágio do ciclo de vida da firma sobre a variação na quantidade de investidores institucionais com participação na firma.

$$Var_{it} = \beta_0 + \beta_1 \sum_{i=1}^4 ECV_i + \sum_{i=5}^{10} \beta_s Folgas + \sum_{i=11}^{40} \beta_t (ECV * Folgas)_i + \beta_{41} Tam_{it} + \beta_{42} Endiv_{it} + \beta_j \sum_{j=43}^{55} Setor_i + \beta_k \sum_{k=56}^{65} ano_i + \varepsilon_{it}$$

Variáveis	(1)	(2)
	Var_II	Var_IHFA
Declínio	0.0935	1.194***
cML	0.579*	1.223
Declínio	-1.393***	-2.363***
cGiro	0.00992	1.608**
Crescimento	-0.0152	-1.701**
Maturidade	-0.0388	-1.617**
Shake-out	-0.135	-2.154***
Declínio	-0.191	1.967*
cPME	-0.000364	0.000546
cPMPF	0.00472**	0.000598
Crescimento	-0.00401*	-9.21e-05
Maturidade	-0.00462**	0.000611
Shake-out	-0.00391*	-0.00164
Declínio	-0.00732***	0.00188
cPMRV	-0.000271	0.00121**
Crescimento	-0.000968	-0.00199***
Maturidade	-0.000105	-0.000985*
Shake-out	0.000368	-0.00226***
Declínio	-0.00151	-0.00238**
cCDG	1.675	-0.408
Maturidade	-2.111*	0.582



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

<i>Shake-out</i>	-2.545**	-1.044
Tamanho	0.0616**	-0.0293
Endividamento	-0.0183	0.0648
Constante	-1.405*	0.725
Num. Observações	819	393
R ²	16.70%	49.60%
R ² Ajustado	10.90%	42.20%
Controle Set/Ano	Sim/Sim	Sim/Sim
F-stat	6.499***	76.26***
Ramsey Test	0.87	1.04

Notas: A variável **Var_II** é a variação logarítmica do número de investidores institucionais; **Var_IHFA** é a variação considerando apenas os fundos que montaram o índice ANBIMA de *Hedge Funds* - IHFA; **cGiro** é a folga de Giro dos Ativos; **cML** é a folga de margem líquida; **cPME** é a folga de Prazo Médios de Estocagem; **cPMRV** é a folga de Prazo Médio de Recebimento das Vendas; **cPMPF** é a folga de Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores; **cCDG** é a folga de Capital de Giro; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total; **Endividamento** é o nível de endividamento da empresa; e * para 10%; ** para 5% e *** para 1% de nível de significância.

Enquanto a estimação da Tabela 8 sugeria que ambos os grupos de investidores eram sensíveis à folga de margem de lucro, essa estimação é pormenorizada entre os estágios. Sob esse prisma, os resultados da Tabela 9 sugerem posturas diferentes entre os tipos de investidores institucionais. Nos indicadores da análise DuPont, observa-se que, enquanto os “IIs” respondem positivamente a aumentos nas folgas de margem de lucro, os “IHFAs” não são afetados significativamente por esse índice. No entanto, para ambos os grupos, a variação da quantidade de investidores é significativamente menor quando as folgas de margem são de empresas classificadas no estágio de declínio. Isso sugere que, apesar de, isoladamente, ser um indicador positivo (para os IHFAs), a estrutura econômico-financeira das empresas em declínio é levada em consideração por ambos os tipos de investidores, visto que a combinação desses fatores desestimula a manutenção de suas posições.

No entanto, enquanto os IIs não são afetados pelos estágios do ciclo de vida da firma, os IHFAs parecem ser mais cooptados justamente por empresas em declínio. Ademais, para essas empresas, as folgas de giro estão positivamente relacionados com a variação desses investidores. Isso explica um pouco da aparente estratégia dos IHFAs de focar em empresas com mais folgas em giro em relação às pares.

Com base nos resultados, é possível conjecturar que os IHFAs sejam atraídos por essas empresas, por enxergar oportunidades de atuar na gestão para enxugar custos. Isto é, o ativismo desse tipo de investidor pode surtir mais efeito. Ademais, o efeito das folgas em prazos médios de recebimento de vendas é também significativamente diferente entre os estágios. Porém, exceto para o estágio de introdução, a referida folga em todos os outros estágios parece repulsar os investidores.

