

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE BH

MATHEUS AMARAL NOGUEIRA SANTOS

**INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: Impactos na Gestão e no Desempenho
Financeiro e Operacional de Empresas Brasileiras**

BELO HORIZONTE

2025

MATHEUS AMARAL NOGUEIRA SANTOS

**INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: Impactos na Gestão e no Desempenho
Financeiro e Operacional de Empresas Brasileiras**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A - Fucape BH, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Victor Gomes Novaes

BELO HORIZONTE

2025

MATHEUS AMARAL NOGUEIRA SANTOS

**INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: Impactos na Gestão e no Desempenho
Financeiro e Operacional de Empresas Brasileiras**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – Fucape BH, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração.

Aprovada em 05 de novembro de 2025.

BANCA EXAMINADORA

Profº Dr.: Paulo Victor Gomes Novaes
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Profº Dr.: Joao Victor Joaquim dos Santos
Joao Victor Joaquim dos Santos

Profº Dr.: Luiz Claudio Louzada
Universidade Federal do Espírito Santo

Profº Dr.: Rodrigo Oliveira Leira
Coppead/UFRJ

BELO HORIZONTE

2025

AGRADECIMENTOS

Ao Senhor Jesus Cristo, que não me deixou esmorecer diante das incertezas, desafios e dificuldades enfrentados ao longo da jornada.

Aos meus pais, João Luiz Santos e Simone Amaral Nogueira Santos, por serem meus maiores incentivadores e exemplos de servir por amor, de fé e de esperança. Sem vocês, nada disso seria possível.

Ao meu orientador, Professor Dr. Paulo Victor Gomes Novaes, por ter acreditado no meu potencial, pela paciência e pelas valiosas orientações concedidas em cada etapa desta caminhada.

Aos meus professores e colegas de mestrado, pela parceria, amizade, apoio e por tornarem o processo mais leve, produtivo e enriquecedor.

“O investimento em conhecimento rende os
melhores juros.”

(Benjamin Franklin)

RESUMO

Este estudo analisa os efeitos da participação de investidores institucionais em empresas brasileiras de capital aberto entre 2010 e 2023, considerando categorias tais como *hedge funds*, fundos mútuos, investidores dedicados e investidores relevantes. Emprega-se a Análise Envoltória de Dados (DEA) para mensurar a habilidade gerencial, bem como regressões de painel com efeitos fixos setoriais e anuais. Os principais achados indicam que a participação institucional não eleva a habilidade gerencial nem o retorno sobre o patrimônio (ROE) e está negativamente associada ao desempenho operacional (medido pelo RNOA). Em particular, os *hedge funds* apresentam uma relação negativa mais pronunciada. Esses resultados sugerem que o monitoramento institucional, no contexto brasileiro, não contribui para ganhos adicionais de eficiência nem de rentabilidade.

Palavras-chave: Investidores institucionais, habilidade gerencial, desempenho financeiro, desempenho operacional, estrutura de propriedade, propriedade institucional.

ABSTRACT

This study examines the effects of institutional investor participation – including hedge funds, mutual funds, dedicated investors, and relevant investors – on managerial ability, operational performance (RNOA), and financial performance (ROE) of Brazilian listed companies between 2010 and 2023. It employs Data Envelopment Analysis (DEA) to measure managerial ability and panel regressions with sector and year fixed effects. The main findings show that institutional ownership does not enhance either managerial ability or return on equity (ROE) and is negatively associated with operational performance (measured by RNOA). In particular, hedge fund ownership exhibits a more pronounced adverse effect. These results suggest that, in the Brazilian institutional context, institutional monitoring has not contributed to additional gains in efficiency or profitability.

Keywords: Institutional investors, managerial ability, financial performance, operational performance, ownership structure, institutional ownership.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	12
2.1 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS.....	12
2.2 CONTEXTO INSTITUCIONAL	15
2.3 AMBIENTE INSTITUCIONAL BRASILEIRO	16
2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	18
3 METODOLOGIA	22
3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA	22
3.2 VARIÁVEIS	23
3.2.1 Habilidade gerencial	23
3.2.2 Performance financeira e operacional	26
3.2.3 Participação dos investidores institucionais.....	27
3.2.4 Modelo econométrico	28
4 RESULTADOS.....	30
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	30
4.2 REGRESSÕES	42
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
REFERÊNCIAS.....	61

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, os investidores institucionais firmaram-se como acionistas dominantes em diversos países (Badhani et al., 2023). Eles administram cerca de US\$ 154 trilhões (McDonnell & Gupta, 2024) em nome de beneficiários finais (Velte, 2024), buscando retornos financeiros e impactos sociais (Dyck et al., 2019). Nos Estados Unidos, por exemplo, fundos mútuos, fundos de pensão, seguradoras e *hedge funds* controlavam aproximadamente 72% das ações de empresas públicas em 2017 (Drobetz et al., 2021).

A literatura ressalta o papel desses investidores no monitoramento, bem como sua capacidade de influenciar a governança e a gestão, e o potencial para elevar o desempenho financeiro e o operacional das organizações (Aggarwal et al., 2011; Ferreira & Matos, 2008). Tais investidores formam um grupo diverso, abarcando bancos, fundos mútuos, fundos multimercado, fundos patrimoniais, fundos de pensão, seguradoras, fundos de *private equity* e fundos de investimento socialmente responsáveis (SRI), além de outras trusts financeiras (Chemmanur et al., 2021; Miller et al., 2023). Dotados de maior poder analítico, horizontes diferenciados e amplos recursos, eles moldam as ações de gestores (Hoskisson et al., 2002; Pivin & Yagil, 2024) por mecanismos como o voto em assembleias (*voice*) e a alienação de ações (*Wall Street Walk*) (Admati & Pfleiderer, 2009).

Um exemplo recente é o da JBS, que em 2023 buscou listagem simultânea no Brasil e nos Estados Unidos (JBS, 2023), mas enfrentou forte pressão ambiental, adotando políticas mais rígidas contra o desmatamento (Investor statement on deforestation and forest fires in the Amazon, 2019). Esse caso demonstra o poder dos institucionais em fomentar práticas responsáveis, resultando em maior disciplina

gerencial e contribuindo para o aumento do valor de mercado (Aggarwal et al., 2011, 2015; Michel et al., 2020; Admati & Pfleiderer, 2009).

Por outro lado, existem visões conflitantes (Batra et al., 2024). Pela perspectiva do monitoramento, participações relevantes incentivam supervisão ativa, elevam desempenho e agregam valor (Ferreira & Matos, 2008; Gillan & Starks, 2003; Shleifer & Vishny, 1997; Zhang, 2022), mas certos investidores — sobretudo estrangeiros — podem priorizar resultados imediatos, comprometendo projetos de longo prazo (Chen et al., 2015; Díez-Esteban et al., 2016; Kang et al., 2019). Dessa forma, diferentes perfis podem gerar efeitos heterogêneos (Erhemjamts & Huang, 2019; Li et al., 2022).

Cumprе ressaltar que, embora a relação entre investidores institucionais e o desempenho empresarial seja amplamente estudada em mercados desenvolvidos, como Estados Unidos e Reino Unido (Chaudhury et al., 2022; Ruiz-Mallorquí & Santana-Martín, 2011), onde predominam estruturas pulverizadas e forte proteção a minoritários (La Porta et al., 1998), essa relação permanece menos explorada em mercados emergentes (Saleh et al., 2024). Essas economias apresentam riscos acentuados e menor aplicação legal (Junior & Junior, 2017), além de peculiaridades estruturais (Panicker et al., 2019), como a propriedade concentrada em grupos familiares (Pellicani & Kalatzis, 2019).

No contexto latino-americano, a participação de investidores institucionais tem registrado um crescimento constante, com o Brasil destacando-se como o maior mercado acionário da região (Balán et al., 2022; De-La-Hoz & Pombo, 2016). A alta concentração acionária e a proteção limitada a minoritários restringem a intervenção dos institucionais (Claessens & Yurtoglu, 2013), ainda que existam oportunidades atrativas, mesmo em um cenário caracterizado por elevados riscos, incertezas

político-econômicas e práticas de governança nem sempre consistentes (Caixe et al., 2024; Pellicani & Kalatzis, 2019).

Embora seja reconhecidamente importante para a estrutura de propriedade e controle das organizações, ainda há pouca investigação acerca de suas características nas decisões de gestão e no desempenho (Fonseca et al., 2019). Tal lacuna se intensifica no Brasil, onde estudos diferenciando estratégias e atuação dos institucionais são escassos, dificultando a compreensão da heterogeneidade intragrupos e de seus reflexos no ambiente empresarial (Novaes et al., 2025). Diante desse cenário, esta pesquisa busca responder à seguinte questão: a participação de investidores institucionais no capital de empresas brasileiras afeta as práticas de gestão e o desempenho financeiro e operacional das empresas investidas?

A análise detalhada das participações societárias, incluindo as inferiores a 5% e as divulgadas em formulários de referência e na literatura nacional (Fonseca et al., 2019), amplia a compreensão do papel dos investidores institucionais na gestão e no desempenho das empresas. Em mercados concentrados, mesmo sem influenciar diretamente as votações, investidores minoritários podem utilizar seus votos para comunicar suas posições sobre questões corporativas (Hamdani & Yafeh, 2013), exercendo proteção de interesses por meio de participações diretas e indiretas nas Assembleias Gerais (Wang & Qiu, 2023).

Os principais achados deste estudo mostram que a participação de investidores institucionais não eleva a habilidade gerencial e está negativamente associada ao desempenho operacional (RNOA), enquanto os efeitos sobre a rentabilidade patrimonial (ROE) são nulos ou pouco robustos; entre os tipos, *hedge funds* apresentam a relação adversa mais nítida. Esses resultados são robustos a diferentes especificações (efeitos fixos de setor e ano, alternativas de variáveis de controle),

métricas (percentual de participação x presença por *dummies*) e desagregações por perfil de investidor.

Este estudo avança a literatura em três frentes. Primeiro, a participação de investidores institucionais, analisando tanto o nível agregado quanto a heterogeneidade por tipo (hedge funds, fundos mútuos, investidores dedicados e relevantes) em um mercado de controle concentrado. Segundo, o estudo estima a habilidade gerencial por meio da DEA ajustada para isolar a eficiência do gestor dos atributos da empresa, portanto, integrando esse constructo à discussão de propriedade. Terceiro, desempenho operacional e financeiro, por meio de RNOA e ROE, permitindo avaliar conjuntamente dimensões pouco tratadas em estudos nacionais.

Os achados dessa pesquisa podem orientar gestores na captação de capital de longo prazo, apoiar investidores na tomada de decisões em cenários de assimetria de informação e subsidiar reguladores na formulação de políticas que fortaleçam a governança e promovam maior transparência no mercado de capitais.

O restante da dissertação está organizado da seguinte forma: o Capítulo 2 revisa a literatura e desenvolve as hipóteses; o Capítulo 3 descreve dados, construção das variáveis e a estratégia empírica; o Capítulo 4 apresenta e discute os resultados; e o Capítulo 5 traz conclusões, implicações, limitações e agenda para pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

Desde o início do século XX, a expansão dos mercados de capitais intensificou a separação entre propriedade e controle (Berle & Means, 1932). A dispersão acionária favoreceu investidores que aportam apenas capital financeiro (Ryan & Schneider, 2003), delegando votos e reforçando o “controle gerencial” (Berle & Means, 1932), por conseguinte, gestores profissionais adquirem autonomia decisória, frequentemente com mecanismos limitados de supervisão, influenciando as práticas organizacionais e o desempenho empresarial (Ryan & Schneider, 2003). Com o crescimento dos investidores institucionais, houve uma alteração nessas dinâmicas (Bebchuk et al., 2017), pois mesmo sem a posse majoritária das ações, a estrutura dispersa estimula esses investidores a serem mais ativos, ampliando seu poder de influência sobre as decisões estratégicas das organizações (Mehrani et al., 2017).

Esses investidores, que administram recursos de terceiros (Çelik & Isaksson, 2013), buscam retornos financeiros e sociais e se destacam pela especialização em análise (Dyck et al., 2019; Velte, 2024). Sua origem remonta aos primeiros fundos mútuos em Boston na década de 1920, fortalecidos pela regulamentação e pela criação da SEC (Dhingra & Yadav, 2024). Entre 1950 e 1960, tornaram-se protagonistas, ganhando ainda mais força entre 1980 e 1990 com a aceleração dos mercados de capitais e a substituição do investimento direto por aplicações intermediadas (Dhingra & Yadav, 2024).

Nos mercados desenvolvidos, já exercem papel central, substituindo gradualmente o investimento direto de famílias, a exemplo do que ocorre no Reino Unido, Japão e Estados Unidos (Fukami et al., 2022). Dada a diversidade de

categorias, estilos e horizontes, cada grupo de investidores institucionais desempenha função vital no desenvolvimento dos mercados financeiros (Al-Qadasi, 2024).

Quadro 1 - Categorias de Investidores Institucionais

Investidor	Descrição/Características	Referências
Fundos de Pensão	Esses fundos acumulam recursos para garantir uma renda futura aos beneficiários, estimulando investimentos de longo prazo, fortalecendo o mercado de capitais e impulsionando o consumo. Na América Latina, são principais investidores institucionais em mercados financeiros em desenvolvimento, como Brasil e Chile.	Alda (2017); Bayar et al. (2022); Emms (2012); Kong & Singh (2005); Yakubu et al. (2023)
Fundos Mútuos	Divididos entre investidores de varejo e institucionais, proporcionam diversificação de portfólio, acesso a ativos diversos e expertise para maximizar retornos. Atuam como intermediários financeiros, gerenciados por profissionais a custos reduzidos.	Kaur & Kaushik (2016); Salganik-Shoshan (2016)
<i>Hedge Funds</i>	Flexíveis e com incentivos baseados em performance, focam em ativos menos líquidos e utilizam derivativos e alavancagem para maximizar posições. Adotam postura agressiva no ativismo corporativo, buscando mudanças na governança e operações.	Brav et al. (2010); Brophy et al. (2009); Chen et al. (2019)
Seguradoras	Representam aproximadamente 17,8% do total de ativos do setor financeiro mundial. Priorizam investimentos de longo prazo para estabilidade de mercado, embora seguradoras patrimoniais prefiram aplicações de curto prazo para atender obrigações contratuais.	Rong et al. (2022)
Fundos Soberanos	Reservas estatais destinadas a aumentar a riqueza nacional. Não regulamentados externamente, levantam preocupações sobre segurança e transparência. Contribuem para diversificação econômica e fortalecimento da economia estatal.	Alhashel (2015); Johan et al. (2013)

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Os investidores institucionais variam em objetivos e níveis de envolvimento decisório (Sayili et al., 2017), distinguindo-se também pelo horizonte de investimento, que afeta tanto suas funções de governança corporativa (Döring et al., 2021) quanto a capacidade de monitorar decisões gerenciais e financeiras (Boubaker et al., 2019). A tipologia de Bushee (1998) classifica-os como “transientes”, “dedicados” ou “quasi-

indexadores”, considerando horizonte de investimento, rotatividade de portfólio e estratégias de diversificação (Borochin & Yang, 2017). Dedicados e quasi-indexadores tendem a um foco mais prolongado (Lantushenko & Nelling, 2018).

