

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA - UFPB

Centro de Ciências Sociais Aplicadas - CCSA

Graduação em Administração - GADM

**INVESTIDOR INSTITUCIONAL E COMUNALIDADE NA LIQUIDEZ:  
Análise da influência da propriedade institucional sobre a comunalidade na  
liquidez**

IVONALDO VINÍCIUS DE MELO FERREIRA

João Pessoa

Abril de 2025

IVONALDO VINÍCIUS DE MELO FERREIRA

**INVESTIDOR INSTITUCIONAL E COMUNALIDADE NA LIQUIDEZ:  
Análise da influência da propriedade institucional sobre a comunalidade na  
liquidez**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Administração, pelo Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba / UFPB.

**Orientador:** Prof. Dr. Cláudio Pilar da Silva Júnior

João Pessoa  
Abril de 2025

**Catálogo na publicação**  
**Seção de Catalogação e Classificação**

F383i Ferreira, Ivonaldo Vinicius de Melo.

Investidor institucional e comunalidade na liquidez:  
análise da influência da propriedade institucional  
sobre a comunalidade na liquidez / Ivonaldo Vinicius de  
Melo Ferreira. - João Pessoa, 2025.

37 f. : il.

Orientação: Cláudio Pilar da Silva Júnior.  
TCC (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Comunalidade na liquidez. 2. Liquidez. 3.  
Investidor institucional. I. Silva Júnior, Cláudio  
Pilar da. II. Título.

UFPB/CCSA

CDU 658(043)

## Folha de Aprovação

Trabalho apresentado à banca examinadora como requisito parcial para a Conclusão de Curso do Bacharelado em Administração.

**Aluno:** Ivonaldo Vinícius de Melo Ferreira

**Trabalho:** INVESTIDOR INSTITUCIONAL E COMUNALIDADE NA LIQUIDEZ:  
Evidências no Mercado Acionário Brasileiro

**Área da Pesquisa:** Finanças

**Data de Aprovação:** 14/04/2025

### Banca Examinadora

Documento assinado digitalmente  
 **CLAUDIO PILAR DA SILVA JUNIOR**  
Data: 23/04/2025 12:09:33-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Prof. Dr. Cláudio Pilar da Silva Júnior

#### Orientador

Documento assinado digitalmente  
 **ISABELA DE ARAUJO BERNARDO DOS SANTOS**  
Data: 23/04/2025 12:46:23-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Profª. Me. Isabela de Araújo Bernardo dos Santos

#### Avaliador 1

Documento assinado digitalmente  
 **THATIANE DE OLIVEIRA DA SILVA**  
Data: 23/04/2025 14:01:07-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Profª. Me. Thatiane de Oliveira da Silva

#### Avaliador 2

Dedico este trabalho a Deus que me presenteia todos os dias com a energia da vida, que me dá forças e coragem para atingir meus objetivos.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pela força, sabedoria e inspiração que recebo diariamente. Sem a Sua presença e orientação, eu não teria encontrado o equilíbrio e a resiliência necessários para chegar até aqui. Cada passo dessa caminhada foi guiado pela fé, e sou profundamente grato por isso.

À minha mãe, Leonaide Maria do Nascimento, que sempre foi minha base e meu maior exemplo de dedicação e amor incondicional. Suas palavras de encorajamento, seu cuidado constante e seu apoio em cada desafio me deram a confiança e a serenidade para seguir adiante. Sem você, eu não teria chegado até aqui.

Ao meu pai, Inaldo Correia de Melo Ferreira, por ser a minha fonte de determinação e por me ensinar o valor do esforço e da persistência. Seus conselhos sábios e sua confiança em meu potencial foram essenciais para que eu mantivesse o foco e superasse as dificuldades ao longo dessa jornada.

À minha companheira, Rebeca Vitória Freire Coutinho, pela paciência, carinho e compreensão, especialmente nos momentos em que eu precisava me dedicar intensamente a esse projeto. Seu amor e apoio foram fundamentais para que eu me mantivesse motivado e acreditasse no sucesso dessa caminhada.

À minha família, especialmente às minhas tias e primas, por todo o carinho, apoio e incentivo ao longo da minha trajetória. Seus gestos de afeto, palavras encorajadoras e presença constante foram fundamentais para que eu seguisse confiante e motivado. Saber que tenho uma família unida e acolhedora ao meu lado torna cada conquista ainda mais especial.

Aos meus amigos, que sempre estiveram ao meu lado, oferecendo apoio, incentivo e momentos de descontração. Obrigado por me lembrarem da importância do equilíbrio entre a vida acadêmica e os momentos de relaxamento, e por acreditarem no meu potencial.

Por fim, ao meu orientador, Professor Dr. Cláudio Pilar da Silva Júnior, expresso minha profunda gratidão pela paciência, pelas orientações precisas e pela dedicação ao longo desse processo. Seus ensinamentos não apenas contribuíram diretamente para a construção deste trabalho, mas também moldaram minha forma de pensar e abordar desafios acadêmicos e profissionais.