Contrário à lógica econômica, a variação da quantidade de IIs está negativamente relacionada com as folgas de prazo médio de pagamento das empresas em crescimento, maturidade, shake-out e declínio. A leitura do indicador vai no sentido de que aumentos no prazo de pagamento reduz a demanda por recursos próprios. Em outras palavras, faz com os fornecedores financiem mais o ciclo operacional da firma.

Em testes adicionais (disponível caso solicitado), utilizando o tamanho da participação desses investidores, os resultados não apontam diferenças significativas entre os estágios, mas sugerem que a participação dos fundos do IHFA está positivamente relacionada com a folga no prazo de pagamento. Contudo, essa relação é negativa apenas para as empresas maduras e em shake-out. No caso do prazo de estocagem, a relação é negativa, mas quando interagida com as *dummies* de crescimento e shake-out, a relação é positiva.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

Para ampliar a visualização dos efeitos das folgas, observando os extremos de BM para a testar a hipótese 5 de que os sinais emitidos pelas variações nos fundamentos econômicos da empresa não são completamente compreendidos pelos investidores institucionais, apresenta-se a Tabela 10:

Tabela 10 - Coeficientes estimados para o efeito das folgas sobre a variação na quantidade de investidores institucionais com participação na firma apenas nas empresas em estágios específicos e nos quartis de BM.

Variáveis	Maturidade		Crescimento	
	Var_II (BM_q1)	Var_IHFA (BM_q1)	Var_II (BM_q1)	Var_IHFA (BM_q1)
cML	-1.171	2.029**	5.088***	0.516
cGiro	0.223	0.542	0.332	0.112
cPME	-0.00282	-0.00232***	-0.00104	0.000495
cPMPF	0.00236	-0.00255	0.000341	-0.000143
cPMRV	-0.000308	-0.000279	-0.00163	-0.000176
cCDG	0.404	1.844**	0.490	-0.146
Tamanho	0.119	0.0317	-0.0389	-0.155
Endividamento	-0.0579	-0.105	0.245	0.244
Constante	-3.207*	-0.640	1.414	3.837
Num. Observações	117	50	71	42
R ²	36%	65%	57%	56%
R ² Ajustado	21%	39%	36%	33%
Controle Set/Ano	Sim/Sim	Sim/Sim	Sim/Sim	Nao/Sim
F-stat	6.024***	6.363***	8.372***	9.213***
VIF (mean)	2.42	5.04	3.53	3.27
Ramsey Test	5.23***	0.09	0.79	0.64

Notas: A variável **Var_II** é a variação logarítmica do número de investidores institucionais; **Var_IHFA** é a variação considerando apenas os fundos que montaram o índice ANBIMA de *Hedge Funds* - IHFA; **cGiro** é a folga de Giro dos Ativos; **cML** é a folga de margem líquida; **cPME** é a folga de Prazo Médios de Estocagem; **cPMRV** é a folga de Prazo Médio de Recebimento das Vendas; **cPMPF** é a folga de Prazo Médio de Pagamento aos Fornecedores; **cCDG** é a folga de Capital de Giro; **Tamanho** é o logaritmo natural do ativo total; **Endividamento** é o nível de endividamento da empresa; e * para 10%; ** para 5% e *** para 1% de nível de significância.

Os resultados reforçam o comportamento distinto entre os tipos de investidores institucionais, mas que a responsividade aos sinais emitidos pelos fundamentos é diferente quando se analisam o estágio em que a empresa se encontra e o múltiplo BM, comparativo às pares. Nesse recorte, os investidores mais sofisticados (IHFA) parecem ser mais sensíveis ao sinais fundamentalistas do que em outros cenários. Nota-se que apenas para essas empresas, o aumento no nível de capital de giro em relação ao setor (cCDG) atrai investidores do IHFA. Também de forma exclusiva para este recorte, o aumento das folgas de estocagem desincentivam a manutenção das posições desse grupo de investidores. Esse efeito negativo pode ser reflexo de uma interpretação como perda de eficiência por parte dos investidores.

Observa-se que, para os IHFA, não houve significância para as variáveis na estimação com as empresas classificadas como em crescimento. Porém, talvez pelo número reduzido de observações, essa estimação só foi possível quando se retirou o controle de setor. Assim, a interpretação fica limitada. Os resultados sugerem ainda que os IIs também monitoram as empresas maduras de forma diferente, focando apenas na análise das folgas em margem.