Adicionalmente, conforme Brickley et al. (1988), os investidores também se diferenciam pela sensibilidade a pressões externas. Aqueles “sensíveis à pressão”, como seguradoras e bancos, mantêm vínculos comerciais além do investimento acionário, limitando a autonomia em questões de governança (Ballouk et al., 2025; Connelly et al., 2010; García-Meca et al., 2017; Velte, 2023). Nesse grupo, bancos e seguradoras evitam confrontos com a administração devidos a interesses comerciais (Sakaki & Jory, 2019) e priorizam projetos de fluxos de caixa estáveis (Hong & Linh, 2023). Em contraste, fundos mútuos e consultores de investimento, livres dessas amarras, exercem maior autonomia (Sakaki & Jory, 2019). Já os “resistentes à pressão”, como fundos de pensão públicos e fundos mútuos, preservam independência no voto (Wang & Luo, 2024), adotando supervisão ativa e priorizando benefícios de longo prazo (Ballouk et al., 2025; Velte, 2023), reduzindo custos de agência e a assimetria informacional (Wang & Luo, 2024).

Investidores de curto prazo (transientes) costumam adotar comportamento míope, buscando ganhos imediatos (Borochin & Yang, 2017; Hossain et al., 2024). Em contrapartida, investidores de longo prazo (dedicados e quasi-indexadores) promovem valor sustentável ao monitorar ativamente as empresas e explorar vantagens informacionais superiores (Attig et al., 2012; Döring et al., 2021; Hossain et al., 2024).

2.2 CONTEXTO INSTITUCIONAL

As instituições funcionam como “regras do jogo” que orientam incentivos e interações sociais, influenciando o desempenho econômico de uma sociedade (North, 1990). Com o tempo, elas se transformam e fornecem um arcabouço para ações políticas, jurídicas e econômicas, afetando diretamente a tomada de decisões, a gestão de recursos e o desenvolvimento coletivo (North, 1990). Sob essa ótica, a teoria institucional salienta o papel do ambiente social na conformação das organizações, envolvendo múltiplos atores — governos, agências reguladoras, clientes, fornecedores, mídia, comunidade financeira e outras instituições — que, em conjunto, moldam comportamentos organizacionais (Rottig, 2016). Esse contexto institucional estimula investimentos ao oferecer incentivos, suporte e estabilidade, reduzindo custos de transação e incertezas (Alam et al., 2019).

Considerando tal perspectiva (North, 1990), investidores institucionais tendem a alocar recursos em mercados financeiros desenvolvidos, onde prevalecem mecanismos de governança externa mais sólidos (Khorana et al., 2005). Em ambientes menos maduros, as empresas intensificam a governança interna para atrair capital institucional (Avci, 2024), reforçando a proteção de acionistas minoritários, alinhando incentivos gerenciais e fortalecendo mecanismos de governança (Avci, 2024). De forma adicional, indicadores de desempenho financeiro — como rentabilidade e dividendos — e a presença de blockholders (participação igual ou superior a 5% do capital votante) também pesam na decisão dos investidores (Avci, 2024). Alkaraan (2020) evidencia a importância de mecanismos internos, ao mostrar como influenciam cultura, estratégia, desempenho operacional, regulação e compliance, ratificando a relevância de uma governança sólida e congruente.

O arcabouço jurídico e institucional de cada país afeta o papel dos investidores institucionais e potenciais conflitos de interesse (Jara-Bertin et al., 2012). Estudos clássicos de La Porta et al. (1997, 1998, 2000) agrupam as nações pelas tradições de *common law* ou *civil law*; em geral, países de *common law* oferecem maior proteção aos investidores, elevando fundos de pensão e mútuos à condição de acionistas de referência (Jara-Bertin et al., 2012). Nesse ambiente, investidores institucionais monitoram e mitigam conflitos de agência, ao passo que, em países de *civil law*, podem ocorrer conluíus com grandes acionistas em detrimento de minoritários (Jara-Bertin et al., 2012). Ao analisar empresas de 35 países (2001–2016), Döring et al. (2021) concluíram que sistemas financeiros baseados no mercado, *common law*, proteção acionária robusta, eficiência judicial e transparência contábil favorecem investimentos de longo prazo, enquanto investidores de curto prazo agem oportunisticamente em mercados frágeis, assim como elementos culturais e a incerteza econômica também incidem sobre esses horizontes de investimento, enfatizando a importância do ambiente institucional na compreensão das estratégias e do comportamento dos investidores.

2.3 AMBIENTE INSTITUCIONAL BRASILEIRO

Após a crise cambial de 1997, mercados emergentes fortaleceram suas bases financeiras, atraindo investidores em busca de crescimento, altos retornos e baixa correlação com os mercados globais (Amam et al., 2023; Chowdhury et al., 2018; Junior & Junior, 2017). Contudo, enfrentam desafios como baixa liquidez, alta exposição a oscilações externas, poucas empresas listadas e concentração acionária (Chowdhury et al., 2018; Junior & Junior, 2017), além de um sistema jurídico menos

consolidado para proteção de investidores estrangeiros (Batten & Szilagyi, 2011; Edacherian et al., 2024).

Na América Latina, a predominância de estruturas de controle familiar e a fragilidade legal adicionam complexidade aos mercados (Baselga-Pascual & Vähämaa, 2021). Nesse panorama, o Brasil destaca-se entre as economias em desenvolvimento (IMF, 2022) pela dimensão populacional e econômica, papel hegemônico na América do Sul e relevância global (Campos et al., 2020). Reformas pró-mercado têm impulsionado o ambiente de negócios e aberto setores estratégicos ao investimento estrangeiro (Gouvea, 2004).

A estabilização macroeconômica promovida pelo Plano Real (1994) e o regime de metas de inflação (1999) fortaleceu o mercado de capitais nacional, reduzindo o risco-país (Montes & Tiberto, 2012). A partir dos anos 2000, a BM&FBovespa (atual B3) instituiu segmentos de listagem (Novo Mercado, Nível I e II) que adotam práticas avançadas de governança, estimulando IPOs e ampliando liquidez (Black et al., 2014; Carvalho & Pennacchi, 2012). Esses aprimoramentos, somados a fatores como crescimento econômico, obtenção do grau de investimento, internacionalização de grandes corporações e protagonismo de fundos de pensão, consolidaram um ambiente de captação mais favorável (Black et al., 2014).

O Brasil é a maior economia da América Latina (Balán et al. 2022) e o seu mercado acionário, maior da América Latina (Paranhos et al., 2024), despontou como destino relevante para investidores institucionais estrangeiros, evidenciado por altos fluxos de capital internacional (Hillier & Loncan, 2019). Em 2012, quase metade das empresas listadas já contava com pelo menos um investidor institucional relevante (OECD, 2013), e, entre 2011 e 2016, 61% das 269 companhias analisadas tinham esses investidores entre os principais acionistas (Fonseca et al., 2019).

Apesar de avanços, a proteção a credores e minoritários ainda é historicamente limitada, e o aumento de empresas sem controlador majoritário único foi modesto (Crisóstomo & Brandão, 2019). Paralelamente, benefícios privados de controle e governança corporativa frágil — tanto no âmbito institucional quanto no das próprias empresas — impactam a dinâmica do mercado de ações (Black et al., 2012). À semelhança de outros mercados emergentes, o Brasil apresenta baixos níveis de proteção ao investidor e transparência (Bortolon & Leal, 2014). A alta concentração de propriedade favorece controle interno, porém acentua custos de agência e assimetria informacional (Pellicani & Kalatzis, 2019).

Sob essa perspectiva, investidores institucionais estrangeiros exercem influência crescente sobre controladores familiares pouco diversificados (Caixe et al., 2024). A possibilidade de “exit” (venda total das ações) pode levar esses controladores a priorizar retornos imediatos (Caixe et al., 2024), ilustrando a “hipótese do capital estrangeiro gafanhoto”, na qual investidores pressionam por ganhos de curto prazo (Borensztein & Gelos, 2003; Brennan & Cao, 1997). Ainda assim, o Brasil atrai capital global pela robustez de seu mercado consumidor, crescimento do poder de compra e destaque na produção e exportação de commodities (Caixe et al., 2024), somado ao fato de que os ativos brasileiros compõem apenas uma parcela modesta em portfólios internacionais, contribuindo para a redução de perdas potenciais em cenários de instabilidade local (Caixe et al., 2024).

2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

A habilidade gerencial pode afetar positivamente o desempenho das empresas, mas depende da discricionariedade decisória e de mecanismos de monitoramento de qualidade (Cheung et al., 2017). A presença de controle efetivo inibe comportamentos

oportunistas, potencializando o efeito benéfico da habilidade gerencial (Cheung et al., 2017), consequentemente, contribuindo para as empresas alcançarem desempenho superior, desde que as demais condições permaneçam constantes (Pan & Tang, 2021).

Nessa perspectiva, investidores institucionais ganham destaque, pois sua expertise, recursos robustos e acesso privilegiado a gestores e conselhos permitem supervisão mais eficaz e menos onerosa (Edmans et al., 2014; Shleifer & Vishny, 1986). Eles incrementam a eficiência das decisões, inclusive na alocação de capital humano (Ghaly et al., 2020), enquanto a remuneração baseada na habilidade gerencial mantém os gestores engajados (Park & Byun, 2021).

Esses investidores se comunicam diretamente com as empresas (Zhang, 2023), podendo participar de conselhos (Da Rin et al., 2013) ou propor soluções estratégicas e financeiras (Brav et al., 2008, 2015). O contato constante com gestores, principalmente em conferências de investidores, favorece o aprendizado gerencial (Zhang, 2023). De maneira adicional, investidores de longo prazo desempenham papel mais ativo que os de curto prazo (McCahery et al., 2016), servindo-se dos canais de “voz” (interação direta e influência em decisões) ou “saída” (venda das ações) para promover boa governança (Lou et al., 2020).

Estudo de Neupane et al. (2024) no mercado indiano revelou que a presença de investidores institucionais estrangeiros intensifica a diligência do conselho e reduz o poder do CEO, ampliando a supervisão e democratizando o processo decisório (Neupane et al., 2024). Em última análise, essa atuação estimula práticas gerenciais mais embasadas, contribuindo para fortalecer tanto a habilidade gerencial quanto o desempenho corporativo (Neupane et al., 2024).

Diante disso, argumenta-se que a participação de investidores institucionais — ao viabilizar monitoramento de alta qualidade, aconselhamento especializado e alinhamento de incentivos — impulsiona o desenvolvimento da habilidade gerencial. Assim, propõe-se:

Hipótese 1 (H1): A presença de investidores institucionais impacta positivamente a habilidade gerencial.

A literatura sugere que investidores institucionais têm influência sobre o desempenho organizacional, tanto em aspectos financeiros quanto operacionais (Ferreira & Matos, 2008). Ao adotar uma perspectiva de longo prazo, promovem operações mais enxutas, elevando a lucratividade e o desempenho organizacional (Park & Na, 2024). Ademais, reforçam controles internos e reduzem deficiências, colaborando para a melhoria da governança corporativa e da eficiência operacional (Li et al., 2021), bem como a adoção de práticas de gestão enxuta, associada a ganhos de lucratividade (Kroes et al., 2018).

No âmbito financeiro, a presença de investidores institucionais facilita o acesso a capital (Chemmanur et al., 2021), influencia o custo da dívida (Elyasiani et al., 2010; Tee, 2018) e do capital próprio (Saci & Jasimuddin, 2021) e impacta o ROE (Epps & Cereola, 2008). O desempenho financeiro reflete a eficácia gerencial na adoção de políticas de criação de valor (Chen et al., 2023), enquanto a teoria da agência indica que o aumento de acionistas institucionais eleva o valor da empresa por meio de monitoramento eficaz (Sakawa & Watanabel, 2020).

No tocante ao desempenho operacional, evidências apontam para maior competitividade e satisfação do cliente (Tan et al., 2007). Uma abordagem operacional eficiente pode facilitar estratégias de precificação e expansão de mercado, maximizando resultados financeiros (Tan et al., 2007). Nos Estados Unidos,

investidores institucionais se relacionam positivamente com retornos de fluxo de caixa operacional, desde que livres de vínculos comerciais que prejudiquem o monitoramento (Cornett et al., 2007).

Em suma, a presença de investidores institucionais não só estimula a habilidade gerencial (H1), mas também favorece o desempenho financeiro e operacional por meio de monitoramento, acesso a capital e práticas enxutas. Assim, propõem-se:

Hipótese 2 (H2a): A presença de investidores institucionais impacta positivamente o desempenho financeiro das empresas.

Hipótese 2 (H2b): A presença de investidores institucionais impacta positivamente o desempenho operacional das empresas.

3 METODOLOGIA

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA

Para a realização deste estudo, são consideradas as companhias brasileiras de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), com dados disponíveis para o período de 2010 a 2023. Seguindo a literatura anterior (Demerjian et al., 2012; Penman & Zhang, 2002), excluem-se as empresas do setor financeiro, em razão de padrões contábeis específicos, bem como aquelas que apresentavam valores contábeis negativos de patrimônio líquido ou não possuíam informações setoriais.

Em seguida, reúnem-se todas as informações disponíveis sobre os fundos registrados na Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), instituição que exerce uma função essencial de regulação e fiscalização no mercado de fundos de investimento no Brasil. Esses fundos enviam dados detalhados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), fornecendo informações abrangentes sobre suas participações acionárias, valores alocados em diferentes ativos e outros investimentos, como títulos de renda fixa ou cotas de outros fundos. Um exemplo de portfólio pode ser consultado no Apêndice B.

A base de dados deste estudo é composta por informações contábeis e financeiras das empresas, coletadas por meio da plataforma LSEG e Comdinheiro. Os dados relativos aos fundos de investimento foram extraídos da base de dados Comdinheiro.

3.2 VARIÁVEIS

3.2.1 Habilidade gerencial

A habilidade gerencial é determinante para o sucesso das organizações, impactando diretamente a formulação e implementação das estratégias corporativas (Dalwai et al., 2023; Wu et al., 2024). Sob essa lógica, o presente estudo emprega a metodologia desenvolvida por Demerjian et al. (2012), que possibilita avaliar os impactos da habilidade gerencial em diversas dimensões organizacionais, tais como desempenho empresarial, escolhas de investimento, compensação executiva, práticas de governança corporativa, bem como efeitos econômicos relacionados à estrutura de propriedade e às variações de produtividade entre países (Demerjian et al., 2012).

Para operacionalizar essa análise, utiliza-se a técnica de Análise Envoltória de Dados (DEA), reconhecida como um método flexível e abrangente para avaliação de desempenho organizacional (Amirteimoori & Kou, 2024). Especificamente, aplica-se um modelo DEA para extrair o fator de eficiência (EF) das empresas analisadas, reforçando-se, dessa maneira, a relevância da abordagem na mensuração da eficiência operacional (Chen et al., 2023), conforme detalhado no modelo do Demerjian et al.

$$\max_v \emptyset = (Sales) * (\delta_1 CoGS + \delta_2 SG\&A + \delta_3 PPE + \delta_4 OpsLeases + \delta_5 R\&D + \delta_6 Goodwill + \delta_7 OIntan)^{-1}$$

$\emptyset$ corresponde ao escore de eficiência da empresa, enquanto as demais variáveis do modelo representam: receita líquida com a venda de bens e serviços (*Sales*) custo dos produtos vendidos (*CoGS*), despesas de vendas, gerais e

administrativas (*SG&A*), ativos imobilizados líquidos (*PPE*), arrendamentos operacionais líquidos (*OpsLeases*), investimentos líquidos em pesquisa e desenvolvimento (*R&D*), ágio adquirido (*Goodwill*) e outros ativos intangíveis (*OIntan*).

