

O impacto do investidor institucional no preço das ações

Elaine Borges¹

*¹Universidade de São Paulo, Escola de Artes, Ciências e Humanidades,
Departamento de Marketing, São Paulo, Brasil*

Roy Martelanc²

*²Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração,
Contabilidade e Atuária, Departamento de Administração, São Paulo, Brasil*

Recebimento:

16/04/2018

Aprovação:

30/11/2018

Editor responsável:

Prof. Dr. Joelson Oliveira

Avaliado pelo sistema:

Double Blind Review

Resumo

Objetivo – Este estudo tem como objetivo analisar o impacto dos fundos de investimento comprando e vendendo ações juntos por períodos consecutivos no preço dessas ações.

Metodologia – Foram realizadas análises de regressão em painel com efeitos fixos para identificar a relação entre a variável persistência, que mede em quantos períodos consecutivos uma determinada ação foi comprada ou vendida pelo conjunto dos fundos, e os retornos dessa mesma ação, no curto e no médio prazo.

Resultados – Ações que são compradas pelo conjunto de fundos persistentemente apresentam retornos reduzidos, e ações vendidas apresentam retorno aumentados, tanto no curto quanto no médio prazo. Além disso, a amostra que reuniu fundos pequenos com estratégia ativa, comprando e vendendo *small caps*, apresentou a maior relevância estatística e econômica em todos os períodos.

Contribuições – Esses resultados permitem questionar a habilidade dos gestores dos fundos pequenos na seleção de ativos e o *timing* de suas transações, além de sua contribuição como investidores bem informados para o equilíbrio dos preços no mercado de capitais.

Palavras-chave: Fundos de investimento; investidor institucional; persistência, efeito manada; ações; preço das ações



**Revista Brasileira de Gestão
e Negócios**

DOI:10.7819/rbgn.v21i2.3978

I Introdução

Este estudo tem como objetivo analisar o impacto dos fundos de investimento comprando e vendendo ações juntos, por períodos consecutivos, no preço dessas ações. A tendência dos fundos em realizar transações de compra e venda de ações similares entre si, como se um copiasse o outro, foi intitulada pela literatura de efeito manada institucional. Esse efeito foi identificado positivamente no Brasil e no mundo por uma série de estudos acadêmicos, como os de Klemkosky (1977), Kraus e Stoll (1972), Friend, Blume e Crockett (1970) e Tariki (2014). O presente estudo investiga o impacto do efeito manada institucional dos fundos brasileiros no preço das ações.

São três as possíveis explicações para a existência do efeito manada institucional. A primeira delas é que os fundos procuram seguir o líder, ou seja, aquele fundo que conseguiu obter os melhores resultados. A segunda fundamenta-se na hipótese de os fundos receberem as mesmas informações privadas e observarem os mesmos indicadores na hora de escolher ações, de modo que o efeito manada seria uma consequência natural dessa equidade informacional. Por fim, a terceira baseia-se na assimetria dos efeitos à reputação: os fundos preferem agir de maneira parecida, já que ser um destaque negativo na indústria pode ter consequências muito negativas e talvez não valha o risco; nesse caso, os gestores de fundos não teriam incentivo para assumir risco.

Uma das consequências do efeito manada institucional que motiva estudos a ele direcionados está nas distorções dos preços das ações causadas pela pressão de oferta ou de demanda, consequência das movimentações dos fundos. Se a princípio, por serem investidores bem informados, seria esperado que os fundos contribuíssem para levar os preços das ações para seu equilíbrio, comprando ações subprecificadas e vendendo as sobreprecificadas, atuando dessa forma como estabilizadores de preços, defensores da existência do efeito manada argumentam que os fundos seriam desestabilizadores de preços, ou seja, as compras e vendas de ações pelos fundos levariam seus preços para longe de seu equilíbrio,

gerando um desvio de preços no curto prazo, seguido de uma reversão de preços no médio prazo. De acordo com essa hipótese, as ações compradas em conjunto pelos fundos teriam seu preço aumentado no curto prazo, por conta do aumento na demanda gerada pelos fundos, e no médio prazo os preços sofreriam uma redução, gerando assim um retorno à média. O mesmo se daria com as ações vendidas: no curto prazo, seus preços sofreriam uma redução em razão do aumento na oferta, e no médio prazo essa redução seria revertida.

Inicialmente, os estudos que abordam o efeito manada institucional no preço das ações avaliaram seus impactos no curto prazo. Wermers (1999) e Sias (2004) estudaram o impacto da compra e venda de ações por parte dos fundos americanos no preço dessas ações, e ambos encontraram evidências no curto prazo de aumento de preços das ações compradas e queda de preços das ações vendidas. Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1992) e Sharfstein e Stein (1990) identificaram, entretanto, que o efeito manada institucional cria persistência de decisão ao longo do tempo, ou seja, quando um fundo compra uma ação particular em múltiplos períodos, outros fundos imitam sua escolha de forma mais ampliada, ressaltando a importância de observar o impacto do efeito manada institucional no médio prazo e em períodos consecutivos.

Dasgupta, Prat e Verardo (2011) levaram em consideração essa característica do efeito manada institucional e criaram uma variável chamada persistência para registrar a repetição consecutiva das compras e vendas de ações por parte do conjunto dos fundos americanos no decorrer do tempo e seu impacto nos preços, tanto no curto quanto no médio prazo. No curto prazo, os resultados se mantiveram, ações compradas (vendidas) pelos fundos têm seus preços aumentados (reduzidos). Os autores, contudo, encontraram evidências de que, no médio prazo, a relação entre persistência e preços se inverte, ou seja, ações persistentemente compradas pelo conjunto de fundos apresentam preços reduzidos, e ações vendidas por períodos consecutivos apresentam seus preços aumentados no médio prazo. Essas evidências corroboram

a hipótese desestabilizadora de preços, de que os fundos afastam os preços das ações de seu equilíbrio, gerando um aumento (diminuição) no preço das ações compradas (vendidas) em um primeiro momento, e em seguida uma reversão dessa tendência, contrariando o argumento de que os fundos saberiam escolher as ações vencedoras.

Em 2016, a indústria de fundos de investimento brasileira alcançou R\$ 3,1 trilhões em patrimônio líquido, tornando-se a sétima maior do mundo, com mais de 12 milhões de cotistas. Segundo o anuário da indústria de fundos de investimento de 2015, realizado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), a indústria quase dobrou de tamanho nos últimos cinco anos, e esse crescimento expressivo ocorre há 20 anos. Além disso, os fundos possuem uma presença importante na Bolsa de Valores de São Paulo (B3), sendo um dos principais grupos que compram e vendem ações, já que o brasileiro ainda não tem a cultura de investir diretamente na Bolsa, o que reforça a importância de investigar o papel dos fundos no ajuste de preços das ações no Brasil.