Para as empresas maduras, o teste foi feito nos outros quartis de BM. Para os IIs, não houve significância em nenhum deles. Análise adicionais (não tabuladas) com a participação dos IIs no lugar da variação da quantidade também não encontraram resultados significativos. Já para os IHFAs, o 3^o quartil foi o único em que as folgas apresentaram significância. Nessa análise, as folgas de margem (2.029**), de prazo médio de estocagem (-0.002***) e de capital



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

de giro (1.843**) foram as variáveis significativas. Talvez a quantidade de observações para cada grupo tenha prejudicado a significância dos coeficientes, porém isso também pode sugerir que as decisões de investir ou não em empresas acima da mediana (q3) de BM (com valores de mercado mais próximos menos descolados dos fundamentos) sejam mais pautadas nos indicadores fundamentalistas.

Com isso, é possível confirmar a hipótese de que os investidores não absorvem por completo os sinais emitidos pelos fundamentos da firma no estágio de maturidade quando apresentam preços muito descolados do valor patrimonial. Todavia, apresenta-se evidência de que eles consideram os fundamentos em empresas cujos preços estão menos “esticados”.

5. Conclusões

Este estudo analisou a relação entre as folgas dos recursos operacionais e financeiros e a cooptação dos investidores institucionais, sob diferentes perspectivas fundamentalistas, bem como pela perspectiva de mercado. Utilizando uma amostra de 339 empresas listadas na B3, foram levantadas as participações dos fundos de investimentos em ações, bem como os fundos que montaram o índice ANBIMA de *Hedge Fund* no período.

Com base em diversas regressões lineares estimadas, os resultados permitem validar as hipóteses H1a e H1b de que os retornos são explicados pelos fundamentos da empresa, em termos de gestão das folgas de recursos. Os achados estão em linha com a literatura (Chopra & Sodhi, 2004; George, 2005; Liu & Thomas, 2000; Mohanram, 2005; Piotroski, 2000; C. S. Tang, 2006) e sustentam a ideia de que a análise fundamentalista ajustada ao setor de atuação da empresa permite identificar empresas com maiores resultados no mercado de capitais.

Os resultados também confirmam a hipótese 2a de que as folgas de recursos diferem entre os estágios do ciclo de vida da firma, sendo que as empresas maduras apresentam níveis (padronizados) mais eficientes em termos de margem, giro e recebimento das vendas, embora tenha, em média, menos folga de prazo para pagamento. Exceto pela política de pagamento, os resultados também estão alinhados com a expectativa teórica, que sustenta estratégias diferentes de gestão em cada estágio (George, 2005; Jenkins & Kane, 2004).

Na visão de mercado (H2b), os estágios também afetam a expectativa de crescimento, mas de forma desencontrada da lógica fundamentalista. Os resultados apontaram que, em geral, as empresas maduras são aquelas que apresentam menor nível de BM, o que representa maior nível de expectativa de crescimento de preço. E no estágio de crescimento, o nível médio de BM não foi significativamente diferente do estágio de introdução (*dummy* de referência). O achado permite supor que os investidores do mercado podem negligenciar a análise fundamentalista, esperando de empresas maduras, um crescimento pouco condizente com sua estrutura teórica do estágio. Esse tipo de negligência também é apontada em estudos anteriores (Cantrell & Dickinson, 2018; Dickinson, 2011; Vorst & Yohn, 2018).

Contudo, os resultados também sugerem que, em média, as expectativas são condizentes sobre as empresas em shake-out e declínio, que apresentaram níveis maiores de BM. Para o grupo de empresas de baixo BM, o efeito do estágio é sensível ao período de análise do valor de mercado. De acordo com a expectativa, no shake-out e declínio, há menos expectativa de crescimento sob o ponto de vista de mercado também (Costa et al., 2017).

Sobre a cooptação dos investidores institucionais, os resultados capturaram as divergências nas políticas de investimento dos fundos. Nos investidores assumidos como mais sofisticados (IHFA), os resultados coincidem com os achados de Lang et al. (1997), no sentido de que a participação varia conforme o resultado fundamentalista apresentado pela empresa. Além disso, foi possível notar um comportamento semelhante ao apontado em Lakonishok et al., (1992) sobre comprar “perdedores”. No caso, o espectro de visão é diferente, mas notou-se maior variação de IHFA nas empresas em declínio, sobretudo naquelas com mais folgas de



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

giro. Uma possível explicação está em Ghaly et al. (2020) sobre identificação de oportunidades de ajustes na gestão de empresas, via redução de investimentos pouco rentáveis e foco na retomada de crescimento, também argumentado por Habib et al. (2018).