Seguindo a abordagem adotada por Park et al. (2016), devido à indisponibilidade frequente de informações específicas, como arrendamentos operacionais, gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e ágio adquirido, tais variáveis foram excluídas da análise, resultando em ajustes no modelo aplicado.

$$\max_v \emptyset = (Sales) * (\delta_1 CoGS + \delta_2 SG\&A + \delta_3 PPE + \delta_4 OIntan)^{-1} \quad (1)$$

O fator de eficiência da firma (EF) gerado pela função de maximização será utilizado em um modelo de regressão linear, por setor, conforme Equação 2:

$$FE_i = \alpha_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 MS_i + \beta_3 FCF_i + \beta_4 AGE_i + \beta_5 Y_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Historicamente, como expõem Andreou et al. (2016), a influência da habilidade gerencial sobre os resultados empresariais foi frequentemente negligenciada devido à premissa de que gestores seriam homogêneos e buscariam objetivos semelhantes. Esses autores apontam que, antes da contribuição pioneira de Demerjian et al. (2012), mensurar empiricamente essa habilidade era uma tarefa desafiadora, principalmente pela ausência de uma métrica precisa que pudesse isolá-la de outras variáveis organizacionais, tais como escala operacional, estrutura funcional, poder de negociação e porte da empresa. Nesse âmbito, Demerjian et al. (2012) propuseram uma medida mais robusta, fundamentada na eficiência relativa das empresas, permitindo identificar especificamente a parcela do desempenho atribuível à capacidade dos gestores.

Pesquisas subsequentes, como as de Baik et al. (2020) e Habib e Hasan (2017), destacam que a métrica de habilidade gerencial proposta por Demerjian et al. (2012), baseada em técnicas de otimização e análise de eficiência, se sobressai em relação a proxies indiretas — como citações midiáticas do CEO, desempenho ajustado por setor ou remuneração do executivo — por capturar de forma mais acurada a capacidade do gestor de alocar recursos e maximizar a eficiência operacional da firma.

Estudos empíricos também evidenciam sua validade externa: Bhutta et al. (2021) demonstram, em empresas não financeiras listadas na Bolsa do Paquistão, que gestores mais habilidosos elevam o desempenho contábil e de mercado, mesmo em um ambiente marcado por restrições financeiras e fragilidades institucionais; já Curi e Lozano-Vivas (2020) adaptam a métrica ao setor bancário europeu e constataam que a maior habilidade gerencial aumenta o valor de franquia e reduz a probabilidade de inadimplência, reforçando sua utilidade em contextos regulatórios desafiadores.

De forma complementar, Desir et al. (2024) analisaram empresas norte-americanas de capital aberto, com ênfase em setores de alta tecnologia e segmentos altamente regulados, utilizando a métrica de habilidade gerencial de Demerjian et al. (2012). Os resultados evidenciam que a habilidade gerencial dos CEOs tende a diminuir com o aumento da idade, especialmente em firmas inovadoras e que exigem respostas rápidas ao mercado. Em contrapartida, em empresas sujeitas a forte regulação, a experiência dos CEOs mais velhos pode contribuir positivamente para a habilidade gerencial.

A metodologia adotada neste estudo é composta por duas etapas principais. Inicialmente, realiza-se uma avaliação da eficiência operacional das empresas, confrontando suas vendas com insumos-chave como custo das vendas, despesas

gerais, administrativas e de vendas, imobilizado, ativos intangíveis e etc. (Demerjian et al., 2012). Em seguida, calcula-se a eficiência relativa de cada empresa comparativamente à empresa mais eficiente do mesmo ano, dividindo essa eficiência entre fatores fundamentais da firma e aspectos ligados diretamente às habilidades gerenciais (Demerjian et al., 2012). Segundo Alzugaiby (2022), quando a pontuação DEA obtida por uma empresa é igual a 1, considera-se que seus recursos estão sendo empregados de maneira eficiente. Por outro lado, valores inferiores a 1 indicam uma menor eficiência no uso dos recursos disponíveis.

Na segunda etapa, as eficiências obtidas são regredidas em variáveis de gerenciamento — tamanho da organização, fatia de mercado, fluxo de caixa livre (FCL) positivo e idade da companhia — e o resíduo dessa regressão é interpretado como pontuação de habilidade gerencial (Demerjian et al., 2012). Essa metodologia tem sido empregada em diversos estudos que analisam habilidade gerencial, conforme demonstrado por pesquisas de Cheung et al. (2017), Demerjian et al. (2013), Haider et al. (2021) e Li et al. (2025).

Dessa forma, conforme o estudo original (Demerjian et al., 2012), assume-se que o termo de erro representa um conjunto de fatores que o modelo não conseguiu explicar, sendo atribuíveis à parcela da eficiência que reflete a habilidade gerencial dos gestores.

3.2.2 Performance financeira e operacional

Uma das finalidades primordiais de uma empresa é a geração de lucros que beneficiem os investidores (Epps & Cerrola, 2008). Nesta perspectiva, Panda & Leepsa (2019) realçam que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) atua como um indicador para a avaliação do desempenho financeiro. Esse indicador serve para

mensurar a rentabilidade do capital investido pelos acionistas (Santos et al., 2022), conforme ilustrado na equação 3:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}_{\text{médio}}} \quad (3)$$

De acordo com os preceitos da teoria financeira, o crescimento da receita, aliado à contenção dos custos de vendas, apresenta-se como o principal motor para a geração do lucro operacional (Banerjee et al., 2023). Dessa forma, a performance operacional será mensurada pelo Retorno Operacional sobre o Ativo (RNOA), uma vez que ele se destaca como um indicador da eficácia de uma empresa na obtenção de lucros, por meio da otimização de seus ativos (Sunarto et al., 2021), conforme ilustrado na Equação 4:

$$RNOA = \frac{\text{Lucro Operacional Líquido (NOPAT)}}{\text{Ativo}_{\text{médio}} - \text{Disponibilidades}} \quad (4)$$

3.2.3 Participação dos investidores institucionais

A participação dos investidores institucionais será mensurada por meio de diferentes variáveis (Novaes et al., 2025). Inicialmente, a variável PI (Participação Institucional) representa o total de participação acionária de uma empresa i detida por fundos de investimento no ano t. Paralelamente, para capturar características específicas e expectativas sobre o comportamento dos gestores, serão calculadas as variáveis PI_FM (Participação de Fundos Mútuos) e PI_HF (Participação de Hedge Funds, ou Fundos Multimercados).

De acordo com o Anuário da Indústria de Fundos de Investimento de 2013 (FGV-SP & ANBIMA), o mercado brasileiro de fundos, o sexto maior globalmente, administra mais de R\$ 2 trilhões, representando quase 50% do PIB nacional. Este setor demonstra um potencial de crescimento, em parte devido ao patrimônio líquido médio das empresas brasileiras ser inferior ao dos Estados Unidos (Borges & Martelanc, 2015). Com mais de oito mil fundos em operação, apenas 34% são acessíveis a múltiplos investidores, e quase metade são classificados como fundos de fundos (Varga & Wenegert, 2010). Apesar da diversificação e expansão, o setor apresenta baixa competitividade, concentrando a maior parte dos ativos em poucos administradores (Silva et al., 2022).

De modo adicional, serão mapeados os fundos com posições de “Longo Prazo” (PI_DED), ou seja, aqueles que mantiveram a participação em uma empresa por um período superior a um ano e os com participação superior a 5% (PI_REL). As empresas da amostra que não estiverem presentes nas carteiras dos fundos receberão o valor 0 para essa variável.

É importante salientar que as informações das carteiras dos fundos são obtidas no último dia de abril, subsequente ao período limite de divulgação anual. Isso assegura que o gestor do fundo tenha tempo suficiente para absorver as informações contábeis divulgadas. Com efeito, essa medida visa reduzir preocupações relacionadas à endogeneidade, estabelecendo um prazo mínimo de 11 meses para que o efeito esperado do monitoramento se manifeste.

3.2.4 Modelo econométrico

Por fim, a Equação 5 é utilizada para analisar o impacto da participação dos investidores institucionais na capacidade de gestão e no desempenho da empresa.

$$Y_{it}^j = \beta_0 + \beta_1 PI_{it-1} + \beta_k \sum_{k=2}^j Firm.Control_{it} + Setor + Ano + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Nesta equação, Y representa as j proxies utilizadas para medir tanto a habilidade gerencial (HG) quanto o desempenho operacional e financeiro, enquanto PI denota a participação institucional do ano anterior. O coeficiente β_k corresponde ao conjunto de variáveis de controle relacionadas ao nível da empresa. Dessa forma, um β_1 significativo indicará um efeito de monitoramento na gestão, conduzindo a melhores resultados para a empresa, mantendo as demais covariáveis constantes.

4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas neste estudo. Todas as variáveis foram winsorizadas ao nível de 1%, a fim de mitigar os efeitos de outliers. A amostra contempla 2.038 observações para a maioria das variáveis, com exceção da variável de habilidade gerencial, que possui 1.162 observações. A amostra principal é composta por empresas não financeiras, investidas e não investidas por investidores institucionais, no período de 2010 a 2023, com dados obtidos nas bases Comdinheiro® e LSEG®.

As variáveis dependentes referem-se à performance, considerada em três dimensões: financeira (ROE), operacional (RNOA) e gerencial (HAB_GERENCIAL). As variáveis de interesse captam a participação institucional, englobando: o percentual total de participação dos investidores institucionais (PI), a participação de hedge funds (PI_HF), de fundos mútuos (PI_FM), de fundos dedicados (PI_DED) e de fundos relevantes (PI_REL).

Adicionalmente, foram utilizadas variáveis de controle, tais como: o tamanho da empresa, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total; a alavancagem, obtida pela razão entre o passivo financeiro e ativo total; a idade, calculada pela diferença entre o ano de análise e a data de fundação da empresa; o crescimento da receita, definido como a variação percentual em relação ao ano anterior; e a liquidez, representada pela razão entre ativo circulante e passivo circulante.

Tabela 1: Estatística descritiva

Variável	Observações	Média	DP	Min	p25	p50	p75	Max
Painel A: Variáveis Explicadas								
ROE	2038	0,065	0,278	-1,320	0,007	0,094	0,186	0,767
RNOA	2038	0,059	0,081	-0,279	0,024	0,059	0,101	0,285
HAB_GERENCIAL	1162	-0,003	0,215	-0,524	-0,157	0,017	0,170	0,375
Painel B: Variáveis Explicativas de Interesse								
PI	2038	5,896%	0,102	0,000	0,000	0,000	0,082	0,481
PI_HF	2038	0,617%	0,015	0,000	0,000	0,000	0,004	0,090
PI_FM	2038	2,409%	0,054	0,000	0,000	0,000	0,019	0,296
PI_DED	2038	0,428%	0,014	0,000	0,000	0,000	0,001	0,099
PI_REL	2038	1,650%	0,056	0,000	0,000	0,000	0,000	0,357
Painel C: Variáveis de Controle								
Tamanho	2038	22,314	1,628	18,378	21,227	22,246	23,350	26,500
Alavancagem	2038	0,307	0,170	0,001	0,182	0,308	0,426	0,724
Idade	2038	43,005	27,983	2,647	17,511	40,946	62,533	123,689
Price-to-book	2038	1,986	3,303	0,072	0,605	1,150	2,138	28,390
Crescimento Receita	2038	0,137	0,351	-0,682	-0,020	0,095	0,225	2,019
Liquidez	2038	2,035	1,506	0,363	1,178	1,652	2,369	10,534

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

No que se refere ao desempenho financeiro, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) apresenta média de 0,065 (6,5%), com desvio padrão de 0,278, evidenciando heterogeneidade entre as empresas da amostra. Já o desempenho operacional, mensurado pelo Retorno sobre Ativos Operacionais Líquidos (RNOA), mostra média de 0,059 (5,9%), e desvio padrão de 0,081, indicando menor dispersão em relação ao ROE. Ademais, a proximidade entre a média e a mediana (0,059) sugere uma distribuição mais simétrica dessa variável.

A distribuição é semelhante à documentada por Novaes et al. (2025). Por exemplo, a mediana do ROE nesta amostra (9,4%) aproxima-se da mediana de 10% documentada por aqueles autores, sinalizando estabilidade na medida central, mesmo diante de diferentes procedimentos de tratamento de outliers e da presença de caudas negativas mais acentuadas em seu estudo. Assim, embora as médias possam divergir em função de distintas restrições das variáveis estudadas nos estudos, e da modelagem estatística empregada, as medianas convergem, reforçando a robustez

dos resultados e a comparabilidade entre os trabalhos. Ademais, a média do retorno sobre o ativo (5,9%) é ligeiramente superior aos 3.47% documentados em Fonseca et al. (2019), contudo, a diferença é consistente em que pese o primeiro utilizar o conceito operacional (RNOA), enquanto o último utiliza o retorno global (ROA).

A variável de habilidade gerencial, construída a partir do modelo de eficiência DEA e ajustada por tratamento econométrico, apresenta média próxima de zero (-0,003), resultado compatível com sua concepção metodológica como resíduo de regressão. O valor médio se aproxima aos -0.004 documentos por Demerjian et al. (2012), cujos valores mínimos e máximos foram -0.415 e 0.557. Convém ressaltar que os estudos consideram mercados diferentes e não há estudos nacionais utilizando a mesma métrica para serem comparados até o momento. Em relação às variáveis de participação institucional, a participação total de investidores institucionais (PI) apresenta média de 0,0589 (5,89%), e desvio padrão de 0,102, sugerindo diferenças entre empresas quanto ao grau de presença dos institucionais.

A participação de *hedge funds* (PI_HF) possui média de 0,0062 (0,62%), enquanto a de fundos mútuos (PI_FM) apresenta média superior, de 0,024 (2,41%), indicando maior representatividade destes na estrutura acionária das empresas analisadas. Investidores institucionais dedicados (PI_DED), caracterizados por deter participação acionária por período mínimo de dois anos, registram média de 0,0043 (0,43%). Ao passo que os investidores institucionais relevantes (PI_REL), definidos por posições superiores a 5% do capital, apresentam média de 0,0165 (1,65%). Esses resultados mostram que, apesar da presença institucional no Brasil não ser alta, há heterogeneidade entre os diferentes tipos de investidores, com destaque para a maior participação de fundos mútuos.