Além da expressividade do tamanho da indústria de fundos no país e de sua importante presença na B3, estudos prévios como Borges e Martelanc (2015) identificaram um percentual maior de fundos com habilidade para gerar retornos acima da média no Brasil em comparação aos resultados apresentados por Fama (2010) nos EUA, levando a crer que o Brasil apresenta uma ineficiência de mercado maior que a de países desenvolvidos e que o papel dos fundos no ajuste dos preços das ações no Brasil poderia ser mais preponderante do que foi identificado em estudo similar nos EUA. Por acreditar que essas diferenças de cenário podem ser um indício de que o impacto dos fundos no preço das ações aqui no Brasil seja diferente do que foi identificado nos EUA, esse estudo se faz relevante.

Para estudar o impacto do investidor institucional no preço das ações, foi utilizada a base de dados mensal de composição da carteira dos fundos brasileiros da Anbima. Essa base de dados é relativamente recente no Brasil e por isso ainda pouco estudada, já que antes de 2009

os fundos não tinham que divulgar sua carteira em datas específicas. Foram realizadas análises de regressão em painel com efeitos fixos para identificar a relação entre a variável persistência, que mede em quantos períodos consecutivos uma determinada ação foi comprada ou vendida pelo conjunto dos fundos, e os retornos dessa mesma ação, no curto e no médio prazo.

Os resultados diferem dos apresentados no estudo americano, conforme esperado. Ações que são compradas pelo conjunto de fundos persistentemente apresentam retornos reduzidos, e ações vendidas apresentam retorno aumentados, tanto no curto quanto no médio prazo. Além disso, a amostra que reuniu fundos pequenos com estratégia ativa, comprando e vendendo *small caps*, apresentou a maior relevância estatística e econômica em todos os períodos. Esses resultados permitem questionar a habilidade dos gestores dos fundos pequenos na seleção de ativos e o *timing* de suas transações, além de sua contribuição como investidores bem informados para o equilíbrio dos preços no mercado de capitais.

2 Referencial teórico

2.1 Literatura internacional

Alguns dos primeiros estudos publicados com evidências do efeito manada institucional foram Klemkosky (1977), Kraus e Stoll (1972) e Friend, Blume e Crockett (1970). Klemkosky (1977) identificou que investidores institucionais frequentemente tendiam a predominar em um lado do mercado (compra ou venda) para uma dada ação em determinado momento, criando assim um desequilíbrio. O autor encontrou evidências da estratégia siga o líder entre os fundos. Kraus e Stoll (1972) tiveram como objetivo identificar a contribuição das negociações em bloco dos investidores institucionais na eficiência de mercado da bolsa de valores, e conseguiram determinar a tendência ao efeito manada nessas instituições.

Na mesma linha, De Bondt e Thaler (1985) também identificaram o efeito manada nos investimentos. O principal objetivo dos autores foi identificar se há reação exagerada

por parte dos investidores de ações e foram encontradas evidências consistentes de reação exagerada e posterior reversão à média dos retornos. Lakonishok, Shleifer e Vishny (1992) encontraram evidências em fundos de pensão tanto de *feedback* positivo quanto de efeito manada, principalmente em *small caps*. Grinblatt, Titman e Wermers (1995) e Wermers (1997) documentaram que a grande maioria dos fundos usa estratégias de negociação em manada ou utiliza o *feedback* positivo dos períodos anteriores dos outros gestores.

Outros estudos procuraram explicar o efeito manada institucional. Scharfstein e Stein (1990) concluem que os gestores de ativos podem querer evitar o risco de reputação que traria uma estratégia de investimentos totalmente diferente dos demais. Se bem-sucedida, o prêmio seria grande, mas se malsucedida a estratégia, esse gestor seria o único a ter que explicar um mau desempenho. Froot, Scharfstein e Stein (1992) e Hirshleifer, Subrahmanyam e Titman (1994) concluem que os gestores de fundos tomam decisões juntos, pois recebem informações privadas similares e por tomarem por referência os mesmos indicadores. Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1992) dizem que os gestores podem inferir as mesmas informações privadas recebidas pelos investidores bem informados por meio de suas últimas transações de compra e venda de ativos, e então negociar na mesma direção, que seria como seguir o líder. Por último, Falkenstein (1996) analisa que os investidores institucionais podem compartilhar a mesma aversão a risco em relação às ações com as mesmas características, como liquidez.

No que diz respeito à relação entre o efeito manada institucional e o preço das ações no curto prazo, Wermers (1999) mostra evidências de que ações muito compradas por fundos apresentam um desempenho superior às ações muito vendidas, em até dois trimestres. Sias (2004) encontrou evidências de que a demanda institucional é positivamente correlacionada aos preços no curto prazo. Já no médio prazo, essa relação se inverte. Dasgupta, Prat e Verardo (2011) criaram uma variável - chamada persistência - para medir em quantos períodos consecutivos uma

determinada ação é comprada ou vendida pelo conjunto de fundos americanos. Eles analisaram as ações em carteira dos fundos americanos de 1983 a 2004 e encontraram evidências de que ações compradas (vendidas) em conjunto pelos fundos americanos por meses consecutivos têm seus preços diminuídos (aumentados) no médio prazo. Além disso, os autores observaram que o efeito é mais forte em *small caps*. As explicações sugeridas pelos autores para esse fenômeno são: (i) um viés comportamental leva os gestores a tomarem decisões com base em informações desatualizadas; (ii) os gestores de fundos não têm incentivo a assumir risco, pois quando são os únicos a apresentar desempenho ruim são demitidos; (iii) os gestores de fundos negociam ações contra investidores *insiders* que possuem conhecimento superior dos fluxos de caixa das empresas, e desconhecem esse fato; (iv) os fluxos de dinheiro que entram dos fundos e saem deles podem definir a relação entre as negociações dos fundos e os retornos das ações. Alguns trabalhos como Coval e Stafford (2007) e Frazzini e Lamont (2008) encontraram evidências de correlação negativa entre a entrada de dinheiro nos fundos e o retorno das ações. Os próprios autores Dasgupta, Prat e Verardo testaram, entretanto, essa hipótese no artigo de 2011 e não encontraram evidências relevantes.

Alguns estudos internacionais mais recentes analisam o impacto do efeito manada institucional. Jiao e Ye (2014) estudaram o efeito manada dos fundos mútuos em relação aos *hedge funds* e seu efeito no preço das ações nos EUA. Os autores encontraram evidências de que os fundos mútuos copiam os *hedge funds*, afastando o preço das ações do equilíbrio e gerando uma posterior reversão à média dos preços, uma importante evidência da hipótese desestabilizadora dos preços das ações gerada pelo efeito manada institucional. Edelen, Ince e Kadlec (2014) estudaram a relação entre o investidor institucional e os retornos anormais das ações e concluíram que ações compradas por fundos tendem a ser sobreavaliadas e são acompanhadas de retornos anormais negativos no futuro. Os autores entendem que o motivo mais provável é que os fundos têm preferências por determinadas características das

ações que geram desempenho ruim no longo prazo. Huang, Wu e Lin (2015) investigaram o impacto do efeito manada institucional na relação entre risco e retorno nos EUA, e concluíram que, quanto maior o efeito manada institucional, mais forte é o poder explanatório das equações que relacionam risco e retorno, ou seja, mais eficiente é o mercado.