A literatura nacional é carente de investigações com esse tipo de investidores e este estudo oferece uma série de contribuições. Trata-se de uma atividade crescente no país, após 2015, como apontado nos próprios resultados. Em 2020, o número de investidores cadastrados na bolsa de valores superior os 3 milhões, representando um aumento de 387% no triênio (B3, 2020), o que demanda da literatura contábil-financeira inúmeros estudos que auxiliem não só os gestores de empresas, analistas de mercado, mas também os novos investidores, dispostos a conhecer o ambiente corporativo e sua linguagem.

Novos estudos podem ampliar a análise sobre outros investidores profissionais, incluindo participação de investidores estrangeiros (também considerados como qualificados pela CVM). Sugere-se também controlar pelo nível de concentração de propriedade, que parece reduzir o efeito dos investidores institucionais sobre a gestão e, portanto, desincentivar sua participação.

Referências

- Ames, D., Coyne, J., & Kim, K. (2020). The impact of life cycle stage on firm acquisitions. *International Journal of Accounting & Information Management*, ahead-of-print(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2019-0027>
- An, J., Bhojraj, S., & Ng, D. T. (2010). Warranted Multiples and Future Returns. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(2), 143–169. <https://doi.org/10.1177/0148558X1002500201>
- ANBIMA, A. B. das E. dos M. F. e de C. (2015). *Classificação de fundos: Visão geral e nova estrutura*. https://www.anbima.com.br/data/files/E3/62/8C/0B/242085106351AF7569A80AC2/NovaClassificacaodeFundos_PaperTecnico_1_.pdf
- Angotti, M., Bispo, O. N. de A., & Lamounier, W. M. (2016). Utilização do modelo DuPont para previsão de resultados futuros. *Revista Mineira de Contabilidade*, 4(44), 24–34.
- B3. (2020, outubro). *Histórico pessoas físicas | B3*. http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/
- Baghdadi, G. A., Bhatti, I. M., Nguyen, L. H. G., & Podolski, E. J. (2018). Skill or effort? Institutional ownership and managerial efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 91, 19–33. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.04.002>
- Bansal, S., & Thenmozhi, M. (2020). Does concentrated founder ownership affect board independence? Role of corporate life cycle and ownership identity. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101377. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101377>
- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. G. (2017). *Evolution in Value Relevance of Accounting Information* [Working Paper]. <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/evolution-value-relevance-accounting-information>
- Bernard, V., & Noel, J. (1991). Do Inventory Disclosures Predict Sales and Earnings? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 6(2), 145–181. <https://doi.org/10.1177/0148558X9100600202>
- Bhojraj, S., Lee, C. M. C., & Ng, D. T. (2003). *International Valuation Using Smart Multiples*. 47.
- Braga, R., Nossa, V., & Marques, J. A. V. da C. (2004). Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(spe), 51–64.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Brooks, C., Chen, Z., & Zeng, Y. (2018). Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 48, 187–216. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.003>
- Bushee, B. (2004). Identifying and Attracting the “right” Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 28–35. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2004.00005.x>
- Bushee, B. J. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?*. *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 207–246. <https://doi.org/10.1506/J4GU-BHWH-8HME-LE0X>
- Bushee, B. J., & Miller, G. S. (2012). Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following. *The Accounting Review*, 87(3), 867–897. <https://doi.org/10.2308/accr-10211>
- Callado, A. A. C., & Amaral, B. M. do. (2005). Fluxos de capitais internacionais de investidores institucionais para o Brasil: Um estudo sobre os fatores de atração e de repulsão. *REGE Revista de Gestão*, 12(2), 37–48. <https://doi.org/10.5700/issn.2177-8736.rege.2005.36516>
- Cantrell, B. W., & Dickinson, V. (2018). *Conditional Life Cycle: An Examination of Operating Performance for Leaders and Laggards* (SSRN Scholarly Paper ID 2691138). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=2691138>
- Chang, X., Tan, T. J., Wong, G., & Zhang, H. (2007). Effects of financial constraints on corporate policies in Australia. *Accounting & Finance*, 47(1), 85–108. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2007.00200.x>
- Chopra, S., & Sodhi, M. S. (2004). Managing risk to avoid supply-chain breakdown. *Sloan Management Review*, 46, 53–61.
- Clifford, C. P. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323–336. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.04.007>
- Costa, W. B. da, Macedo, M. A. da S., Yokoyama, K. Y., & Almeida, J. E. F. de. (2017). The Determinants of the Life Cycle Stages of Brazilian Public Companies: A Study Based on Financial Accounting Variables. *Brazilian Business Review*, 14(3), 304–320. <https://doi.org/10.15728/bbr.2017.14.3.3>
- Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Dontoh, A., Radhakrishnan, S., & Ronen, J. (2007). Is stock price a good measure for assessing value-relevance of earnings? An empirical test. *Review of Managerial Science*, 1(1), 3–45. <https://doi.org/10.1007/s11846-007-0002-x>
- Eljelly, A. M. A. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), 48–62.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Fathi, J. (2013). The Determinants of the Quality of Financial Information Disclosed by French Listed Companies. *Mediterranean Journal of Social Sciences*. <https://doi.org/10.5901/mjss.2013.v4n2p319>
- Ferraz, P. S., Sousa, E. F. de, & Novaes, P. V. G. (2018). RELAÇÃO ENTRE LIQUIDEZ E RENTABILIDADE DAS EMPRESAS LISTADAS NA BMF&BOVESPA. *ConTexto*, 17(35). <http://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/64494>