A comparação com Novaes et al. (2025) reforça esse diagnóstico. Naquele estudo, a participação média total alcança 7,83%, valor superior ao observado aqui, embora o formato distributivo seja bastante semelhante: em ambos os casos, as distribuições não seguem padrões normais, concentrando-se em valores baixos e com medianas reduzidas (por exemplo, 0% nesta amostra e 3,5% em Novaes). Esse padrão indica que a maioria das firmas não apresenta propriedade institucional significativa, ao passo que poucas concentram níveis mais elevados. A convergência nos formatos distributivos, mesmo diante de diferenças nos níveis médios, sugere que o mercado brasileiro apresenta uma estrutura de propriedade marcada por forte concentração e dispersão seletiva entre as empresas.

Quanto às variáveis de controle, o tamanho médio das empresas, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total, é de 22,31, refletindo empresas de porte expressivo. A alavancagem financeira média de 0,307 (30,7%) sinaliza que aproximadamente um terço dos recursos econômicos (ativos) é financiado por capital de terceiros. A idade das empresas, com média de 43 anos, seguida de um desvio padrão de 27,98, revela um ambiente corporativo marcado tanto pela presença de empresas consolidadas quanto por empresas mais jovens, evidenciando heterogeneidade em termos de maturidade empresarial. O índice *price-to-book* apresenta média de 1,99, sugerindo que, em média, o mercado avalia as empresas em quase o dobro de seu valor contábil, embora o elevado desvio padrão (3,3) denote forte variabilidade. O crescimento médio da receita é de 0,137 (13,7%), apontando para trajetórias de expansão heterogêneas no período analisado. Por fim, a liquidez corrente média de 2,04 indica capacidade, em geral, de honrar as obrigações exigíveis de curto prazo, embora o desvio padrão de 1,51 revele dispersão nesse indicador.

A Tabela 2 apresenta a presença de investidores institucionais por setor econômico (Painel A) e por ano (Painel B), considerando a amostra de empresas não financeiras entre 2010 e 2023. A análise dos Painéis da Tabela 2 apresenta dinâmicas distintas na participação de investidores institucionais por setor e por período, apontando implicações sobre o papel desses agentes no mercado acionário brasileiro.

Tabela 2: Participação dos investidores institucionais

Painel A: Presença Institucional por Setor															
Setor	PI			PI_HF			PI_FM			PI_DED			PI_REL		
	0	1	%	0	1	%	0	1	%	0	1	%	0	1	%
Educacional	43	20	0,98%	44	19	0,93%	43	20	0,98%	49	14	0,69%	63	0	0,00%
Materiais Básicos	144	101	4,96%	176	69	3,39%	144	101	4,96%	177	68	3,34%	230	15	0,74%
Consumo Cíclico	285	156	7,65%	319	122	5,99%	292	149	7,31%	348	93	4,56%	387	54	2,65%
Consumo Não Cíclico	82	120	5,89%	93	109	5,35%	86	116	5,69%	118	84	4,12%	167	35	1,72%
Energia	23	30	1,47%	37	16	0,79%	24	29	1,42%	40	13	0,64%	45	8	0,39%
Saúde	16	84	4,12%	25	75	3,68%	17	83	4,07%	43	57	2,80%	86	14	0,69%
Industriais	155	112	5,50%	184	83	4,07%	164	103	5,05%	207	60	2,94%	232	35	1,72%
Imobiliário	108	143	7,02%	135	116	5,69%	118	133	6,53%	169	82	4,02%	223	28	1,37%
Tecnologia	59	37	1,82%	64	32	1,57%	61	35	1,72%	71	25	1,23%	90	6	0,29%
Utilidades	159	161	7,90%	196	124	6,08%	168	152	7,46%	227	93	4,56%	284	36	1,77%
Total	1074	964	47,30%	1273	765	37,54%	1117	921	45,19%	1449	589	28,90%	1807	231	11,33%
Painel B: Presença Institucional por Ano															
Ano	PI			PI_HF			PI_FM			PI_DED			PI_REL		
	0	1	%	0	1	%	0	1	%	0	1	%	0	1	%
2011	3	1	0,05%	3	1	0,05%	3	1	0,05%	4	0	0,00%	4	0	0,00%
2012	107	49	2,40%	126	30	1,47%	108	48	2,36%	131	25	1,23%	147	9	0,44%
2013	101	50	2,45%	114	37	1,82%	101	50	2,45%	114	37	1,82%	142	9	0,44%
2014	98	52	2,55%	110	40	1,96%	99	51	2,50%	122	28	1,37%	137	13	0,64%
2015	94	48	2,36%	108	34	1,67%	95	47	2,31%	109	33	1,62%	127	15	0,74%
2016	92	50	2,45%	112	30	1,47%	93	49	2,40%	115	27	1,32%	128	14	0,69%
2017	89	57	2,80%	106	40	1,96%	91	55	2,70%	115	31	1,52%	136	10	0,49%
2018	91	62	3,04%	104	49	2,40%	93	60	2,94%	115	38	1,86%	142	11	0,54%
2019	87	71	3,48%	106	52	2,55%	90	68	3,34%	111	47	2,31%	142	16	0,79%
2020	95	71	3,48%	102	64	3,14%	108	58	2,85%	133	33	1,62%	164	2	0,10%
2021	71	125	6,13%	90	106	5,20%	75	121	5,94%	141	55	2,70%	167	29	1,42%
2022	74	162	7,95%	97	139	6,82%	80	156	7,65%	127	109	5,35%	193	43	2,11%
2023	72	166	8,15%	95	143	7,02%	81	157	7,70%	112	126	6,18%	178	60	2,94%
Total	1074	964	47,30%	1273	765	37,54%	1117	921	45,19%	1449	589	28,90%	1807	231	11,33%

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Setorialmente, observa-se que a participação institucional não é uniforme entre os setores, e certos segmentos atraem perfis específicos de investidores institucionais. Os setores de utilidades e consumo não cíclico destacam-se por apresentarem um perfil mais estável, com maior previsibilidade de fluxos de caixa e menor sensibilidade a variáveis macroeconômicas (como taxa de juros, renda, câmbio, inflação, desemprego etc.). Esses setores abrigam empresas em crescimento e consolidadas e apresentam os maiores níveis de presença institucional agregada, com participação média de aproximadamente 7,90% em utilidades e 5,89% em consumo não cíclico.

Essa presença se reflete também ao detalhar por tipo de investidor institucional. Por exemplo, os *hedges funds* com presença de 6,08% nas utilidades e 5,35% em consumo não cíclico; fundos mútuos 7,46% e 5,69% respectivamente; investidores dedicados cerca de 4,56% e 4,12%; e investidores relevantes cerca de 1,77% e 1,72% nesses setores. Esses dados sinalizam que utilidades e consumo não cíclicos, exercem alguma atratividade aos investidores institucionais.

Além dos setores defensivos, vale notar que o setor de consumo cíclico, também aparece com destaque na presença de institucionais. Esse setor é caracterizado por menor estabilidade, menor previsibilidade de fluxos de caixa e maior sensibilidade às condições macroeconômicas, ou seja, envolve maior risco, mas também potencial de retornos mais elevados em cenários favoráveis.

Os maiores percentuais de presença institucional concentram-se justamente em utilidades (7,90%), consumo cíclico (7,65%), imobiliário (7,02%) e consumo não cíclico (5,89%), indicando que tanto setores mais estáveis quanto setores de maior risco/retorno podem atrair volumes de investimentos de institucionais.

Em linha com a análise setorial descrita acima, Fonseca et al. (2019) documentam, para o Brasil, heterogeneidade marcada entre investidores institucionais, agrupando-os em perfis com miopia/curto prazo e perfis menos voláteis/conservadores.

De maneira complementar, ao comparar com o estudo de Novaes (2025), a participação institucional não se distribui de forma uniforme. Setores como Saúde e Consumo Não Cíclico concentram presença expressiva em ambos os estudos (84% aqui e 88% em Novaes, no caso de Saúde), indicando atratividade estável a perfis conservadores de investidores. Já o setor de Consumo Cíclico apresenta contraste: nesta amostra, 35% das firmas possuem pelo menos um investidor institucional, enquanto em Novaes o percentual alcança 82%. Essa diferença decorre tanto de definições distintas de inclusão (denominadores) quanto de composição amostral. Ainda assim, os dois trabalhos convergem ao apontar que segmentos mais previsíveis (utilidades, consumo estável) atraem institucionais com horizontes de longo prazo, enquanto setores cíclicos funcionam como opção de maior risco e retorno para fundos específicos.

Do ponto de vista temporal, os dados do Painel B evidenciam uma intensificação da presença institucional ao longo dos anos no mercado acionário brasileiro. Esse aumento contínuo indica um processo de crescente institucionalização do mercado acionário, com investidores profissionais detendo parcelas progressivamente maiores do capital das empresas brasileiras. *Hedge funds* e fundos mútuos ampliaram sua atuação de forma acentuada, especialmente nos anos mais recentes.

Em contraste, a participação dos investidores dedicados manteve-se relativamente constante e com um crescimento mais forte nos últimos três anos,

refletindo seu compromisso num intervalo de tempo maior com as empresas. Adicionalmente, observa-se um aumento moderado na presença de investidores institucionais relevantes ao longo do tempo, sinalizando que mais instituições alcançam posições de destaque. Isso sugere uma disposição crescente desses agentes em influenciar diretamente as políticas operacionais e financeiras das empresas.

Nesta amostra, a frequência de firmas com pelo menos um institucional (PI=1) atinge 70% em 2021–2023, compatível com a faixa de 70–80% relatada por Novaes et al. (2025). Essa tendência reforça a leitura de que o mercado acionário brasileiro passou por um processo de crescente institucionalização, ampliando o papel dos agentes profissionais na governança corporativa. Adicionalmente, diferenças entre os estudos refletem escolhas metodológicas: Novaes centralizam os componentes do retorno em torno da mediana setorial (margem, giro e alavancagem), enquanto aqui o desempenho é captado por métricas globais (ROE, RNOA e habilidade gerencial), mas em ambos os casos os resultados apontam para padrões distributivos semelhantes e para uma crescente relevância dos investidores institucionais no mercado brasileiro.

Em suma, os achados da Tabela 2 indicam que a atuação dos investidores institucionais difere conforme o contexto setorial e temporal. Enquanto *hedge funds* e fundos mútuos trazem dinamismo e cobram desempenho imediato, concentrando-se em setores e períodos de maior oportunidade, investidores dedicados e institucionais relevantes fornecem estabilidade acionária e envolvimento de longo prazo, geralmente em setores mais tradicionais ou estratégicos e de maneira consistente ao longo dos anos. O resultado é um mercado de capitais no qual a influência institucional

se torna mais complexa e multifacetada, variando conforme as características setoriais e a evolução do mercado.

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação de Person, com o objetivo de explorar de forma mais detalhada a relação linear entre as variáveis. A amostra principal é composta por empresas não financeiras, investidas e não investidas por investidores institucionais, no período de 2010 a 2023, com dados obtidos nas bases Comdinheiro® e LSEG®.

Tabela 3: Matriz de correlação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) ROE	1.000												
(2) RNOA	0.648***	1.000											
(3) PI	-0.025	-0.072***	1.000										
(4) PI_HF	-0.024	-0.071***	0.597***	1.000									
(5) PI_FM	-0.021	-0.037*	0.777***	0.488***	1.000								
(6) PI_DED	-0.019	-0.019	0.528***	0.483***	0.630***	1.000							
(7) PI_REL	-0.001	-0.025	0.753***	0.254***	0.662***	0.374***	1.000						
(8) Tamanho	0.116***	0.131***	-0.013	-0.060***	0.002	-0.026	0.014	1.000					
(9) Alavancagem	-0.130***	-0.055**	0.038*	0.000	0.014	0.002	0.016	0.341***	1.000				
(10) Idade	0.031	0.052**	0.090***	0.030	0.106**	0.048**	0.100***	-0.046**	-0.111***	1.000			
(11) Price-to-book	-0.118***	0.092**	-0.025	-0.031	0.002	0.001	0.014	-0.037*	0.100***	-0.006	1.000		
(12) Crescimento Receita	0.152***	0.205***	0.051**	0.045**	0.029	0.017	0.007	0.039*	-0.003	-0.086***	0.051**	1.000	
(13) Liquidez	0.109***	0.065***	-0.020	-0.009	-0.012	-0.009	-0.017	-0.255***	-0.375***	-0.082***	-0.083***	0.000	1.000

Fonte: Elaborado pelo autor (2025)

Percebe-se correlação positiva e estatisticamente significativa entre ROE e RNOA (0,648***), o que era esperado, dado que ambos capturam dimensões próximas do desempenho econômico-financeiro das empresas. Esse resultado indica consistência interna entre os indicadores de performance financeira e operacional. Ademais, ROE e RNOA exibem correlações significativas, ainda que de menor magnitude, com variáveis de controle como tamanho (0,116*** e 0,131***) e liquidez (0,109*** e 0,065***), sugerindo que empresas maiores e mais líquidas tendem a apresentar desempenho superior.

As variáveis que representam diferentes tipos de investidores institucionais apresentam correlações bastante elevadas entre si. Destacam-se as correlações de PI com PI_FM (0,777***), PI com PI_REL (0,753***) e PI_SF com PI_DED (0,630***). Esses resultados mostram que, embora a participação institucional seja medida em categorias distintas, há uma forte interdependência entre elas: quando há maior presença de institucionais como um todo, também tende a haver maior incidência de fundos mútuos, investidores dedicados e investidores relevantes. Esse padrão é consistente com a ideia de que certos perfis de institucionais coexistem nas mesmas empresas, reforçando-se mutuamente.

Tabela 1 - Teste de diferenças de médias e medianas

Painel A: Teste de diferenças de Médias

<i>Empresas com participação institucional = 0</i>		<i>Empresas com participação institucional > 0</i>		
Variável	Média	Média	Diferença	P-valor
ROE	0,0646	0,0652	0,0006	0,961
RNOA	0,0643	0,0537	-0,0106	0,003***

Painel B: Teste de diferenças de Medianas

<i>Empresas com participação institucional = 0</i>		<i>Empresas com participação institucional > 0</i>		
Variável	Mediana	Mediana	Diferença	P-valor
ROE	0,1000	0,0882	-0,0117	0,448
RNOA	0,0646	0,0555	-0,0092	0,003***

Nota: Elaborado pelo autor.

***, **, * significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Esta tabela apresenta os resultados dos testes de diferenças de médias (teste t de Student) e de medianas (teste de Wilcoxon rank-sum/Mann–Whitney) entre empresas não financeiras investidas e não investidas por investidores institucionais no período de 2010 a 2023. Os dados foram obtidos nas bases de dados Comdinheiro® e LSEG®.

Os resultados da Tabela 4 evidenciam diferenças relevantes no desempenho operacional das empresas em função da participação de investidores institucionais. Em relação ao retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), tanto os testes de médias quanto os de medianas não apontaram significância estatística, indicando que a presença desses investidores não exerce efeito sistemático sobre essa medida de rentabilidade. Já no caso do retorno sobre ativos operacionais líquidos (RNOA), os testes revelaram diferenças estatisticamente significativas ao nível de 1%, tanto para médias quanto para medianas. Especificamente, observou-se que empresas com participação institucional apresentaram valores médios e medianos de RNOA inferiores aos verificados nas empresas sem esse tipo de participação. Esses achados sugerem que a presença de investidores institucionais está associada a um desempenho operacional relativamente mais baixo, ainda que não se observe impacto significativo sobre a rentabilidade do patrimônio líquido.