Em Zeng (2016), são analisados dados da carteira dos fundos americanos de 1980 a 2010 e o autor conclui que investidores institucionais sobreavaliam ações já sobreavaliadas e subavaliam ações já subavaliadas pelo mercado. Além disso, os fundos têm mais ações sobreavaliadas na carteira do que subavaliadas, sem obter lucro com isso. Zeng declara que seus resultados contradizem a noção geral de que investidores individuais geram ruído nos preços e diz que os investidores institucionais têm um importante papel na má avaliação das ações no mercado de capitais. Suas conclusões são consistentes com a hipótese desestabilizadora de preços. Esses estudos internacionais mais recentes apresentam evidências que estão em linha com os resultados apresentados neste estudo.

Lobão e Serra (2002) testaram o efeito manada em fundos mútuos em Portugal entre 1998 e 2000 e mensuraram um impacto de quatro a cinco vezes maior do que o que foi encontrado em mercados maduros. Além disso, os autores identificaram que o efeito manada é mais forte entre fundos com menor diversidade de ações e entre empresas com capitalização de mercado medianas.

Cai, Han, Li e Li (2017) investigaram o efeito manada institucional nos títulos de dívida do governo americano e encontraram evidências de que, nesse mercado, o efeito é significativamente maior do que no mercado de ações. Além disso, eles identificaram que o efeito manada causa distorções nos preços quando os fundos vendem os títulos, mas não quando compram.

2.2 Resultados empíricos no Brasil

Tariki (2014) estudou a existência do efeito manada em fundos de investimento de renda variável no Brasil, e foram encontradas fortes evidências do efeito manada na amostra.

Adicionalmente, Tariki identificou que esse efeito é mais forte em ações com capitalização de mercado menor e em fundos com maior patrimônio líquido.

Sanches (2013) estudou a existência do efeito manada utilizando a medida proposta por Hwang e Salmon (2001), que consiste na mensuração da dispersão transversal dos betas das ações, medidos de acordo com o modelo de três fatores de Fama e French (1993). O autor encontrou resultados semelhantes aos da literatura internacional - as evidências sugerem a existência do efeito manada no Brasil -, mas não encontrou indícios do aumento do efeito manada em períodos de crise, como seria esperado.

Borges (2007) estudou a ancoragem de preços nas ações no Brasil de 2000 a 2006 e foram encontradas evidências da utilização do preço mínimo das últimas 52 semanas pelo investidor para a tomada de decisão de compra e venda - a ancoragem pode ter relação com o efeito manada. Kutchukian (2010) estudou a ancoragem de preços como um dos causadores do efeito manada nas captações dos fundos no Brasil, e encontrou fortes evidências de efeito manada institucional de maneira homogênea entre fundos ativos e passivos de ações.

3 Metodologia

3.1 Dados

Para estudar a relação entre a compra e a venda de ações pelo conjunto de fundos brasileiros e o preço dessas ações, foi utilizada a base de dados mensal de composição da carteira dos fundos da Anbima, por meio da Economática⁵. Na amostra foram incluídos todos os fundos mútuos *open end* que têm como país-sede o Brasil e que possuem ações negociadas na B3 em sua carteira no período compreendido entre setembro de 2009 e fevereiro de 2016, resultando em 78 períodos na amostra. Para este estudo, não há a necessidade de acompanhar fundo a fundo - o que interessa é a soma do valor de cada ação na carteira de todos os fundos brasileiros em cada mês.

A fim de evitar o viés de sobrevivência foram incluídos na amostra todos os fundos mútuos brasileiros, inclusive aqueles que já

havam sido cancelados. O mesmo tratamento foi dado a todas as ações incluídas na amostra. Como os dados foram coletados por meio da somatória do valor de mercado de cada ação na carteira de todos os fundos brasileiros em cada mês, não é possível saber em cada período quantos fundos de fato tinham ações em carteira, mas segundo a Economática foram considerados ao todo 39.715 fundos (a maioria dos fundos já cancelados) de mais de mil gestoras diferentes, e 413 ações (muitas também já canceladas).

Além da amostra que considera todos os fundos brasileiros, o modelo foi testado em amostras mais restritas de acordo com determinadas características dos fundos e das ações. Fundos com estratégia ativa de investimentos procuram obter retornos acima da média de mercado por meio de sua habilidade em selecionar ações; portanto, espera-se que esse grupo de fundos apresente um efeito mais acentuado da variável persistência sobre os preços, já que suas transações de compra e venda de ações são mais variadas e independentes. O tamanho dos fundos, em termos de patrimônio líquido, também pode interferir na qualidade de sua gestão. Em Borges e Martelanc (2015), foi testado o desempenho dos fundos brasileiros de acordo com a metodologia desenvolvida por Fama (2010), e foram encontradas evidências de que os fundos pequenos teriam menor habilidade. A expectativa é que fundos pequenos, menos habilidosos para escolher ações vencedoras, provocariam um impacto maior no preço das ações. O tamanho da capitalização de mercado das ações também é uma característica conhecida por gerar retornos anormais (Fama e French, 1993).

No caso da persistência, a hipótese é que pequenas ações sofreriam um impacto maior dos investidores institucionais em seu preço, já que são ações no geral com menos liquidez e por isso com preços menos eficientes, o que poderia gerar maiores oportunidades de ganhos. Os fundos ativos foram selecionados de acordo com sua classificação Anbima. Foram considerados fundos grandes aqueles com patrimônio líquido acima de 100 milhões de reais na data de sua última negociação, e fundos pequenos todos os fundos com patrimônio líquido inferior a esse valor. O critério para classificar as *small caps* foi o valor de mercado da empresa ser inferior a R\$ 200 milhões.

3.2 Variável persistência

A persistência é o número de meses consecutivos em que o conjunto dos fundos compra ou vende uma ação. A variação percentual na quantidade de uma ação $\Delta Q_{i,t}$ é a variação percentual do valor de mercado da ação na carteira dos fundos, ajustada pela variação percentual do preço (ajustado para proventos) da ação, ou seja, seu retorno: $\Delta Q_{i,t} = \frac{P_{i,t}Q_{i,t}}{P_{i,t-1}Q_{i,t-1}} / \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}$. Da mesma forma que em Dasgupta, Prat e Verardo (2011), a ação é considerada comprada (vendida) quando a variação percentual na quantidade de uma ação é superior (inferior) à mediana dessa variação de todas as ações na carteira dos fundos: $\Delta Q_{i,t} > \frac{\mu_1 \Delta Q_{j,t}}{2}$. A persistência é o número de meses consecutivos em que a ação é comprada (vendida). A persistência assume valores inteiros de +1 a +4 quando a ação é comprada e de -1 a -4 quando ela é vendida. O valor máximo da persistência é +4(-4), ou seja, caso uma ação seja comprada (vendida) por mais de quatro meses consecutivos por um fundo, terá persistência +4(-4); ações que não sofreram variação ou não estiveram na carteira dos fundos recebem valor 0. Por exemplo, uma ação que tiver uma variação percentual da quantidade em carteira de todos os fundos maior que a mediana das variações de quantidade de todas as ações em março, abril e maio de 2015 terá persistência +3 em maio de 2015.