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499–533. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>
- Fich, E. M., & Nguyen, T. (2019). The value of CEOs' supply chain experience: Evidence from mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 101525. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101525>
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life- cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256–279. <https://doi.org/10.1108/17439130610705481>
- George, G. (2005). Slack Resources and the Performance of Privately Held Firms. *The Academy of Management Journal*, 48(4), 661–676. JSTOR. <https://doi.org/10.2307/20159685>
- Ghaly, M., Dang, V. A., & Stathopoulos, K. (2020). Institutional investors' horizons and corporate employment decisions. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101634. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101634>
- Goldszmidt, R. G. B. (2010). *Recessão e desempenho das firmas: Uma abordagem multinível de curva de crescimento* [Thesis]. <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8165>
- Gonçalves, F. de F., Almeida, J. E. F., Bortolon, P. M., & Pündrich, G. P. (2019, setembro 28). O Ciclo de Vida das Firms e as Características do Conselho de Administração. X Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2019. IAG | PUC-Rio. X Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2019. IAG | PUC-Rio. <http://adcont.net/index.php/adcont/adcont2019/paper/view/3562>
- Goodman, T. H., Muslu, V., & Park, H. (2020). Slack and Crash Risk. *The Journal of Applied Business Research*, 36(3). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3619533>
- Greenley, G. E., & Oktemgil, M. (1998). A Comparison of Slack Resources in High and Low Performing British Companies. *Journal of Management Studies*, 35(3), 377–398. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00098>
- Habib, A., Bhuiyan, Md. B. U., & Hasan, M. M. (2018). Firm life cycle and advisory directors. *Australian Journal of Management*, 43(4), 575–592. <https://doi.org/10.1177/0312896217731502>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Firm life cycle, corporate risk-taking and investor sentiment. *Accounting & Finance*, 57(2), 465–497. <https://doi.org/10.1111/acfi.12141>
- Hadani, M., Goranova, M., & Khan, R. (2011). Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *Journal of Business Research*, 64(12), 1352–1360. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.12.004>
- Hamers, L., Renders, A., & Vorst, P. (2016). *Firm Life Cycle and Analyst Forecast Behavior* (SSRN Scholarly Paper ID 2874845). Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=2874845>
- Hasan, M. M., & Habib, A. (2017a). Firm life cycle and idiosyncratic volatility. *International Review of Financial Analysis*, 50, 164–175. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.01.003>
- Hasan, M. M., & Habib, A. (2017b). Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(1), 20–36. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2017.01.002>
- Hasan, M. M., Hossain, M., Cheung, A. (Wai-K.), & Habib, A. (2015). Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 46–60. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.002>
- Hein, N., Pinto, J., & Beuren, I. M. (2012). Uso da teoria rough sets na análise da solvência de empresas. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 9(1), 68–81. <https://doi.org/10.4013/base.2012.91.06>