4.2 REGRESSÕES

Os resultados das regressões que testam a hipótese H1 a respeito do impacto da participação dos investidores institucionais sobre a habilidade gerencial estão apresentados na Tabela 5, divididos em dois painéis: Painel A, referente à participação dos investidores institucionais percentual e Painel B, que contempla a presença dos investidores institucionais.

Tabela 2 - Impacto da participação dos investidores institucionais sobre a habilidade gerencial

Painel A: Participação dos investidores institucionais percentual**Var. Dep.: Habilidade Gerencial**

	Coefficiente	Estatística t	Coefficiente	Estatística t
HAB_GERENCIAL t-1	0,761***	36,92	0,759***	36,89
PI	0,041	1,12		
PI_HF			0,379	1,18
PI_FM			0,085	0,74
PI_DED			-0,103	-0,30
PI_REL			-0,064	-0,69
D_GOV	0,008	0,91	0,008	0,89
Tamanho	0,000	0,16	0,001	0,22
Alavancagem	-0,022	-0,76	-0,021	-0,74
Idade	0,000	1,48	0,000*	1,66
Price-to-book	0,001	0,69	0,001	0,77
Crescimento Receita	-0,011	-0,88	-0,012	-0,92
Liquidez	0,006	1,53	0,006	1,54
D_PREJ	0,006	0,53	0,005	0,48
Constante	-0,037	-0,57	-0,043	-0,65
Obs	907		907	
VIF	1,11		1,39	
Prob>F	0,000		0,000	
R2 ajustado	0,661		0,661	
Efeito fixo (setor e ano)	sim		sim	

Painel B: Presença dos investidores institucionais

	Coefficiente	Estatística t	Coefficiente	Estatística t
HAB_GERENCIAL t-1	0,758***	36,85	0,757***	36,81
D_PI	0,014	1,56		
D_PI_HF			0,018	1,16
D_PI_FM			-0,003	-0,19
D_PI_DED			0,006	0,45
D_PI_REL			-0,003	-0,23
D_GOV	0,009	1,05	0,009	1,01
Tamanho	0,000	0,00	0,000	-0,02
Alavancagem	-0,023	-0,81	-0,023	-0,81
Idade	0,000*	1,68	0,000*	1,71
Price-to-book	0,001	0,78	0,001	0,84
Crescimento Receita	-0,011	-0,88	-0,011	-0,87
Liquidez	0,006	1,55	0,007	1,65
D_PREJ	0,006	0,56	0,005	0,50
Constante	-0,033	-0,51	-0,033	-0,51
Obs	907		907	
VIF	1,12		1,51	
Prob>F	0,000		0,000	
R2 ajustado	0,662		0,662	
Efeito fixo (setor e ano)	sim		sim	

Nota: Elaborado pelo autor.

***, **, * significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Esta tabela apresenta os resultados dos modelos estimados através do estimador de efeito fixo, incluindo empresas não financeiras investidas e não investidas por investidores institucionais no período de 2010 a 2023. Os dados foram obtidos nas bases de dados Comdinheiro® e LSEG®. A variável dependente consiste na performance gerencial (HAB_GERENCIAL). As variáveis de interesse referentes a participação institucional estão segregadas em: PI, refere-se ao percentual de participação dos investidores institucionais como um todo, PI_HF refere-se à participação dos hedges funds, PI_FM refere-se à participação de fundos mútuos, PI_DED refere-se à participação de fundos dedicados e

PI_REL refere-se à participação de fundos relevantes. As variáveis de controle são: tamanho, calculado como o logaritmo natural do ativo total; alavancagem, calculado como a razão entre a dívida financeira e o ativo total; Idade, calculada como a diferença do ano de análise e a data de fundação da empresa; Crescimento da receita, calculada como a diferença entre a receita do ano atual em relação a receita do ano anterior, dividido pela receita do ano anterior; Liquidez, calculada como a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante; D_PREJ, calculada como variável dummy que assume valor 1 caso a empresa tenha apresentado lucro líquido negativo no período t-1.

Os resultados apresentados nos Painéis A e B (Tabela 5) indicam que a participação de investidores institucionais, tanto de forma agregada quanto desagregada por tipo, não exerceu efeito significativo sobre a habilidade gerencial das empresas analisadas. Em ambas as especificações, a variável defasada de habilidade gerencial (HAB_GERENCIAL t-1) apresentou coeficiente elevado e estatisticamente significativo (0,761 e 0,758, respectivamente), evidenciando a forte persistência temporal dessa característica. Em contrapartida, as variáveis relacionadas à presença e à participação institucional não se mostraram relevantes, sugerindo que a trajetória histórica dos gestores desempenha papel mais determinante na eficiência gerencial do que a estrutura de propriedade acionária.

A habilidade gerencial, conforme definida por Demerjian et al. (2012), representa a capacidade dos gestores em empregar eficientemente os recursos disponíveis para gerar receitas e criar valor. Trata-se de uma métrica construída a partir da metodologia *Data Envelopment Analysis* (DEA), que controla os fatores da empresa a fim de isolar a eficiência atribuível exclusivamente ao gestor. Essa concepção implica que a habilidade é um atributo relativamente estável e de difícil alteração no curto prazo, sendo fortemente influenciada por fatores como experiência prévia, competências cognitivas, liderança e histórico profissional (Demerjian et al., 2012; Baik, Farber & Lee, 2011).

Em mercados desenvolvidos, no entanto, há evidências de que a propriedade institucional pode exercer influência positiva sobre a eficiência gerencial. Baghdadi et

al. (2018), utilizando a métrica de Demerjian para empresas norte-americanas, constataram que níveis mais elevados de propriedade institucional aumentam a eficiência dos gestores em gerar receitas, efeito que se manteve mesmo após controlar variações exógenas na base acionária. Os autores argumentam que a presença de investidores institucionais cria incentivos adicionais para os gestores melhorarem sua performance, não por meio da substituição de executivos, mas pelo estímulo ao esforço e à tomada de decisões mais racionais sob monitoramento ativo.

Entretanto, a ausência de efeito significativo observada no contexto brasileiro pode ser explicada por diferenças estruturais e institucionais relevantes. Em primeiro lugar, a estrutura de propriedade concentrada das empresas no Brasil, com predominância de acionistas controladores, tais como famílias, grupos empresariais ou o Estado, tende a limitar a influência disciplinadora dos investidores minoritários (Caixe, 2024; Leal & Carvalho-da-Silva, 2007; Silveira et al., 2010). Assim, mesmo quando investidores institucionais detêm participações acionárias relevantes, sua capacidade de interferir na conduta dos gestores é frequentemente restringida pela autoridade e pelo poder de decisão dos controladores. Essa característica difere consideravelmente do ambiente norte-americano, onde a propriedade é mais pulverizada e os institucionais possuem maior capacidade de exercer *voice* em assembleias e nos conselhos (Gillan & Starks, 2000).

Adicionalmente, a heterogeneidade entre os investidores institucionais também contribui para explicar os resultados. Enquanto alguns investidores institucionais, como fundos de pensão e gestores de longo prazo, tendem a adotar postura ativa no monitoramento (Scaramussa & Bortolon, 2024), outros, como fundos passivos ou estrangeiros com estratégias de curto prazo, assumem comportamento predominantemente inerte (*exit* em vez de *voice*) e não interferem de forma

significativa na gestão cotidiana (Bebchuk, Cohen & Hirst, 2017). Dessa forma, a mera presença institucional no capital social não garante, por si só, pressões sobre os gestores para elevar sua eficiência operacional.

Outro ponto crucial refere-se à natureza intrínseca e persistente da habilidade gerencial. Como apontado por Demerjian et al. (2012), gestores altamente habilitados mantêm padrões consistentes de desempenho ao longo do tempo, o que explica a elevada correlação da variável defasada. Essa estabilidade sugere que mudanças na estrutura acionária dificilmente se traduzem em variações rápidas na habilidade individual dos gestores, a menos que haja substituição de executivos ou políticas explícitas de incentivo à eficiência, o que não foi identificado de forma sistemática no período analisado.

Portanto, o resultado de ausência de significância estatística entre a presença de investidores institucionais e a habilidade gerencial nas empresas brasileiras pode ser interpretado como reflexo de um ambiente corporativo em que: (i) o controle concentrado e as limitações de governança restringem a atuação disciplinadora dos institucionais; (ii) a heterogeneidade entre os tipos de investidores leva a diferentes graus de envolvimento com a gestão; e (iii) a habilidade gerencial é uma característica fortemente persistente, pouco sensível a alterações exógenas na composição acionária no curto prazo.

Em síntese, ao contrastar com os achados de Baghdadi et al. (2018) para o mercado norte-americano, observa-se que os resultados brasileiros convergem mais com a literatura que reconhece as restrições estruturais e institucionais típicas de mercados emergentes (Satt et al., 2021; Scaramussa & Bortolon, 2024), reforçando a ideia de que o impacto dos investidores institucionais sobre a eficiência gerencial é fortemente dependente do contexto de governança e da natureza da base acionária.

Os resultados das regressões que testam as hipóteses H2a e H2b a respeito do impacto da participação percentual dos investidores institucionais sobre a performance empresarial estão apresentados na Tabela 6, divididos em dois painéis: Painel A, referente à performance financeira (medida por ROE) e Painel B, referente à performance operacional (medida por RNOA). Todas as regressões foram estimadas com efeitos fixos por setor e ano, conforme indicado na tabela.

Tabela 6 - Impacto da participação percentual dos investidores institucionais sobre a performance empresarial

Painel A: Performance Financeira - ROE				
Var. Dep.: ROE				
	Coeficiente	Estatística t	Coeficiente	Estatística t
ROE t-1	0,433***	5,80	0,433***	5,82
PI	-0,101*	-1,80		
PI_HF			-0,430	-1,20
PI_FM			-0,213	-1,26
PI_DED			0,275	0,40
PI_REL			0,100	0,73
Tamanho	0,012**	2,57	0,012**	2,54
Alavancagem	-0,099**	-2,02	-0,101**	-2,07
Idade	0,000	0,39	0,000	0,29
Price-to-book	-0,011**	-2,33	-0,011**	-2,34
Crescimento Receita	0,155***	6,27	0,155***	6,26
Liquidez	0,012***	2,80	0,012***	2,79
D_PREJ	-0,109***	-4,62	-0,109***	-4,62
Constante	-0,208**	-1,87	-0,206*	-1,84
Obs	1735		1735	
VIF	1,27		1,52	
Prob>F	0,000		0,000	
R2 ajustado	0,353		0,353	
Efeito fixo (setor e ano)	sim		sim	
Painel B: Performance Operacional - RNOA				
Var. Dep.: RNOA				
	Coeficiente	Estatística t	Coeficiente	Estatística t
RNOA t-1	0,591***	12,80	0,594***	12,84
PI	-0,047***	-3,54		
PI_HF			-0,222**	-2,41
PI_FM			-0,062	-1,47
PI_DED			0,190	1,34
PI_REL			-0,009	-0,33
Tamanho	0,003**	2,22	0,003**	2,21
Alavancagem	-0,021*	-1,95	-0,021**	-2,03
Idade	0,000	1,53	0,000	1,42
Price-to-book	0,000	0,46	0,000	0,43
Crescimento Receita	0,061***	8,85	0,061***	8,84
Liquidez	0,002	1,41	0,002	1,40
D_PREJ	-0,013***	-2,64	-0,013***	-2,60

Constante	-0,042	-1,47	-0,043	-1,46
Obs	1735		1735	
VIF	1,21		1,47	
Prob>F	0,000		0,000	
R2 ajustado	0,495		0,494	
Efeito fixo (setor e ano)	sim		sim	

Nota: Elaborado pelo autor.

***, **, * significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Esta tabela apresenta os resultados dos modelos estimados através do estimador de efeito fixo, incluindo empresas não financeiras investidas e não investidas por investidores institucionais no período de 2010 a 2023. Os dados foram obtidos nas bases de dados Comdinheiro® e LSEG®. As variáveis dependentes consistem em Performance, segregada em diferentes tipos: financeira (ROE), operacional (RNOA) e gerencial (HAB_GERENCIAL). As variáveis de interesse referentes a participação institucional estão segregadas em: PI, refere-se ao percentual de participação dos investidores institucionais como um todo, PI_HF refere-se à participação dos hedges funds, PI_FM refere-se à participação de fundos mútuos, PI_DED refere-se à participação de fundos dedicados e PI_REL refere-se à participação de fundos relevantes. As variáveis de controle são: tamanho, calculado como o logaritmo natural do ativo total; alavancagem, calculado como a razão entre a dívida financeira e o ativo total; Idade, calculada como a diferença do ano de análise e a data de fundação da empresa; Crescimento da receita, calculada como a diferença entre a receita do ano atual em relação a receita do ano anterior, dividido pela receita do ano anterior; Liquidez, calculada como a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante; D_PREJ, calculada como variável dummy que assume valor 1 caso a empresa tenha apresentado lucro líquido negativo no período t-1.

No Painel A, referente ao desempenho financeiro, observa-se que a participação institucional total apresentou coeficiente negativo e significativo (coef = -0,101 e t-stat = -1.80), sugerindo uma relação negativa com o ROE, ainda que pouco robusta. Em termos econômicos, o coeficiente de -0,101 para PI indica que, mantidas as demais variáveis constantes, um aumento de 1 p.p. na participação percentual de investidores institucionais está associado, em média, a uma redução de 0,101 p.p. no ROE. Assim, por exemplo, um incremento de 10 p.p. em PI implicaria queda aproximada de 1,0 p.p. no ROE da empresa.

A literatura comparada mostra que a propriedade institucional exerce impactos distintos sobre o desempenho das empresas, dependendo do contexto regulatório e do perfil dos investidores. Satt et al. (2021), por exemplo, encontraram no Marrocos que a propriedade institucional reduz o desempenho das empresas, independentemente de serem institucionais governamentais ou privadas. Esses autores atribuem o efeito negativo à falta de incentivos e à débil regulamentação local,

que permitem que grandes acionistas dominantes explorem a empresa e prejudiquem a performance. Portanto, a constatação de um coeficiente negativo de PI (-0,101) sugere uma dinâmica semelhante: investidores institucionais não estão agregando monitoramento eficaz para melhorar o ROE.

Em contrapartida, Abedin et al. (2022) mostram que em Bangladesh tanto investidores institucionais domésticos quanto estrangeiros melhoram o desempenho das empresas (medido por indicadores contábeis), refletindo um monitoramento ativo. Naquela pesquisa, institucionais contribuem para aumentar a transparência, disciplinar gestores e melhorar decisões estratégicas. Eles também verificaram que conselhos maiores e mais independentes potencializam essa relação positiva, sugerindo que uma governança corporativa robusta reforça o impacto benéfico da participação institucional. Adicionalmente, esses autores advertiram que os investidores institucionais costumam ser “caçadores de risco”, buscando estratégias de alto risco-retorno que, em excesso, podem comprometer o valor da empresa. Essa característica explica por que nem todo aumento na participação institucional leva a ganhos; pode até diminuir o ROE caso leve a projetos excessivamente arriscados.