3.3 Modelo econométrico

O modelo utilizado nesse estudo foi a análise de regressão em painel com efeitos fixos. Os efeitos fixos foram escolhidos, já que controlam o modelo para variáveis omitidas que diferem entre as unidades (empresas), mas que são constantes ao longo do tempo. Além disso, foram realizados dois testes estatísticos com os dados - o Teste de Chow e o Teste de Hausman -, que apontaram os efeitos fixos como sendo mais adequados para o tratamento dos dados em comparação ao POLS (*pooled ordinary least squares*) e aos efeitos aleatórios. Segue o modelo econométrico aplicado:

$$R_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_1 Pers_{i,t} + \beta_2 R_{i,t-48} + \beta_3 Cap_{i,t} + \beta_4 MtB_{i,t} + \beta_5 Vll_{i,t} + \beta_6 PE_{i,t} + \beta_7 TnO_{i,t-1} + Dm_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

No modelo (1), a variável dependente $R_{i,t+1}$ é o retorno da ação i no mês $t + 1$, ou seja, no mês seguinte: $R_{i,t+1} = \frac{(P_{i,t+1} - P_{i,t})}{P_{i,t}}$. Esse modelo foi testado com seis especificações diferentes para a variável dependente. Além do retorno da ação no mês seguinte, o modelo foi aplicado também para os retornos dos próximos três, seis, doze, dezoito e vinte e quatro meses, com o intuito de observar o poder explicativo da variável persistência no retorno das ações, tanto no curto quanto no médio prazo. O retorno $R_{i,t+3}$ diz respeito ao retorno acumulado dos três meses subsequentes: $R_{i,t+3} = \frac{(P_{i,t+3} - P_{i,t})}{P_{i,t}}$. O retorno $R_{i,t+6}$ se refere ao retorno acumulado dos seis meses subsequentes: $R_{i,t+6} = \frac{(P_{i,t+6} - P_{i,t})}{P_{i,t}}$, e assim por diante. $Pers_{i,t}$ é a variável explicativa de interesse, que representa a persistência da ação i no somatório de todos os fundos brasileiros no mês t .

As outras variáveis explicativas do modelo são variáveis de controle, incluídas por serem variáveis usuais na literatura como determinantes de preço das ações, a fim de evitar viés de variável omitida. A primeira foi o retorno da ação nos últimos quatro anos - $R_{i,t-48}$ -, já que os retornos passados incluem boa parte dos efeitos não capturados pelas outras variáveis. A opção por um período de quatro anos para medir o retorno passado da ação, seguindo Dasgupta, Prat e Verardo (2011), se dá porque um período menor poderia omitir informações relevantes sobre a ação, além de dar muito peso para eventos recentes, sem contar o impacto do efeito momento, que ocorre no desempenho da ação nos três a doze meses passados. A capitalização de mercado $Cap_{i,t}$ controla para o tamanho da empresa, e o índice *market-to-book* $MtB_{i,t}$, definido pela relação entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa, foi incluído para capturar o potencial de crescimento da empresa.

Ambos os fatores foram apontados por Fama e French (1993) como determinantes de preços das ações.

A variação do lucro líquido da ação no último trimestre $Vll_{i,t}$ identifica a rentabilidade da empresa, fator que interfere diretamente no valor de mercado da empresa; logo, no preço da ação. O múltiplo P/E da ação $PE_{i,t}$, definido pela relação entre o preço da ação e o lucro líquido por ação da empresa, indica a posição relativa da empresa em seu setor de atuação, o que pode afetar seu preço. Por último, o *turnover* da ação no último mês $TnO_{i,t-1}$, um indicador de liquidez definido pela relação entre o número de dias em que houve pelo menos uma negociação com a ação, o número de negócios com a ação dentro do período e o volume em dinheiro transacionado com a ação no mesmo período, captura a liquidez da ação na bolsa, fator que interfere no preço das ações. Além disso, Falkenstein (1996) analisa que os investidores institucionais podem compartilhar a mesma aversão a risco em relação às ações com mesmas características - por exemplo, liquidez. O vetor Dm_t corresponde as 77 variáveis *dummy* de mês que foram inseridas no modelo para garantir a robustez dos resultados.

4 Resultados

A Tabela 1 apresentada abaixo reúne os coeficientes da variável explicativa persistência em todas as 42 especificações testadas do modelo. As diferentes especificações consideram como variável dependente os retornos dos um, três, seis, doze, dezoito e vinte e quatro meses subsequentes, com o objetivo de identificar o impacto da persistência no preço da ação tanto no curto quanto no médio prazo. O modelo foi, ainda, testado com diferentes amostras. Em um primeiro momento, foi testado o conjunto de todos os fundos (fundos gerais); em seguida, foram selecionados apenas os fundos grandes, depois os fundos pequenos, os fundos ativos, todos os fundos comprando e vendendo

apenas *small caps*, e por último foi realizada uma combinação de algumas dessas restrições. O objetivo nesse caso foi verificar se essas

características dos fundos e das ações influenciam no impacto da persistência nos preços.

Tabela 1

O efeito da persistência da compra e venda de ações por parte dos fundos no retorno das ações.

Pers _{i,t}	R _{i,t+1}	R _{i,t+3}	R _{i,t+6}	R _{i,t+12}	R _{i,t+18}	R _{i,t+24}
Fundos gerais	-0,00068**	-0,00173**	-0,00250**	-0,00225	-0,00154	-0,00072
Fundos ativos	-0,00096***	-0,00196***	-0,00357***	-0,00238*	-0,00290	0,00193
Fundos grandes	0,00163	-0,00016	-0,000091	0,00024	-0,000026	0,00167
Fundos pequenos	-0,00104***	-0,00178***	-0,00207**	-0,00404***	-0,00352*	-0,00044
Ações <i>small caps</i>	-0,00158**	-0,00289**	-0,00314*	0,00038	-0,00253	0,00016
Ativos e peq	-0,00093***	-0,00198***	-0,00354***	-0,00251*	-0,00305	0,00142
Ativos peq e <i>small caps</i>	-0,00382***	-0,00792***	-0,01212***	-0,01130**	-0,02852***	-0,00238

* a 10% de significância

** a 5% de significância

*** a 1% de significância

Os resultados mostram que a variável persistência apresenta significância estatística no curto prazo (de um a seis meses) em todas as amostras, com exceção da que considera apenas fundos grandes. No médio prazo (de doze a vinte e quatro meses), algumas amostras perdem significância estatística. Os fundos ativos seguem apresentando evidências estatísticas de impacto da persistência no retorno de até 12 meses; os fundos pequenos estendem essa influência para 18 meses; e a amostra restrita a fundos pequenos com estratégia ativa negociando *small caps* evidencia a maior significância estatística e econômica em todos os prazos até 18 meses. Para 24 meses, não foi identificado nenhum efeito da persistência sobre o preço das ações.