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Hendricks, K. B., Singhal, V. R., & Zhang, R. (2009). The effect of operational slack, diversification, and vertical relatedness on the stock market reaction to supply chain disruptions. *Journal of Operations Management*, 27(3), 233–246. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2008.09.001>
- Holanda, A. P., Rebouças, S. M. D. P., & Coelho, A. C. D. (2013). GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E PRESENÇA DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NAS FIRMAS BRASILEIRAS. *ConTexto*, 13(25), Article 25. <https://www.seer.ufrgs.br/ConTexto/article/view/32274>
- Jenkins, D. S., & Kane, G. D. (2004). The Impact of the Corporate Life- Cycle on the Value-Relevance of Disaggregated Earnings Components. *Review of Accounting and Finance*, 3(4), 5–20. <https://doi.org/10.1108/eb043411>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. JSTOR.
- Kleindorfer, P. R., & Saad, G. H. (2005). Managing Disruption Risks in Supply Chains. *Production and Operations Management*, 14(1), 53–68. <https://doi.org/10.1111/j.1937-5956.2005.tb00009.x>
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics*, 32(1), 23–43. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90023-Q](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90023-Q)
- Lang, M., McNichols, M., Lang, M., McNichols, M., T, M. L., McNichols, M., Marais, L., Shevlin, T., & Trueman, B. (1997). *Institutional Trading and Corporate Performance*.
- Lima, A. S. de, Carvalho, E. V. A. de, PAULO, E., & Girão, L. F. de A. P. (2013). Estágios do Ciclo de Vida: Uma Análise sobre a Qualidade das Informações Contábeis das Companhias Abertas Brasileiras. *XXXVII Encontro da Anpad. XXXVI EnANPAD 2013*, Rio de Janeiro. http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2013/03%20-%20CON/PDF%20CON%20-%20Tema%203/2013_EnANPAD_CON1689.pdf
- Liu, J., & Thomas, J. (2000). Stock Returns and Accounting Earnings. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 71–101. <https://doi.org/10.2307/2672923>
- Lou, K.-R., Lu, Y.-K., & Shiu, C.-Y. (2020). Monitoring role of institutional investors and acquisition performance: Evidence from East Asian markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 59, 101244. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101244>
- Lourenço, W. D. S., Louzada, L. C., & Novaes, P. V. G. (2018). THE MODERATING ROLE OF MARKET STRUCTURE ON THE RELATIONSHIP BETWEEN FIRM OPERATIONAL PERFORMANCE AND DEGREE OF OPERATING LEVERAGE. *Revista Universo Contábil*, 14(4), 160–181. <https://doi.org/10.4270/ruc.2018432>
- Mohanram, P. S. (2005). Separating Winners from Losers among LowBook-to-Market Stocks using Financial Statement Analysis. *Review of Accounting Studies*, 10(2–3), 133–170. <https://doi.org/10.1007/s11142-005-1526-4>
- Novaes, P. V., & Almeida, J. E. (2020). The Role of Firms’ Life Cycle Stages on Voluntary Disclosure and Cost of Equity Capital in Brazilian Public Companies. *Brazilian Business Review*. <http://bbronline.com.br>
- Novaes, P. V. G., Dias, R. do S., Louzada, L. C., & Donini, R. (2016). The moderator effect of market competition on the relationship between life cycle persistence and the implied cost of capital: Evidence from Brazil. *42nd Annual Conference of the European International Business Academy*. European International Business Academy, Wien - Austria.
- Oliveira, A. S. de, & Girão, L. F. de A. P. (2018). Acurácia na Previsão de Lucros e os Estágios do Ciclo de Vida Organizacional: Evidências no Mercado Brasileiro de Capitais.