O caso chinês ilustra bem os efeitos positivos da propriedade institucional quando há reformas e incentivos governamentais. Lin e Fu (2017), analisando empresas listadas na China (2004–2014), encontram que a participação de investidores institucionais está associada a melhor desempenho corporativo. Esse resultado se mantém robusto mesmo controlando liberalizações do mercado e condições macroeconômicas, refletindo as reformas regulatórias do período tais como a abertura às instituições estrangeiras (QFIIs), a conversão de ações não negociáveis em negociáveis e políticas governamentais para estimular esses investidores.

De modo complementar, Lin e Fu mostram que nem todos os investidores institucionais contribuem igualmente para o desempenho: os que são estrangeiros, insensíveis à pressão de mercado ou detêm grandes participações tendem a impulsionar mais positivamente o valor da empresa do que os domésticos, sensíveis ou de menor porte. Esses investidores “ativos” atraem maior cobertura de analistas e reduzem a participação de insiders na empresa, intensificando o monitoramento interno e agregando valor aos acionistas. Em suma, no contexto chinês de intensas reformas de mercado, os resultados reforçam a visão de que investidores institucionais podem atuar como agentes de monitoramento ativo, elevando o desempenho empresarial.

Em contraste, o estudo de Charfeddine e Elmarzougui (2010) para o mercado francês encontrou efeito oposto. Para um painel de empresas listadas em Paris (2002–2005), eles mostram que a participação institucional afetou negativamente o desempenho medido pelo Q de Tobin, mesmo após corrigir endogeneidade. Tal resultado desafia a visão de monitoramento eficaz e é interpretado via hipóteses de alinhamento estratégico ou conflito de interesse: investidores institucionais podem manter relações estreitas com a gestão da empresa, cooperando mutuamente em vez de fiscalizar rigorosamente. De fato, Charfeddine e Elmarzougui concluem que, no contexto francês estudado, esses investidores não assumiram um papel de monitoramento eficiente na governança corporativa e, por conseguinte, não contribuíram para melhorar o desempenho das empresas. Em outras palavras, interesses estratégicos comuns entre gestores e grandes fundos tenderam a neutralizar (ou até reverter) os possíveis ganhos de supervisão, explicando o impacto negativo observado.

Também na Tailândia se observa efeitos heterogêneos ligados ao perfil dos investidores institucionais. Thanatawee (2014) analisou 323 empresas tailandesas (2007–2011) e verificou que a propriedade institucional doméstica tem impacto positivo sobre o valor da empresa, enquanto a institucional estrangeira tem efeito negativo. Essa dicotomia é atribuída ao papel ativo dos investidores locais, que exercem monitoramento efetivo e fortalecem a governança, aumentando o valor da empresa, em contraste com o comportamento dos estrangeiros, que em um ambiente de fraca proteção ao acionista minoritário agem de forma passiva (ou até conluiada) e podem mesmo expropriar recursos em detrimento dos acionistas menores.

Em síntese, esses estudos de caso ressaltam a heterogeneidade dos efeitos da propriedade institucional sobre o desempenho das empresas, dependendo do contexto institucional e regulatório. Na China, um ambiente de reformas e incentivos fortalece o monitoramento ativo pelas instituições, gerando melhor desempenho. Já na França, a prevalência de alinhamentos estratégicos entre investidores e gestores reverte essa relação, tornando a presença institucional associada a pior desempenho. Na Tailândia, a distinção entre investidores locais e estrangeiros revela que a eficácia da propriedade institucional varia conforme a proteção ao acionista e a cultura de governança: investidores domésticos benéficos versus estrangeiros nocivos. Portanto, os efeitos da propriedade institucional não são universais; eles refletem as condições específicas de cada ambiente regulatório e mercado acionário.

Contudo, decompondo a participação total dos institucionais, observa-se à direta da tabela que nenhum dos subgrupos analisados demonstrou significância estatística, análogo ao cenário de “investidores cinzentos” de Hong e Linh (2023), ou seja, aqueles com vínculos comerciais com a empresa (como bancos e seguradoras) tendem a não melhorar ou mesmo a prejudicar a rentabilidade. Por outro lado,

variáveis de controle como tamanho, crescimento da receita e liquidez exerceram efeitos positivos e significativos, ao passo que alavancagem, razão *price-to-book* e histórico de prejuízos mostraram-se negativamente associados ao ROE.

O Painel B, voltado ao desempenho operacional, apresentou evidências mais consistentes. A participação institucional total exibiu coeficiente negativo e significativo (coef = -0,047 e t-stat = -3,54), indicando que empresas com maior presença de investidores institucionais tendem a apresentar desempenho operacional inferior. Especificamente, 1% de aumento na participação de institucionais está relacionado com uma redução de 0.47% no retorno

Entre os subgrupos, destaca-se a participação de hedge funds (PI_HF), cujo coeficiente negativo (-0,222) reforça a hipótese de que esses investidores exercem influência adversa sobre a eficiência operacional. Essa constatação corrobora o achado de Satt et al. (2021) no Marrocos, em que a participação institucional, e especialmente de institucionais privados, reduziu a eficiência das empresas. Ademais, o comportamento adverso dos *hedges funds* está em linha com Hong e Linh (2023), que demonstraram que apenas investidores institucionais independentes melhoram o desempenho das empresas, enquanto os “cinzentos” (com fortes vínculos com a empresa investida) apresentam efeitos nulos ou negativos

Os demais subgrupos não mostraram significância estatística. As variáveis de controle confirmaram a importância do crescimento da receita e do tamanho como determinantes positivos do RNOA, enquanto alavancagem e histórico de prejuízos mantiveram impacto negativo. O modelo apresentou R^2 ajustado de 0,495, superior ao do Painel A, indicando maior poder explicativo sobre o desempenho operacional.

Os resultados das regressões que testam as hipóteses H2a e H2b a respeito do impacto da presença dos investidores institucionais sobre a performance

empresarial estão apresentados na Tabela 7, divididos em dois painéis: Painel A, referente à performance financeira (medida por ROE) e Painel B, referente à performance operacional (medida por RNOA). Todas as regressões foram estimadas com efeitos fixos por setor e ano, conforme indicado na tabela.

Tabela 7 - Impacto da presença dos investidores institucionais sobre a performance empresarial

Painel A: Performance Financeira – ROE

Var. Dep.: ROE

	Coefficiente	Estatística t	Coefficiente	Estatística t
ROE t-1	0,433***	5,79	0,433***	5,84
D_PI	-0,013	-1,17		
D_PI_HF			-0,048**	-2,45
D_PI_FM			0,008	0,35
D_PI_DED			0,019	1,09
D_PI_REL			0,001	0,07
Tamanho	0,013***	2,65	0,013***	2,75
Alavancagem	-0,101**	-2,07	-0,098**	-1,99
Idade	0,000	0,18	0,000	0,24
Price-to-book	-0,011**	-2,32	-0,011**	-2,34
Crescimento Receita	0,155***	6,26	0,153***	6,18
Liquidez	0,012***	2,79	0,012***	2,76
D_PREJ	-0,110***	-4,65	-0,109***	-4,64
Constante	-0,212*	-1,91	-0,220**	-1,99
Obs	1735		1735	
VIF	1,27		1,67	
Prob>F	0,000		0,000	
R2 ajustado	0,353		0,354	
Efeito fixo (setor e ano)	sim		sim	

Painel B: Performance Operacional – RNOA

Var. Dep.: RNOA

	Coefficiente	Estatística t	Coefficiente	Estatística t
RNOA t-1	0,591***	12,78	0,590***	12,77
D_PI	-0,006**	-2,14		
D_PI_HF			-0,001	-0,25
D_PI_FM			-0,004	-0,92
D_PI_DED			0,000	-0,09
D_PI_REL			-0,006	-1,52
Tamanho	0,003**	2,36	0,003**	2,35
Alavancagem	-0,022**	-2,04	-0,022**	-2,03
Idade	0,000	1,15	0,000	1,34
Price-to-book	0,000	0,47	0,001	0,50
Crescimento Receita	0,061***	8,85	0,061***	8,80
Liquidez	0,002	1,41	0,002	1,42
D_PREJ	-0,014***	-2,71	-0,014***	-2,70
Constante	-0,045	-1,54	-0,044	-1,54
Obs	1735		1735	
VIF	1,21		1,63	
Prob>F	0,000		0,000	
R2 ajustado	0,493		0,493	
Efeito fixo (setor e ano)	sim		sim	

Nota: Elaborado pelo autor.

***, **, * significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Esta tabela apresenta os resultados dos modelos estimados através do estimador de efeito fixo, incluindo empresas não financeiras investidas e não investidas por investidores institucionais no período de 2010 a 2023. Os dados foram obtidos nas bases de dados Comdinheiro® e LSEG®. As variáveis dependentes consistem em Performance, segregada em diferentes tipos: financeira (ROE), operacional (RNOA) e gerencial (HAB_GERENCIAL). As variáveis de interesse referentes a participação institucional estão mensuradas por meio de variável dummy e estão segregadas em: D_PI, refere-se à participação dos investidores institucionais como um todo, D_PI_HF refere-se à participação dos *hedge funds*, D_PI_FM refere-se à participação de fundos mútuos, D_PI_DED refere-se à participação de fundos dedicados e D_PI_REL refere-se à participação de fundos relevantes. As variáveis de controle são: tamanho, calculado como o logaritmo natural do ativo total; alavancagem, calculado como a razão entre a dívida financeira e o ativo total; Idade, calculada como a diferença do ano de análise e a data de fundação da empresa; Crescimento da receita, calculada como a diferença entre a receita do ano atual em relação a receita do ano anterior, dividido pela receita do ano anterior; Liquidez, calculada como a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante; D_PREJ é uma variável dummy que assume valor 1 caso a empresa tenha apresentado lucro líquido negativo no período t-1; D_GOV é uma variável dummy que assume valor 1 caso a empresa pertença ao segmento de governança corporativa Novo Mercado da B3.

No Painel A, voltado ao desempenho financeiro, a presença institucional total (D_PI) apresentou coeficiente negativo, porém sem significância estatística, indicando ausência de evidências robustas de associação com o ROE. Entre os subgrupos, apenas os *hedge funds* (D_PI_HF) revelaram efeito significativo, com coeficiente negativo (-0,048), sugerindo relação adversa com a rentabilidade financeira. Os demais tipos de investidores não apresentaram significância estatística. As variáveis de controle corroboraram os efeitos esperados: tamanho, crescimento da receita e liquidez impactaram positivamente o ROE, enquanto alavancagem, índice price-to-book e histórico de prejuízos mostraram-se negativamente associados. O modelo apresentou R² ajustado de 0,353, denotando poder explicativo moderado.

O Painel B, referente à performance operacional, mostrou evidências mais consistentes. A presença institucional total (D_PI) exerceu efeito negativo e estatisticamente significativo (-0,006), indicando que empresas investidas por institucionais tendem a apresentar menor retorno operacional. Entretanto, na análise desagregada, nenhum dos subgrupos isolados apresentou significância estatística, sugerindo que o efeito é captado apenas de forma agregada. O crescimento da receita

e o tamanho mantiveram impacto positivo sobre o RNOA, ao passo que alavancagem e prejuízos prévios exerceram efeito negativo. O modelo apresentou R^2 ajustado de 0,493, superior ao do Painel A, evidenciando maior capacidade explicativa em relação à performance operacional.

De forma geral, portanto, os resultados obtidos divergem em parte das conclusões de alguns estudos internacionais. Enquanto em Bangladesh Abedin et al. (2022) observaram efeitos positivos da propriedade institucional (especialmente de estrangeiros) sobre o desempenho – compatíveis com um cenário de monitoramento ativo –, aqui foram encontradas associações neutras a negativas em ambos os aspectos financeiro e operacional. Por outro lado, os achados se alinham à perspectiva de exploração observada por Satt et al. (2021) no Marrocos, onde investidores institucionais, sem um arcabouço regulatório forte, não aprimoram o desempenho e podem mesmo reduzi-lo.

Essa disparidade entre estudos destaca que os impactos da propriedade institucional variam amplamente conforme o contexto institucional e o tipo de investidor. De fato, uma meta-análise realizada no Oriente Médio (Al-Janadi, 2021) mostrou que, em geral, a propriedade institucional, governamental e familiar tende a associar-se positivamente ao desempenho corporativo naquele ambiente, enquanto a propriedade estrangeira ou altamente concentrada tem efeito negativo (ainda que estatisticamente fraco).

Essa heterogeneidade indica que benefícios ou prejuízos advindos de investidores institucionais dependem muito das regras de governança locais e dos incentivos enfrentados pelos diferentes tipos de fundos. Como ressaltam Hong e Linh (2023) para o Vietnã, a presença institucional só melhora resultados quando o

investidor é verdadeiramente independente e alinha-se aos interesses de longo prazo da firma; do contrário, pode não haver ganho algum.

Em síntese, essa pesquisa sugere que, no contexto brasileiro, a influência dos investidores institucionais na performance das empresas não é claramente benéfica e, quando existe, tende a ser adversa – especialmente no caso dos *hedge funds*. Já a habilidade gerencial parece seguir sua própria dinâmica interna, com forte persistência temporal e sem impactos significativos da estrutura de propriedade. Esses achados reforçam a necessidade de distinguir os perfis institucionais nas análises de governança corporativa, dado que incentivos diferentes (monitoramento ativo versus busca de curto prazo) produzem efeitos distintos sobre os resultados empresariais, conforme apontado pela literatura.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa investigou o impacto da participação dos investidores institucionais sobre a gestão e o desempenho financeiro e operacional das empresas brasileiras não financeiras entre 2010 e 2023. Especificamente, buscou-se: (i) examinar efeitos sobre a habilidade gerencial (medida via DEA ajustada); (ii) avaliar se a presença e o percentual de participação institucional se associam à rentabilidade (ROE) e à eficiência operacional (RNOA); e (iii) identificar heterogeneidades por tipo de investidor (*hedge funds*, fundos mútuos, investidores dedicados e relevantes), controlando por características das empresas e efeitos fixos de setor e ano.

Em conjunto, as evidências sugerem que, no contexto brasileiro, a atuação dos investidores institucionais, tal como medida nesta pesquisa, não melhora a eficiência gerencial e mostra-se neutra a adversa para o desempenho, com destaque para efeitos negativos associados a *hedge funds*. Esse padrão contrasta com achados de ambientes com governança mais pulverizada, onde o monitoramento ativo típico de investidores de longo prazo tende a se traduzir em ganhos operacionais e de rentabilidade. Numa economia de controle concentrado, com restrições institucionais à influência de minoritários, é plausível que parte significativa dos institucionais adote estratégias de curto prazo (ou de “saída” em vez de “voz”), limitando seu potencial disciplinador sobre a gestão.

Do ponto de vista teórico, os resultados dialogam com o debate entre monitoramento ativo e miopia/curto-prazismo. Ao evidenciar (i) ausência de efeito sobre habilidade gerencial e (ii) efeito negativo (agregado) sobre RNOA, com (iii) sinais mais claros para *hedge funds*, o estudo acrescenta evidência contextual de que o impacto da propriedade institucional é heterogêneo e dependente do ambiente de

governança. A distinção por tipo de investidor mostra-se essencial para reconciliar resultados aparentemente contraditórios na literatura.