Além disso, é possível observar que o sinal do coeficiente da variável persistência é negativo em todos os casos, ou seja, ações compradas pelo conjunto de fundos por períodos consecutivos têm seus retornos reduzidos, e ações vendidas têm seus retornos aumentados. Os coeficientes são maiores para a amostra que reúne fundos pequenos de estratégia ativa negociando *small caps*.

Esses resultados diferem dos estudos americanos no curto prazo; nos EUA, existem evidências de que a persistência tem um efeito positivo nos retornos em até seis meses, ou seja, ações compradas (vendidas) pelo conjunto de fundos americanos por períodos consecutivos apresentam aumento (redução) nos retornos no curto prazo. No médio prazo, os estudos americanos mostram uma reversão dessa tendência: os retornos das ações compradas caem e os das ações vendidas sobem. No Brasil, esse efeito inverso se dá desde o primeiro mês: as ações compradas pelo conjunto de fundos brasileiros por períodos consecutivos apresentam retornos reduzidos, e as vendidas apresentam retornos aumentados, tanto no curto quanto no médio prazo.

Na Tabela 2 é possível observar os coeficientes e estatísticas da variável persistência, assim como de todas as variáveis de controle, com exceção das 77 variáveis *dummy* de tempo, para a amostra que reúne todos os fundos brasileiros e todas as ações.

Tabela 2

O efeito da persistência da compra e venda de ações por parte do conjunto de todos os fundos brasileiros no retorno dessas ações.

	$R_{i,t+1}$	$R_{i,t+3}$	$R_{i,t+6}$	$R_{i,t+12}$	$R_{i,t+18}$	$R_{i,t+24}$
$Pers_{i,t}$	-0,00068**	-0,00173**	-0,00250**	-0,00225	-0,00154	-0,00072
$R_{i,t-48:t}$	0,02263***	0,02320***	0,01202**	-0,03985***	-0,05958***	-0,16553***
$Cap_{i,t}$	-0,00000***	-0,00000***	-0,00000**	-0,00000**	-0,00000***	-0,00000*
$MtB_{i,t}$	-0,00000***	-0,00000***	0,00000***	0,00002***	0,00002***	0,00003***
$VII_{i,t}$	0,00000	0,00002	0,00002**	0,00000	0,00007***	-0,00002
$Pe_{i,t}$	0,00000	0,00000	0,00000	-0,00000	0,00000	0,00000
$TnO_{i,t}$	0,01057**	0,01263	0,01503	0,02810	-0,00518	0,09676**
R^2	0,4659	0,3771	0,1760	0,2669	0,1829	0,5117
Prob > F	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000

* a 10% de significância

** a 5% de significância

*** a 1% de significância

É possível observar, na Tabela 2, que, considerando o conjunto de todos os fundos comprando e vendendo ações juntos por períodos consecutivos, a variável persistência apresenta relevância estatística e econômica no curto prazo, de um a seis meses, porém não no médio prazo, de 12 a 24 meses. Todos os coeficientes da variável persistência são negativos, indicando que desde o primeiro mês ações compradas pelos fundos apresentam retornos reduzidos e as vendidas apresentam retornos aumentados. Uma ação que em determinado mês tiver persistência igual a 2, indicando que ela foi comprada pelo conjunto dos fundos brasileiros nos últimos dois meses, terá em média uma redução de 0,136% em seu retorno do mês seguinte.

Vale observar que a diferença entre os coeficientes do modelo que usa o retorno de três meses subsequentes para o modelo que usa o retorno de seis meses subsequentes é pequena, de 0,08%, o que demonstra que após os três primeiros meses o impacto da compra ou venda de ações por parte dos fundos continua, mas vai perdendo força.

Na Tabela 3 são apresentados os coeficientes e estatísticas de todas as variáveis explicativas da especificação do modelo com resultados mais relevantes para o estudo, que reúne os fundos pequenos com estratégia ativa negociando *small caps*.

Tabela 3

O efeito da persistência da compra e venda de ações *small caps* por parte dos fundos pequenos e ativos no retorno dessas ações.

	$R_{i,t+1}$	$R_{i,t+3}$	$R_{i,t+6}$	$R_{i,t+12}$	$R_{i,t+18}$	$R_{i,t+24}$
$Pers_{i,t}$	-0,00382***	-0,00792***	-0,01212***	-0,01130**	-0,02852***	-0,00238
$R_{i,t-48:t}$	0,03552***	0,03417***	0,01696*	-0,04638**	-0,03400*	-0,15745***
$Cap_{i,t}$	0,00023***	0,00053***	0,00077***	0,00115***	0,00044*	0,00188***
$MtB_{i,t}$	-0,00024	0,00062	0,00052	0,00162	0,00124	0,00157
$VII_{i,t}$	-0,00000*	-0,00000*	0,00000	0,00001***	0,00009***	-0,00000
$Pe_{i,t}$	0,00000**	0,00000	-0,00000	-0,00000	0,00000	0,00000
$TnO_{i,t}$	0,44683***	0,46771	-0,15741	1,69249**	0,67501	2,09684*
R^2	0,4156	0,4017	0,2896	0,1349	0,1083	0,2373
Prob > F	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000

* a 10% de significância

** a 5% de significância

*** a 1% de significância

É possível observar, na Tabela 3, que, na especificação do modelo que tem como variável dependente o retorno da ação no próximo mês, ações com persistência 1, ou seja, ações *small caps*, que foram compradas pelo conjunto de fundos pequenos e ativos naquele mês, apresentam um coeficiente da variável explicativa persistência de -0,382%, a 1% de significância estatística. Isso significa que, na média, as *small caps* compradas pelo conjunto de fundos pequenos e ativos em determinado mês irão apresentar uma redução média em seu retorno de -0,382% no próximo mês. Nesse mesmo cenário, *small caps* que tiverem persistência 4, ou seja, que tiverem sido compradas pelo conjunto de fundos pequenos e

ativos nos últimos quatro meses consecutivos ou mais, terão esse efeito multiplicado por quatro. Dessa forma, na média, seu retorno do próximo mês irá diminuir em 1,528% em apenas um mês - um resultado importante, dadas as taxas de juros praticadas em nosso mercado. No Gráfico 1, apresentado abaixo, podemos observar o efeito médio da variável persistência assumindo valores de -4 a 4 no retorno das ações nos períodos subsequentes:

A seguir, são apresentadas as Tabelas 4 a 7 com os coeficientes e estatísticas de todas as variáveis incluídas nas demais especificações do modelo.