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 12(1).
<https://doi.org/10.17524/repec.v12i1.1530>
- Oliveira, J. B. de, Maria, M. M. L., & Junior, E. M. (2018). *A relação entre investidores institucionais, governança corporativa e gerenciamento de resultados*. 15.
- Penman, S. H., & Zhang, X.-J. (2002). Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review*, 77(2), 237–264. JSTOR.
- Piotroski, J. D. (2000). Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. *Journal of Accounting Research*, 38, 1–41. JSTOR.
<https://doi.org/10.2307/2672906>
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., & Bodla, M. A. (2010). *Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan*. 47, 13.
- Ribeiro, F. A. dos S. T., Camargos, M. C. S., & Camargos, M. A. de. (2019). Testando a Capacidade Preditiva do Modelo Fleuriet: Uma Análise com Empresas Listadas na B3. *Base - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 16(1), 141–171.
<https://doi.org/10.4013/base.2019.161.06>
- Sarwar, N. (2016). *Cash Conversion Cycle Management in Auto Mobile Industry: Relationship with Firm Performance, Leverage, Liquidity and Capital Employed*. 6(4).
<https://core.ac.uk/reader/234685520>
- Sato, S. S. (2007). *Análise econômico-financeira setorial: Estudo da relação entre liquidez e rentabilidade sob a ótica do modelo dinâmico* [Text, Universidade de São Paulo].
<https://doi.org/10.11606/D.18.2007.tde-05032008-110440>
- Shahzad, F., Fareed, Z., Wang, Z., & Shah, S. G. M. (2020). Do idiosyncratic risk, market risk, and total risk matter during different firm life cycle stages? *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 537, 122550.
<https://doi.org/10.1016/j.physa.2019.122550>
- Shahzad, F., Lu, J., & Fareed, Z. (2019). Does firm life cycle impact corporate risk taking and performance? *Journal of Multinational Financial Management*, 51, 23–44.
<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.05.001>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Simons, R. (2000). *Performance Measurement and Control Systems for Implementing Strategy*. Prentice Hall.
- Soliman, M. T. (2008). The Use of Dupont Analysis by Market Participants. *The Accounting Review*, 83(3), 823–853. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1101981>
- Tang, C. S. (2006). Robust strategies for mitigating supply chain disruptions. *International Journal of Logistics Research and Applications*, 9(1), 33–45.
<https://doi.org/10.1080/13675560500405584>
- Tang, T. Y. H. (2006). *The Value Relevance of Book-Tax Differences—An Empirical Study in China’s Capital Market*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.897120>
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.
- Tsao, C.-T. (2009). Applying a fuzzy multiple criteria decision-making approach to the M&A due diligence. *Expert Systems with Applications*, 36(2, Part 1), 1559–1568.
<https://doi.org/10.1016/j.eswa.2007.11.041>
- Ukaegbu, B. (2014). The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa. *Research in International Business and Finance*, 31, 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.11.005>
- Uremandu, S., Ben-Caleb, E., & Enyi, P. E. (2016). Working Capital Management, Liquidity and Corporate Profitability among quoted Firms in Nigeria: Evidence from the Productive Sector. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance*



São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

- and Management Sciences*, 2(1), Article 1.
<http://hrmars.com/index.php/pages/detail/Accounting-Finance-Journal>
- Useem, M., & Gager, C. (1996). Employee Shareholders Or Institutional Investors? When Corporate Managers Replace Their Stockholders*. *Journal of Management Studies*, 33(5), 613–632. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1996.tb00811.x>
- Vieira, L. B., Brito, S. S., Santana, J. R. B., Sanches, S. L. R., & Galdamez, E. V. C. (2017). Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE - Revista de Gestão*, 24(3), 235–246. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2016.08.003>
- Vorst, P., & Yohn, T. L. (2018). Life Cycle Models and Forecasting Growth and Profitability. *The Accounting Review*, 93(6), 357–381. <https://doi.org/10.2308/accr-52091>
- Wang, F. (2007). Three essays on corporate liquidity, financial distress and equity returns. *Graduate Theses, Dissertations, and Problem Reports*. <https://doi.org/10.33915/etd.2599>
- Wright, P., Ferris, S. P., Sarin, A., & Awasthi, V. (1996). Impact Of Corporate Insider, Blockholder, And Institutional Equity Ownership On Firm Risk Taking. *Academy of Management Journal*, 39(2), 441–458. <https://doi.org/10.5465/256787>
- Wright, P., Kroll, M., Lado, A., & Ness, B. V. (2002). The structure of ownership and corporate acquisition strategies. *Strategic Management Journal*, 23(1), 41–53. <https://doi.org/10.1002/smj.208>
- You, X., Jia, S., Dou, J., & Su, E. (2020). Is organizational slack honey or poison? Experimental research based on external investors' perception. *Emerging Markets Review*, 44, 100698. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100698>