No plano empírico, a pesquisa contribui ao: (a) utilizar três dimensões de performance (financeira, operacional e gerencial/DEA), raramente exploradas em conjunto no Brasil; (b) decompor a participação institucional em subgrupos com incentivos distintos; e (c) cobrir uma janela longa e recente (2010–2023), incorporando o ciclo de maior entrada de institucionais no país.

Para gestores e conselhos, os achados reforçam a importância de mapear o perfil do investidor que integra a base acionária: a presença de capital paciente e engajado tende a ser mais alinhada às estratégias operacionais sustentáveis do que capital de alta rotatividade. Programas de engajamento estruturado com investidores de longo prazo e transparência sobre a lógica de criação de valor operacional podem mitigar pressões de curto prazo.

Para formuladores de política e autorreguladores, os resultados sugerem que aprimoramentos no ecossistema de governança, tais como, incentivos à aprimoramento de divulgação sobre horizontes de investimento, fortalecimento de direitos de minoritários e mecanismos de engajamento “voz” podem favorecer a transição do capital institucional para uma atuação mais disciplinadora e pró-eficiência.

Para investidores, a evidência recomenda diligência na seleção de carteiras: além do preço, considerar horizonte, concentração, independência e histórico de engajamento do investidor institucional aumenta a probabilidade de alinhamento com o valor de longo prazo.

Algumas limitações merecem registro. Primeiro, apesar de controles e efeitos fixos, permanece a possibilidade de endogeneidade (por exemplo, seleção de investidores em empresas com trajetória operacional declinante), o que restringe inferências causais estritas. Segundo a classificação de tipos de investidores baseia-se em fontes secundárias e pode incorrer em erros de mensuração. Terceiro, a métrica de habilidade gerencial (DEA ajustada) depende de insumos e especificações que, embora consagrados, podem não capturar integralmente nuances qualitativas da liderança. Quarto, a análise não modela explicitamente mecanismos (ativismo, voto, mudanças no conselho, política de P&D/capex), os quais podem mediar a relação entre propriedade e desempenho.

Futuras investigações podem avançar em quatro frentes: (i) estratégias de identificação causal, como choques exógenos de propriedade (entradas/saídas forçadas); (ii) exploração de mecanismos (ativismo, recomposição de conselho, política de investimento/ inovação) via bases de votação, atas e textos; (iii) heterogeneidade fina (doméstico vs. estrangeiro; independente vs. “cinzento”; paciente vs. transiente; limiares de participação e não linearidades) e (iv) integração com índices de governança (Novo Mercado) e práticas ESG.

Em síntese, o estudo mostra que, no período analisado, a simples presença ou maior participação de investidores institucionais não foi suficiente para elevar a habilidade gerencial e esteve associada negativamente ao desempenho operacional, com evidência mais nítida para *hedge* funds. Esses achados reforçam que quem é o investidor institucional e como ele atua são dimensões fundamentais para uma análise acurada. Em mercados de controle concentrado, o potencial disciplinador do capital institucional depende de incentivos e arranjos de governança que privilegiem o engajamento de longo prazo. Ao documentar esse padrão para o Brasil recente, a

pesquisa contribui para o entendimento do papel dos investidores institucionais na criação (ou erosão) de valor, oferecendo insumos teóricos e práticos para acadêmicos, reguladores, gestores e investidores.

REFERÊNCIAS

- Abedin, S. H., Haque, H., Shahjahan, T., & Kabir, M. N. (2022). Institutional ownership and firm performance: evidence from an emerging economy. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 567. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120567>
- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2009). The “Wall Street Walk” and shareholder activism: Exit as a form of voice. *The Review of Financial Studies*, 22(7), 2645–2685. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp037>
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Aggarwal, R., Saffi, P. A., & Sturgess, J. (2015). The role of institutional investors in voting: Evidence from the securities lending market. *The Journal of Finance*, 70(5), 2309–2346. <https://doi.org/10.1111/jofi.12284>
- Alkaraan, F. (2020). Strategic investment decision-making practices in large manufacturing companies: a role for emergent analysis techniques? *Meditari Accountancy Research*, 28(4), 633–653. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-05-2019-0484>
- Al-Janadi, Y. (2021). Ownership structure and firm performance in the middle east: A meta-analysis. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(12), 577. <https://doi.org/10.3390/jrfm14120577>
- Al-Qadasi, A. A. (2024). The power of institutional investors: empirical evidence on their role in investment in internal audit function. *Managerial Auditing Journal*, 39(2), 166–190. <https://doi.org/10.1108/MAJ-04-2023-3882>
- Alam, A., Uddin, M., & Yazdifar, H. (2019). Institutional determinants of R&D investment: Evidence from emerging markets. *Technological Forecasting and Social Change*, 138, 34–44. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.08.007>
- Alda, M., Andreu, L., & Sarto, J. L. (2017). Learning about individual managers’ performance in UK pension funds: The importance of specialization. *The North American Journal of Economics and Finance*, 42, 654–667. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2017.09.006>
- Alhashel, B. (2015). Sovereign wealth funds: A literature review. *Journal of Economics and Business*, 78, 1–13. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2014.10.001>
- Alzugaiby, B. (2022). Managerial ability and corporate risk-taking in an emerging economy. *Managerial Finance*, 48(9/10), 1544–1557. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2021-0237>

- Amam, A., Khan, M. A., Khan, M. A., Haider, A., Oláh, J., & Fenyves, V. (2023). Role of institutions in promoting finance in emerging markets: A panel data analysis. *Plos one*, 18(3), e0280849. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0280849>
- Amirteimoori, A., & Kou, G. (2024). Technical efficiency and managerial ability in two-stage production processes with undesirable products: A case on Asian banks. *Socio-Economic Planning Sciences*, 96, 102081. <https://doi.org/10.1016/j.seps.2024.102081>
- Andreou, P. C., Philip, D., & Robejsek, P. (2016). Bank liquidity creation and risk-taking: Does managerial ability matter? *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 226–259. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12169>
- Attig, N., Cleary, S., El Ghoul, S., & Guedhami, O. (2012). Institutional investment horizon and investment–cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1164–1180. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.11.015>
- Avci, S. B. (2024). Attracting institutional investments to emerging markets: The case of Türkiye. *International Journal of Finance & Economics*, 29(4), 4902–4931. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2909>
- Badhani, K. N., Kumar, A., Vo, X. V., & Tayde, M. (2023). Do institutional investors perform better in emerging markets? *International Review of Economics & Finance*, 86, 1041–1056. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.01.003>
- Baghdadi, G. A., Bhatti, I. M., Nguyen, L. H., & 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>
- Baik, B. O., Farber, D. B., & Lee, S. A. M. (2011). CEO ability and management earnings forecasts. *Contemporary accounting research*, 28(5), 1645-1668. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01091.x>
- Baik, B., Choi, S., Farber, D. B., & Zhang, J. (2012, September). Managerial ability and earnings quality: an international analysis. In SOAR Seminar Series. http://www.kaa-edu.or.kr/online3/2013_1/2.%20Sunhwa%20Choi.pdf
- Balán, P., Dodyk, J., & Puente, I. (2022). The political behavior of family firms: Evidence from Brazil. *World Development*, 151, 105747. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2021.105747>
- Ballouk, H., Serret, V., & Khenissi, M. (2025). The environmental and social performance of firms and the impact of different types of institutional ownership: A French perspective. *Research in International Business and Finance*, 73, 102558. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102558>
- Banerjee, P., Dhole, S., & Mishra, S. (2023). Operating performance during the COVID-19 pandemic: Is there a business group advantage?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102031. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102031>

- Baselga-Pascual, L., & Vähämaa, E. (2021). Female leadership and bank performance in Latin America. *Emerging Markets Review*, 48, 100807. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100807>
- Batten, J. A., & Szilagyi, P. G. (2011). The impact of the global financial crisis on emerging financial markets. In *The impact of the global financial crisis on emerging financial markets* (pp. 3-16). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1108/S1569-3759\(2011\)0000093003](https://doi.org/10.1108/S1569-3759(2011)0000093003)
- Batra, S., Yadav, M., Jindal, I., Saini, M., & Kumar, P. (2024). Stabilizing or destabilizing: the effect of institutional investors on stock return volatility in an emerging market. *Multinational Business Review*, 32(2), 204-225. <https://doi.org/10.1108/MBR-04-2023-0052>
- Bayar, Y., Gavriltea, M. D., Danuletiu, D. C., Danuletiu, A. E., & Sakar, E. (2022). Pension funds, insurance companies and stock market development: Evidence from emerging markets. *Mathematics*, 10(13), 2335. <https://doi.org/10.3390/math10132335>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Hirst, S. (2017). The agency problems of institutional investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89-112. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934-952. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.10.001>
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 176-195. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.004>
- Borensztein, E., & Gelos, R. G. (2003). A panic-prone pack? The behavior of emerging market mutual funds. *IMF Staff papers*, 50(1), 43-63. <https://doi.org/10.2307/4149947>
- Borges, E. C., & Martelanc, R. (2015). Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil. *Revista de Administração*, 50(2), 196-207. <https://doi.org/10.5700/rausp1194>
- Borochin, P., & Yang, J. (2017). The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 171-199. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.06.013>
- Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2014). Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 89-108. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.06.003>

- Boubaker, S., Chourou, L., Saadi, S., & Zhong, L. (2019). Does institutional investor horizon influence US corporate financing decisions?. *International Review of Financial Analysis*, 63, 382-394. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.09.001>
- Brav, A., Jiang, W., & Kim, H. (2010). Hedge fund activism: A review. *Foundations and Trends® in Finance*, 4(3), 185-246. <http://dx.doi.org/10.1561/05000000026>
- Brav, A., Jiang, W., & Kim, H. (2015). Recent advances in research on hedge fund activism: Value creation and identification. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 579-595. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-111914-041751>
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01373.x>
- Brennan, M. J., & Cao, H. H. (1997). International portfolio investment flows. *The Journal of Finance*, 52(5), 1851-1880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02744.x>
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90047-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90047-5)
- Brophy, D. J., Ouimet, P. P., & Sialm, C. (2009). Hedge funds as investors of last resort?. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 541-574. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl045>
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 73(3), 305-333. <https://www.jstor.org/stable/248542>
- Caixe, D. F., Pavan, P. C. P., Maganini, N. D., & Sheng, H. H. (2024). Foreign institutional ownership and firm value: Evidence of “locust foreign capital” in Brazil. *Emerging Markets Finance and Trade*, 60(2), 310-327. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2218967>
- Campos, N., Karanasos, M., Koutroumpis, P., & Zhang, Z. (2020). Political instability, institutional change and economic growth in Brazil since 1870. *Journal of Institutional Economics*, 16(6), 883-910. <https://doi.org/10.1017/S174413742000020X>
- Carvalho, A. G. de, & Pennacchi, G. G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 883-903. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.01.003>
- Çelik, S., & Isaksson, M. (2013). Institutional investors as owners: who are they and what do they do?. (*OECD Corporate Governance Working Papers*).

https://www.oecd.org/en/publications/institutional-investors-as-owners_5k3v1dvmfk42-en.html

- Charfeddine, L., & Elmarzougui, A. (2010). Institutional ownership and firm performance: Evidence from France. *IUP Journal of Behavioral Finance*, 7 (4), 35. https://www.academia.edu/download/54863142/Institutional_Ownership_and_Firm_Perform20171030-23317-1g2bpwf.pdf
- Chaudhury, A., Sahoo, S., & Dawar, V. (2022). Inside the black box of institutional investors in an emerging market: the role of sell side analyst outputs. *Qualitative Research in Financial Markets*, 14(5), 637-656. <https://doi.org/10.1108/QRFM-05-2021-0086>
- Chemmanur, T. J., Hu, G., & Wei, K. J. (2021). The role of institutional investors in corporate and entrepreneurial finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101833. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101833>
- Chen, S., Fan, M., Wang, X., Fan, Y., Chen, S. T., & Ren, S. (2023). Managerial ability, compensation incentives, and corporate performance. *Frontiers in Environmental Science*, 11, 1074159. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1074159>
- Chen, Y. F., Lin, F. L., & Yang, S. Y. (2015). Does institutional short-termism matter with managerial myopia?. *Journal of Business Research*, 68(4), 845-850. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.11.039>
- Cheung, K. T. S., Naidu, D., Navissi, F., & Ranjeeni, K. (2017). Valuing talent: Do CEOs' ability and discretion unambiguously increase firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 42, 15-35. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.006>
- Chowdhury, A., Uddin, M., & Anderson, K. (2018). Liquidity and macroeconomic management in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 34, 1-24. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.10.001>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Certo, S. T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561-1589. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x>
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771-1794. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.08.006>
- Crisóstomo, V. L., & de Freitas Brandão, I. (2019). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The international*

- journal of business in society*, 19(1), 120-140. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0043>
- Curi, C., & Lozano-Vivas, A. (2020). Managerial ability as a tool for prudential regulation. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 174, 87-107. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2020.03.023>
- Da Rin, M., Hellmann, T., & Puri, M. (2013). A survey of venture capital research. *Handbook of the Economics of Finance*, 2, 573-648. Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00008-2>
- Dalwai, T., Habib, A. M., Mohammadi, S. S., & Hussainey, K. (2023). Does managerial ability and auditor report readability affect corporate liquidity and cost of debt?. *Asian Review of Accounting*, (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/ARA-06-2022-0151>
- De-La-Hoz, M. C., & Pombo, C. (2016). Institutional investor heterogeneity and firm valuation: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 26, 197-221. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.12.001>
- Demerjian, P. R., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1487>
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498. <https://doi.org/10.2308/accr-50318>
- Desir, R., Rakestraw, J., Seavey, S., Wainberg, J., & Young, G. (2024). Managerial ability, CEO age and the moderating effect of firm characteristics. *Journal of Business Finance & Accounting*, 51(1-2), 148-179. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12689>
- Dhingra, B., & Yadav, M. (2024). Mapping the intellectual structure of research on institutional investors' behavior: a bibliometric analysis. *Journal of Modelling in Management*, 19(6), 2079-2103. <https://doi.org/10.1108/JM2-12-2023-0288>
- Di Miceli da Silveira, A., Leal, R. P., Carvalhal, A., & Barros, L. A. B. D. C. (2007). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. Available at SSRN 995764. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.995764>
- Díez-Esteban, J. M., Farinha, J. B., & García-Gómez, C. D. (2016). The role of institutional investors in propagating the 2007 financial crisis in Southern Europe. *Research in International Business and Finance*, 38, 439-454. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.006>
- Döring, S., Drobetz, W., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Schröder, H. (2021). Cross-country determinants of institutional investors' investment horizons. *Finance Research Letters*, 39, 101641. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101641>