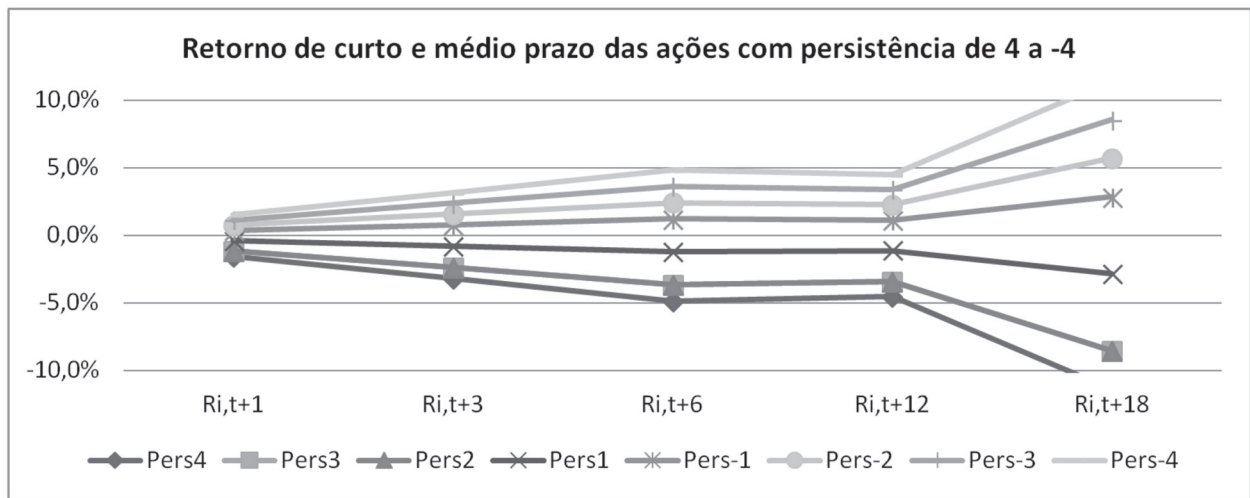


Gráfico 1

Tabela 4

O efeito da persistência da compra e venda de ações por parte dos fundos ativos no retorno dessas ações.

	$R_{i,t+1}$	$R_{i,t+3}$	$R_{i,t+6}$	$R_{i,t+12}$	$R_{i,t+18}$	$R_{i,t+24}$
$Pers_{i,t}$	-0,00096***	-0,00196***	-0,00357***	-0,00238*	-0,00290	0,00193
$R_{i,t-48t}$	0,02264***	0,02332***	0,01207**	-0,03981***	-0,05954***	-0,16553***
$Cap_{i,t}$	-0,00000***	-0,00000***	-0,00000**	-0,00000**	-0,00000***	-0,00000*
$MtB_{i,t}$	-0,00000***	-0,00000***	0,00000***	0,00001***	0,00002***	0,00003***
$VII_{i,t}$	0,00000	0,00002	0,00002**	0,00003	0,00007***	-0,00002
$Pe_{i,t}$	0,00000	0,00000	0,00000	-0,00000	0,00000	0,00000
$TnO_{i,t}$	0,01059**	0,01265	0,01511	0,02812	-0,00509	0,09661**

* a 10% de significância

** a 5% de significância

*** a 1% de significância

Tabela 5

O efeito da persistência da compra e venda de ações por parte dos fundos pequenos no retorno dessas ações.

	$R_{i,t+1}$	$R_{i,t+3}$	$R_{i,t+6}$	$R_{i,t+12}$	$R_{i,t+18}$	$R_{i,t+24}$
$Pers_{i,t}$	-0,00104***	-0,00178***	-0,00207**	-0,00404***	-0,00352*	-0,00044
$R_{i,t-48:t}$	0,02266***	0,02327***	0,01210**	-0,03972***	-0,05947***	-0,16551***
$Cap_{i,t}$	-0,00000***	-0,00000***	-0,00000**	-0,00000**	-0,00000***	-0,00000*
$MtB_{i,t}$	-0,00000***	-0,00000***	0,00000***	0,00001***	0,00002***	0,00003***
$VII_{i,t}$	0,00000	0,00002	0,00002**	0,00003	0,00007***	-0,00002
$Pe_{i,t}$	0,00000	0,00000	0,00000	-0,00000	0,00000	0,00000
$TnO_{i,t}$	0,01059**	0,01262	0,01500	0,02818	-0,00510	0,09675**

* a 10% de significância

** a 5% de significância

*** a 1% de significância

Tabela 6

O efeito da persistência da compra e venda de ações small caps por parte de todos os fundos no retorno dessas ações.

	$R_{i,t+1}$	$R_{i,t+3}$	$R_{i,t+6}$	$R_{i,t+12}$	$R_{i,t+18}$	$R_{i,t+24}$
$Pers_{i,t}$	-0,00158**	-0,00289**	-0,00314*	0,00038	-0,00253	0,00016
$R_{i,t-48:t}$	0,03074***	0,02794***	0,01177	-0,04388***	-0,04183***	-0,14491***
$Cap_{i,t}$	0,00003**	0,00011***	0,00022***	0,00031***	0,00003	0,00047***
$MtB_{i,t}$	0,00029	0,00132**	0,00146*	0,00225*	0,00166	0,00412**
$VII_{i,t}$	0,00000	0,00002	0,00001**	0,00003	0,00008***	0,00000
$Pe_{i,t}$	0,00000**	0,00000	-0,00000	-0,00000	0,00000	-0,00000
$TnO_{i,t}$	0,20458***	0,36828***	0,24798	0,61838	0,91777**	1,22742***

* a 10% de significância

** a 5% de significância

*** a 1% de significância

Tabela 7

O efeito da persistência da compra e venda de ações por parte dos fundos ativos e pequenos no retorno dessas ações.

	$R_{i,t+1}$	$R_{i,t+3}$	$R_{i,t+6}$	$R_{i,t+12}$	$R_{i,t+18}$	$R_{i,t+24}$
$Pers_{i,t}$	-0,00093***	-0,00198***	-0,00354***	-0,00251*	-0,00305	0,00142
$R_{i,t-48:t}$	0,02264***	0,02323***	0,01207**	-0,03981***	-0,05954***	-0,16553***
$Cap_{i,t}$	-0,00000***	-0,00000***	-0,00000**	-0,00000**	-0,00000***	-0,00000*
$MtB_{i,t}$	-0,00000***	-0,00000***	0,00000***	0,00001***	0,00002***	0,00003***
$VII_{i,t}$	0,00000	0,00002	0,00002**	0,00003	0,00007***	-0,00003
$Pe_{i,t}$	0,00000	0,00000	0,00000	-0,00000	0,00000	0,00000
$TnO_{i,t}$	0,01060**	0,01266	0,01512	0,02814	-0,00507	0,09664**

* a 10% de significância

** a 5% de significância

*** a 1% de significância

4.1 Teste para o efeito momento com retorno passado ajustado

O efeito momento, identificado por Jegadeesh e Titman (1993) e demonstrado em Carhart (1997), é um importante fator que explica o retorno das ações. Segundo esse fenômeno, comprar ações com boa performance nos últimos três a doze meses e vender ações com má performance no mesmo período gera retornos positivos anormais no próximo ano. Esse retorno anormal, entretanto, se dissipa nos dois anos seguintes. Com base em Dasgupta, Prat e Verardo (2011), para evitar que o efeito da persistência, medido e identificado neste estudo, seja resultado do efeito momento, foram eliminados os últimos 12 meses da variável de controle que mede o retorno passado das ações; dessa forma,

se os resultados relevantes persistirem, o efeito momento estará descartado.

Na Tabela 8 estão apresentados os coeficientes da variável explicativa persistência para as mesmas 42 especificações do modelo estimadas na Tabela 1, com a diferença de que, na variável de controle que mede o retorno dos últimos quatro anos, foi desconsiderado o período dos últimos doze meses, período esse em que ocorre o efeito momento.

Podemos observar, na Tabela 8, que os resultados não sofreram quase nenhuma alteração com a substituição da variável de controle de retorno passado. A variável explicativa de interesse, a persistência, manteve sua força estatística e econômica e os coeficientes são muito próximos dos anteriores, demonstrando que o efeito identificado não diz respeito ao efeito momento.

Tabela 8

O efeito da persistência na compra e venda de ações por parte dos fundos no retorno das ações, com variável de controle retorno passado dos últimos quatro anos com um ano de gap para controlar pelo efeito momento.

$Pers_{i,t}$	$R_{i,t+1}$	$R_{i,t+3}$	$R_{i,t+6}$	$R_{i,t+12}$	$R_{i,t+18}$	$R_{i,t+24}$
Fundos gerais	-0,00077**	-0,00185**	-0,00256**	-0,00186	-0,00067	0,00090
Fundos ativos	-0,00096***	-0,00207***	-0,00378***	-0,00242*	-0,00223	0,00305
Fundos grandes	-0,00008	-0,00047	-0,00116	0,00039	0,00078	0,00383
Fundos pequenos	-0,00103***	-0,00182***	-0,00212**	-0,00409**	-0,00303	0,00031
Ações <i>small caps</i>	-0,00151**	-0,00262*	-0,00227	0,00001	-0,00426	-0,00307
Ativos e peq	-0,00093***	-0,00207***	-0,00372***	-0,00251*	-0,00248	0,00239
Ativos peq e <i>small caps</i>	-0,00350***	-0,00731***	-0,01198***	-0,01258**	-0,03198***	-0,00642

* a 10% de significância

** a 5% de significância

*** a 1% de significância

5 Conclusões

A indústria de fundos no Brasil está em franco crescimento há mais de vinte anos e é a sétima maior do mundo. Dada sua relevância, é importante conhecer mais profundamente os efeitos dos fundos sobre o mercado de capitais.

Este estudo procurou investigar a relação entre as transações de compra e venda de ações que ocorrem de maneira conjunta entre os fundos de investimento, fenômeno intitulado de efeito manada institucional, e os preços dessas ações, no curto e médio prazo.

Alguns autores, como Wermers (1999) e Sias (2004), investigaram essa questão e, no curto prazo, foi identificado um efeito diretamente proporcional entre a persistência e o preço das ações, ou seja, ações compradas pelos fundos tiveram seus preços aumentados no curto prazo, e as vendidas, seus preços reduzidos. Uma das explicações possíveis para que esse efeito ocorra seria o aumento da demanda gerando aumento nos preços.

Outros autores confirmaram esses resultados para o curto prazo, e ao analisar o impacto da persistência para prazos mais longos

identificaram uma reversão de preços. Dasgupta, Prat e Verardo (2011) concluíram que ações compradas por fundos em períodos consecutivos apresentam excesso de retornos negativos no longo prazo, e o inverso se dá para ações vendidas. Jiao e Ye (2014), Edelen, Ince e Kadlec (2014) e Zeng (2016) estudaram diferentes amostras de fundos e períodos no mercado americano, e todos encontraram evidências de que os fundos afastam os preços das ações de seu equilíbrio, gerando uma reversão de preços no longo prazo. Zeng (2016) conclui que seus resultados contradizem a noção geral de que investidores individuais geram ruído nos preços e afirma que os investidores institucionais têm um importante papel na imprecisão da avaliação das ações no mercado de capitais.

Uma das conclusões possíveis para esse fenômeno chama-se efeito desestabilizador de preços dos fundos no mercado de capitais. Segundo essa hipótese, os fundos tomariam decisões não racionais, que em um primeiro momento afastariam o preço das ações de seu equilíbrio, gerando um posterior retorno a média.

Nesse estudo, foram analisados todos os fundos *open end* que têm como país-sede o Brasil e que possuem ações negociadas na B3 em sua carteira, entre setembro de 2009 e fevereiro de 2016. Os resultados obtidos foram diferentes dos apresentados na literatura internacional para o curto prazo, e iguais para o longo prazo. No Brasil, ações compradas pelo conjunto de fundos por períodos consecutivos apresentam queda nos retornos desde o primeiro mês, e esse efeito chega a durar até 18 meses. As ações vendidas pelos fundos sofrem aumento de retornos também no curto e no médio prazo.

É possível observar ainda que, quando selecionadas determinadas características dos fundos e das ações conhecidas por seu efeito nos preços, os coeficientes da variável persistência ficam mais fortes econômica e estatisticamente. Quando incluídos na carteira apenas fundos ativos, ou seja, aqueles fundos que se propõem a superar o desempenho médio do mercado, o efeito se torna mais forte e evidente. O mesmo ocorre ao considerar apenas fundos pequenos.

A decisão de considerar o tamanho do fundo para a análise teve origem em um trabalho

anterior de investigação da habilidade dos gestores de fundos em gerar retornos anormais. Em Borges e Martelanc (2015), concluiu-se que um percentual de fundos grandes tinha algum grau de habilidade. Em linha com esses resultados, fundos grandes não apresentaram nenhuma evidência de impacto de suas transações de compra e venda de ações nos preços dessas ações. Em contrapartida, conforme esperado, os fundos pequenos apresentaram fortes evidências de impacto dos fundos no preço das ações. Por último, considerando nas análises o tamanho da capitalização de mercado das ações, ações com baixa capitalização de mercado, *small caps*, são conhecidas por gerarem retornos anormais. Por conta disso, foram reestimados os modelos em painel com efeitos fixos considerando apenas *small caps*, e conforme as expectativas os resultados mostraram que o efeito da persistência institucional no preço das ações é maior e mais forte do que se consideradas todas as ações disponíveis.

Em seguida, a fim de investigar a extensão da força dessas características selecionadas de fundos e ações, foram agrupados os fundos ativos e pequenos, e depois os fundos ativos e pequenos comprando e vendendo apenas *small caps*. Em ambos os casos, os resultados apresentados também foram mais numerosos e fortes dos que quando considerados todos os fundos e todas as ações, com especial destaque para a última seleção. Quando considerados os fundos pequenos com estratégia ativa comprando e vendendo *small caps*, foram obtidos os resultados mais relevantes econômica e estatisticamente. As *small cap* compradas por fundos ativos e pequenos por períodos consecutivos apresentaram um efeito estatisticamente significativo no preço dessas ações em quase todos os períodos analisados, para um, três, seis, doze e dezoito meses. Além disso, a força do efeito no caso de persistência igual a +3 foi de -2,852% em dezoito meses, ou seja, uma ação *small cap* comprada pelos fundos pequenos de estratégia ativa pelos últimos três meses consecutivos apresentou uma redução média de 2,852% no seu retorno em 18 meses, um impacto relevante.