- Drobetz, W., Ehlert, S., & Schröder, H. (2021). Institutional ownership and firm performance in the global shipping industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 146, 102152. <https://doi.org/10.1016/j.tre.2020.102152>
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693-714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Edacherian, S., Panicker, V. S., & Chizema, A. (2024). R&D investments in emerging market firms: the role of institutional investors and board interlocks. *R&D Management*, 54(5), 993-1015. <https://doi.org/10.1111/radm.12678>
- Edmans, A. (2014). Blockholders and corporate governance. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 23-50. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034455>
- Elyasiani, E., Jia, J. J., & Mao, C. X. (2010). Institutional ownership stability and the cost of debt. *Journal of Financial Markets*, 13(4), 475-500. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2010.05.001>
- Emms, P. (2012). Lifetime investment and consumption using a defined-contribution pension scheme. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 36(9), 1303-1321. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2012.01.012>
- Epps, R. W., & Cereola, S. J. (2008). Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company's operating performance?. *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135-1148. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2007.06.007>
- Erhemjamts, O., & Huang, K. (2019). Institutional ownership horizon, corporate social responsibility and shareholder value. *Journal of Business Research*, 105, 61-79. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.05.037>
- 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>
- Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F. da. & Hiratuka, C. (2019). The influence of heterogeneous institutional investors on company strategies in emerging countries: evidence from Brazil. *Competition & Change*, 23(5), 460-480. <https://doi.org/10.1177/1024529419871261>
- Fukami, K., Blume, D., & Magnusson, C. M. (2022). Institutional investors and stewardship. (Relatório não periódico). https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2022/09/institutional-investors-and-stewardship_cd81e77e/1ce75d38-en.pdf
- García-Meca, E., López-Iturriaga, F., & Tejerina-Gaite, F. (2017). Institutional investors on boards: Does their behavior influence corporate finance?. *Journal of Business Ethics*, 146, 365-382. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2882-z>

- 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>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of financial Economics*, 57(2), 275-305. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00058-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00058-1)
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper*, (2003-01). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.439500>
- Gomes Novaes, P. V., Moura Lamounier, W., Claudio Louzada, L., Bressan, V. G. F., & Pinheiro, L. *Resource Slack and Institutional Investors: A Dupont Analysis in an Emerging Market* (manuscrito citado como "Novaes et al., 2024"). <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.103067>
- Gouvea, R. (2004). Doing business in Brazil: A strategic approach. *Thunderbird International Business Review*, 46(2), 165-189. <https://doi.org/10.1002/tie.20003>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and finance*, 42, 262-274. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.048>
- Haider, I., Singh, H., & Sultana, N. (2021). Managerial ability and accounting conservatism. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 17(1), 100242. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100242>
- Hamdani, A., & Yafeh, Y. (2013). Institutional investors as minority shareholders. *Review of Finance*, 17(2), 691-725. <https://doi.org/10.1093/rof/rfr039>
- Hillier, D., & Loncan, T. (2019). Political uncertainty and stock returns: Evidence from the Brazilian political crisis. *Pacific-Basin Finance Journal*, 54, 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.01.004>
- Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. J., & López-de-Foronda, Ó. (2012). Does the influence of institutional investors depend on the institutional framework? An international analysis. *Applied Economics*, 44(3), 265-278. <https://doi.org/10.1080/00036846.2010.502112>
- Hong, N. T. H., & Linh, T. K. (2023). Institutional investors, corporate governance and firm performance in an emerging market: Evidence from Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2159735. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2159735>
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal

- governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45(4), 697-716. <https://doi.org/10.5465/3069305>
- Hossain, A., Masum, A. A., & Benkraiem, R. (2024). Long-term institutional investors and climate change news Beta. *Journal of Corporate Finance*, 89, 102693. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102693>
- Kaur, I., & Kaushik, K.P. (2016). Determinants of investment behavior of investors towards mutual funds. *Journal of Indian Business Research*, 8 (1), 19-42. <https://doi.org/10.1108/JIBR-04-2015-0051>
- IMF. (2022). *World Economic Outlook: Countering the Cost-of-Living Crisis*. International Monetary Fund.
- Inam Bhutta, A., Sheikh, M. F., Munir, A., Naz, A., & Saif, I. (2021). Managerial ability and firm performance: Evidence from an emerging market. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1879449. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1879449>
- Investor Statement on Deforestation and Forest Fires in the Amazon. (2019, outubro 1). Assinado por 244 investidores representando aproximadamente US\$ 17,2 trilhões em ativos. https://www.caixabankassetmanagement.com/deployedfiles/fil_cabkam/Estaticos/Documentos/investorstatementondeforestationandforestfiresintheamazon_v2_766762.pdf
- JBS S.A. (2023). Fato relevante: JBS propõe dupla listagem no Brasil e nos Estados Unidos. <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmDownloadDocumento.aspx?Tela=ext&numProtocolo=1121993&descTipo=IPE&CodigoInstituicao=1>
- Junior, W. G., & Junior, W. E. (2017). Sophistication and price impact of foreign investors in the Brazilian stock market. *Emerging Markets Review*, 33, 102-139. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.09.006>
- Kang, S., Chung, C. Y., & Kim, D. S. (2019). The effect of institutional blockholders' short-termism on firm innovation: Evidence from the Korean market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 101188. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101188>
- Khorana, A., Servaes, H., & Tufano, P. (2005). Explaining the size of the mutual fund industry around the world. *Journal of Financial Economics*, 78(1), 145-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.08.006>
- Kroes, J. R., Manikas, A. S., & Gattiker, T. F. (2018). Operational leanness and retail firm performance since 1980. *International Journal of Production Economics*, 197, 262-274. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2018.01.006>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/250042>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lantushenko, V., & Nelling, E. F. (2018). How do institutional investors respond to patent announcements?. *Managerial Finance*, 44(12), 1446-1465. <https://doi.org/10.1108/MF-12-2017-0536>
- Li, B., Liu, Z., & Wang, R. (2021). When dedicated investors are distracted: The effect of institutional monitoring on corporate tax avoidance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(6), 106873. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2021.106873>
- Li, Z., Zhang, T., Zhao, X., & Zhu, Y. (2022). Monitoring or colluding? Institutional investors' heterogeneity and environmental information disclosure behavior. *Frontiers in Psychology*, 13, 911901. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.911901>
- Li, Y., Liu, S., & Zhou, Y. (2025). Managerial ability, audit quality, and audit report lag. *Advances in Accounting*, 68, 100780. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2024.100780>
- Lin, Y. R., & Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 49, 17-57. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.01.021>
- 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>
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932. <https://doi.org/10.1111/jofi.12393>
- McDonnell, C., & Gupta, J. (2024). Beyond divest vs. engage: a review of the role of institutional investors in an inclusive fossil fuel phase-out. *Climate Policy*, 24(3), 314-331. <https://doi.org/10.1080/14693062.2023.2261900>
- Means, G. (2017). *The modern corporation and private property*. Routledge.
- Mehrani, S., Moradi, M., & Eskandar, H. (2017). Institutional ownership type and earnings quality: Evidence from Iran. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(1), 54-73. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1145114>
- Michel, A., Oded, J., & Shaked, I. (2020). Institutional investors and firm performance: Evidence from IPOs. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 101099. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101099>

- Miller, S. M., Qiu, B., Wang, B., & Yang, T. (2023). Institutional investors and corporate environmental and financial performance. *European Financial Management*, 29(4), 1218-1262. <https://doi.org/10.1111/eufm.12392>
- Montes, G. C., & Tiberto, B. P. (2012). Macroeconomic environment, country risk and stock market performance: Evidence for Brazil. *Economic Modelling*, 29(5), 1666-1678. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2012.05.027>
- Neupane, B., Thapa, C., Marshall, A., Neupane, S., & Shrestha, C. (2024). Do foreign institutional investors improve board monitoring?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, 101962. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.101962>
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University.
- Novaes, P. V. G., Lamounier, W. M., Louzada, L. C., Bressan, V. G. F., & Pinheiro, L. E. T. (2025). Resource Slack and Institutional Ownership: A DuPont Analysis in an Emerging Market. *Research in International Business and Finance*, 103067. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.103067>
- OECD. (2013). *Trends and Factors Impacting on Latin American Equity Market Development*.
- Pan, X., & Tang, H. (2021). Are both managerial morality and talent important to firm performance? Evidence from Chinese public firms. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101602. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101602>
- Panicker, V. S., Mitra, S., & Upadhyayula, R. S. (2019). Institutional investors and international investments in emerging economy firms: A behavioral risk perspective. *Journal of World Business*, 54(4), 322-334. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2018.12.002>
- Park, J., Ko, C. Y., Jung, H., & Lee, Y. S. (2016). Managerial ability and tax avoidance: evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), 449-477. <https://doi.org/10.1080/16081625.2015.1017590>
- Park, W., & Byun, C. (2021). Effect of SME's managerial ability and executive compensation on firm value. *Sustainability*, 13(21), 11828. <https://doi.org/10.3390/su132111828>
- Park, Y. S., & Na, J. (2024). The relationship between heterogeneous institutional investors and operational performance: Evidence from mergers and acquisitions. *Heliyon*, 10(20). <https://www.cell.com/action/showPdf?pii=S2405-8440%2824%2915396-0>
- Paranhos, M. A. H. L., Nääs, I. D. A., & Neto, P. L. D. O. C. (2024). Evolution and Challenges of Environmental, Social, and Governance Practices: An Analysis of the Brazilian Stock Exchange's Corporate Sustainability Index. *Sustainability*, 16(15), 6531. <https://doi.org/10.3390/su16156531>

- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2019). Does institutional ownership engagement matter for greater financial performance? Evidence from a developing market. *International Journal of Law and Management*, 61(2), 359-383. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-09-2017-0228>
- Pellicani, A. D., & Kalatzis, A. E. G. (2019). Ownership structure, overinvestment and underinvestment: Evidence from Brazil. *Research in International Business and Finance*, 48, 475-482. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.10.007>
- Penman, S. H., & Zhang, X. J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review*, 77(2), 237-264. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.2.237>
- Pivin, Y., & Yagil, Y. (2024). The relationship between institutional investors' holding in public firms and the level of corporate solvency. *Journal of Management and Governance*, 1-20. <https://doi.org/10.1007/s10997-024-09707-x>
- Rottig, D. (2016). Institutions and emerging markets: effects and implications for multinational corporations. *International Journal of Emerging Markets*, 11(1), 2-17. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-12-2015-0248>
- Ruiz-Mallorquí, M. V., & Santana-Martín, D. J. (2011). Dominant institutional owners and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 118-129. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.020>
- Ryan, L. V., & Schneider, M. (2003). Institutional investor power and heterogeneity: Implications for agency and stakeholder theories. *Business & Society*, 42(4), 398-429. <https://doi.org/10.1177/0007650303260450>
- Saci, F., & Jasimuddin, S. M. (2021). Does the research done by the institutional investors affect the cost of equity capital?. *Finance Research Letters*, 41, 101834. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101834>
- Saleh, M. W., Eleyan, D., & Maigoshi, Z. S. (2024). Moderating effect of CEO power on institutional ownership and performance. *EuroMed Journal of Business*, 19(3), 442-461. <https://doi.org/10.1108/EMJB-12-2021-0193>
- Sakaki, H., & Jory, S. R. (2019). Institutional investors' ownership stability and firms' innovation. *Journal of Business Research*, 103, 10-22. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.05.032>
- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2020). Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance. *Sustainability*, 12(3), 1021. <https://doi.org/10.3390/su12031021>
- Salganik-Shoshan, G. (2016). Investment flows: Retail versus institutional mutual funds. *Journal of Asset Management*, 17(1), 34-44. <https://doi.org/10.1057/jam.2015.38>

- Santos, E., Lisboa, I., & Eugénio, T. (2022). The financial performance of family versus non-family firms operating in nautical tourism. *Sustainability*, 14(3), 1693. <https://doi.org/10.3390/su14031693>
- Satt, H, Nechbaoui, S., Hassan, M.K, & Halim, Z.A. (2025). Institutional ownership and firm performance: the case of Morocco. *Macroeconomics and finance in emerging market economies*, 18 (1), 7 – 23. <https://doi.org/10.1080/17520843.2021.1979327>
- Sayili, K., Yilmaz, G., Dyer, D., & Küllü, A. M. (2017). Style investing and firm innovation. *Journal of Financial Stability*, 32, 17-29. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.08.005>
- Scaramussa, F. M., & Bortolon, P. M. (2024). Governança corporativa: os investidores institucionais importam para as empresas brasileiras?. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 18(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v18i3.3429>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/261385>
- 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>
- Silva, S. E. D., Pereira, L. F., Fonseca, S. E., & Iquiapaza, R. (2022). Industry competition and performance persistence in Brazilian equity mutual funds. *BBR. Brazilian Business Review*, 19, 268-287. <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.19.3.3.en>
- Silveira, A. D. M. D., Leal, R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L., & Barros, L. A. B. D. C. (2010). Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 10(2), 191-202. <https://doi.org/10.1108/14720701011035701>
- Sunarto, S., Widjaja, B., & Oktaviani, R. M. (2021). The effect of corporate governance on tax avoidance: The role of profitability as a mediating variable. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 217-227. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0217>
- Tan, K. C., Kannan, V. R., & Narasimhan, R. (2007). The impact of operations capability on firm performance. *International Journal of Production Research*, 45(21), 5135-5156. <https://doi.org/10.1080/00207540600871269>
- Thanatawee, Y. (2014). Institutional ownership and firm value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 7(2), 1-22. <https://ssrn.com/abstract=2543058>

- Tee, C. M. (2018). Political connections, institutional monitoring and the cost of debt: Evidence from Malaysian firms. *International Journal of Managerial Finance*, 14(2), 210-229. <https://doi.org/10.1108/IJMF-07-2017-0143>
- Varga, G., & Wengert, M. (2010). The growth and size of the Brazilian mutual fund industry. SSRN: 1575510. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1575510>
- Velte, P. (2023). Which institutional investors drive corporate sustainability? A systematic literature review. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 42-71. <https://doi.org/10.1002/bse.3117>
- Velte, P. (2024). Institutional ownership and board governance. A structured literature review on the heterogeneous monitoring role of institutional investors. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 24(2), 225-263. <https://doi.org/10.1108/CG-10-2022-0414>
- Wang, B., & Luo, Y. (2024). Institutional investors, heterogeneity, and capital structure decisions: Evidence from an emerging market. *Research in International Business and Finance*, 68, 102188. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102188>
- Wang, Q., & Qiu, M. (2023). Minority shareholders' activism and stock price crash risk: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102594. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102594>
- Wu, W., Song, J., Lu, L., & Guo, H. (2024). Is managerial ability a catalyst for driving digital transformation in enterprises? An empirical analysis from internal and external pressure perspectives. *PLOS ONE*, 19(2), e0293454. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0293454>
- Yakubu, S., Muritala, T. A., Abubakar, H. L., Bakare, A. A., Yusuf, W. A., & Afolabi, H. O. (2023). How does pension funds impact stock market development? An empirical analysis from Nigeria using ARDL technique. *Open Journal of Social Sciences*, 11(9), 575-600. <https://repository.nileuniversity.edu.ng/10.4236/jss.2023.119036>
- Zhang, L. (2022). Do largest shareholders incentively affect financial sustainability under holdings heterogeneity? Regulation/intermediary of financial constraints through managerial behavior games. *Frontiers in Psychology*, 13, 754608. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.754608>
- Zhang, R. X. (2023). Do managers learn from institutional investors through direct interactions?. *Journal of Accounting and Economics*, 75(2-3), 101554. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2022.101554>