Isso significa que há evidências de que fundos de investimento no Brasil provocam, com

seu comportamento de manada, uma queda nos retornos das ações que eles escolhem comprar em conjunto por períodos consecutivos, tanto no curto quanto no médio prazo. Uma das possíveis explicações para isso, de acordo com a literatura internacional, seria que os fundos se copiam em suas decisões de compra e venda de ações, seja para seguir o líder, seja porque levam em conta os mesmos indicadores, ou para evitar o risco de apresentarem um desempenho negativo quando todos os demais tiverem desempenho positivo - ou seja, nesse caso, o gestor do fundo não teria incentivo para assumir risco.

Esse comportamento pode gerar um efeito desestabilizador de preços, fazendo com que desde o primeiro mês o preço das ações compradas caia e o preço das ações vendidas suba, efeito que pode se estender por até 18 meses. É importante lembrar que o efeito marginal é decrescente, ou seja, o impacto é mais forte no primeiro mês e vai aumentando cada vez menos no decorrer do período. Outra explicação possível é a má escolha de ações ou um *timing* ruim para compra e venda dessas ações por parte dos gestores de fundos, especialmente fundos pequenos, já que, na média, as ações compradas apresentam retornos reduzidos no curto e médio prazo.

Uma das limitações desse estudo diz respeito ao fato de a base de dados de composição da carteira dos fundos ser mensal; por isso, transações de compra e venda de ações efetuadas dentro do mês pelos fundos não são identificadas na amostra. Além disso, existe uma série de questões que merecem ser estudadas a partir das evidências encontradas nesse estudo. A primeira delas é investigar qual hipótese explicaria o efeito manada institucional no contexto brasileiro: seguir o líder ou evitar o risco de estar fora da manada. Em seguida, seria interessante investigar se as decisões dos gestores de fundos são racionais e se contribuem para que os preços dos ativos estejam em equilíbrio, por se tratarem de investidores bem informados. Por fim, é interessante entender as razões pelas quais os resultados dos estudos internacionais são diferentes dos brasileiros no curto prazo.

Referências

- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992-1026.
- Borges, E. C. (2007). *O efeito comportamental na decisão de Investimento: o impacto dos preços máximo e mínimo das últimas 52 semanas no volume negociado*. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Borges, E., & Martelanc, R. (2015). Luck versus skill: an evaluation of mutual funds in Brazil. *Revista de Administração*, 50(2), 196-207.
- Cai, F., Han, S., Li, D., & Li, Y. (2017). Institutional Herding and Its Price Impact: Evidence from Corporate Bond Market. *Journal of Financial Economics*. Forthcoming.
- Coval, J., & Stafford, E. (2007). Asset fire sales (and purchases) in equity markets. *Journal of Financial Economics*, 86(2), 479-512.
- Dasgupta, A., Prat, A., & Verardo, M. (2011). Institutional Trade Persistence and Long-Term Equity Returns. *The Journal of Finance*, 66(2), 635-653.
- Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.
- Edelen, R. M., Ince, O. S., & Kadlec, G. B. (2016). Institutional investors and stock return anomalies. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 472-488.
- Falkenstein, E. G. (1996). Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings. *The Journal of Finance*, 51(1), 111-135.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2010). Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns.

- The journal of finance*, 65(5), 1915-1947.
- Frazzini, A., & Lamont, O. A. (2008). Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 299-322.
- Friend, I., Blume, M., & Crockett, J. (1970). *Mutual funds and other institutional investors: a new perspective*. McGraw-Hill Companies.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1992). Herd on the street: Informational inefficiencies in a market with short-term speculation. *The Journal of Finance*, 47(4), 1461-1484.
- Grinblatt, M., Titman, S., & Wermers, R. (1995). Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior. *The American economic review*, 1088-1105.
- Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., & Titman, S. (1994). Security analysis and trading patterns when some investors receive information before others. *The Journal of Finance*, 49(5), 1665-1698.
- Huang, T. C., Wu, C. C., & Lin, B. H. (2016). Institutional herding and risk–return relationship. *Journal of Business Research*, 69(6), 2073-2080.
- Hwang, S., & Salmon, M. H. (2001). A new measure of herding and empirical evidence.
- Jiao, Y., & Ye, P. (2014). Mutual fund herding in response to hedge fund herding and the impacts on stock prices. *Journal of Banking & Finance*, 49, 131-148.
- Klemkosky, R. C. (1977). The impact and efficiency of institutional net trading imbalances. *The Journal of Finance*, 32(1), 79-86.
- Kraus, A., & Stoll, H. R. (1972). Parallel trading by institutional investors. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(05), 2107-2138.
- Kutchukian, E. (2010). *O efeito manada nos fundos de investimento no Brasil: um teste em finanças comportamentais*. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of financial economics*, 32(1), 23-43.
- Lobao, J., & Serra, A. P. (2007). Herding behavior: Evidence from portuguese mutual funds. In *Diversification and portfolio management of mutual funds* (pp. 167-197). Palgrave Macmillan UK.
- Sanches, M. V. (2013). *Comportamento de manada em direção ao índice de mercado: evidências no mercado brasileiro de ações*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1990). Herd behavior and investment. *The American Economic Review*, 465-479.
- Sias, R. W. (2004). Institutional herding. *Review of financial studies*, 17(1), 165-206.
- Tariki, F. R. (2014). *Evidência do efeito manada em fundos de renda variável na indústria de fundos brasileira*. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Wermers, R. (1999). Mutual fund herding and the impact on stock prices. *The Journal of Finance*, 54(2), 581-622.
- Wermers, R. (1997). Momentum investment strategies of mutual funds, performance persistence, and survivorship bias. *University of Colorado. Working Paper*.
- Zeng, Y. (2016). Institutional investors: Arbitrageurs or rational trend chasers. *International Review of Financial Analysis*, 45, 240-262.

Sobre os autores:

1. Elaine Borges, doutora em Administração, Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária. E-mail: profelaineborges@gmail.com


ORCID

 0000-0001-9123-1602

2. Roy Martelanc, doutor em Administração, Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária.

E-mail: rmartela@usp.br

ORCID

 0000-0003-3220-8730

Tese de Doutorado – Universidade de São Paulo

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

Título: O Impacto do Investidor Institucional no Preço das Ações

Ano de obtenção: 2017.

Orientador: Roy Martelanc.

Bolsista do(a): Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior, CAPES, Brasil

Contribuição dos autores:

Contribuição	Elaine Borges	Roy Martelanc
1. Definição do problema de pesquisa	√	√
2. Desenvolvimento das hipóteses ou questões de pesquisa (trabalhos empíricos)	√	√
3. Desenvolvimento das proposições teóricas (ensaios teóricos)	n.d	n.d
4. Fundamentação teórica/Revisão de literatura	√	
5. Definição dos procedimentos metodológicos	√	√
6. Coleta de dados	√	
7. Análise estatística	√	
8. Análise e interpretação dos dados	√	√
9. Revisão crítica do manuscrito		√
10. Redação do manuscrito	√	
11. Outra (especificar)		