"A maior recompensa para o trabalho do homem não é o que ele ganha com isso, mas o que ele se torna com isso."  
John Ruskin

## RESUMO

Este estudo investigou a influência dos investidores institucionais na comunalidade da liquidez das ações no mercado acionário brasileiro, no período de 2016 a 2023. A pesquisa utilizou uma abordagem quantitativa, com aplicação de regressão de dados em painel para mensurar a comunalidade, tendo como variável principal o  $R^2$  das regressões entre a liquidez individual das ações e a liquidez do mercado. Foram analisadas 238 ações listadas na B3, com uma média de 154 ações por ano, após aplicação de critérios de exclusão, que incluíram: ações com menos de 15 dias de negociação no mês, penny stocks (ações com preço inferior a R\$ 1,00) e ativos com volume de negociação extremamente baixo. Os resultados indicaram que a comunalidade da liquidez no Brasil é superior à observada em mercados internacionais, evidenciando a importância de fatores sistêmicos. O efeito manada dos investidores institucionais foi analisado por meio do indicador de persistência, revelando um impacto negativo, porém pequeno sobre a comunalidade. Já o valor de mercado das ações se destacou como o principal preditor da comunalidade, sugerindo a concentração de liquidez nas ações de maior capitalização. Esses resultados ressaltam a comunalidade da liquidez como um fator de risco importante no mercado brasileiro.

**Palavras Chave:** Comunalidade. Liquidez. Investidores Institucionais.

## ABSTRACT

This study investigated the influence of institutional investors on the commonality in liquidity of stocks in the Brazilian stock market between 2016 and 2023. The research followed a quantitative approach, applying panel data regression to measure commonality, using the  $R^2$  from regressions between individual stock liquidity and market liquidity as the main variable. A total of 238 stocks listed on B3 were analyzed, with an average of 154 per year, after applying exclusion criteria such as stocks with fewer than 15 trading days per month, penny stocks (priced below R\$1.00), and assets with extremely low trading volume. The results indicate that commonality in liquidity in Brazil is higher than in international markets, highlighting the role of systemic factors. The herding behavior of institutional investors was assessed through the persistence indicator, showing a negative but small impact on commonality. In contrast, the market capitalization of stocks emerged as the main predictor of commonality, suggesting that liquidity tends to concentrate in large-cap stocks. These results highlight commonality in liquidity as an important risk factor in the Brazilian market.

**Keywords:** Commonality. Liquidity. Institutional Investors.

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 - Distribuição da Classificação

28

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1- População e Amostra	26
Tabela 2 - Resultados médios para a comunalidade no período analisado	27
Tabela 3 – Matriz de correlação	30
Tabela 4 - Análise da influência do efeito manada sobre a comunalidade	31

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>11</b>
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA</b>	<b>13</b>
2.1 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	13
2.2 COMUNALIDADE NA LIQUIDEZ	17
2.3 INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA COMUNALIDADE DA LIQUIDEZ DOS ATIVOS	19
<b>3 METODOLOGIA</b>	<b>22</b>
3.1 AMOSTRA	22
3.2 MODELO ECONÔMICO	23
3.2.1 Mensuração da comunalidade na liquidez	23
3.2.2 Comunalidade na liquidez e a influência dos investidores institucionais	24
<b>4 RESULTADOS E DISCUSSÃO</b>	<b>26</b>
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA	26
4.2 EVIDENCIAÇÃO DA COMUNALIDADE NA LIQUIDEZ	26
4.3 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS SOBRE A COMUNALIDADE	27
<b>5 CONCLUSÃO</b>	<b>32</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>34</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, os mercados financeiros tem sido objeto de uma análise cada vez mais profunda devido à sua intrincada dinâmica e ao impacto significativo que exercem sobre a economia global, como destacam Mishkin e Eakins (2018). Dentro desse contexto, a liquidez dos ativos emerge como um aspecto central, influenciando diretamente a eficiência das negociações e a estabilidade do sistema financeiro. No entanto, a compreensão da liquidez vai além de métricas convencionais, como o spread e o volume de negociação, incluindo a análise da comunalidade na liquidez, um fenômeno mais complexo que os conceitos estabelecidos sobre a determinação individual da liquidez de cada ativo.

A comunalidade na liquidez pode ser entendida como o grau de correlação entre a liquidez de diferentes ativos dentro de um mesmo mercado. Em outras palavras, trata-se da tendência de a liquidez de ações distintas se moverem conjuntamente, geralmente em resposta a choques sistêmicos ou comportamentos coletivos de grupos de investidores (CHORDIA; ROLL; SUBRAHMANYAM, 2000). Esse fenômeno implica que, em determinados contextos, a liquidez deixa de ser um atributo apenas individual de cada ativo e passa a refletir fatores macroeconômicos ou estruturais do próprio mercado.

Nesse cenário, os investidores institucionais desempenham um papel relevante. Trata-se de agentes econômicos com grande volume de capital sob gestão, como fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras e gestoras de ativos. Sua atuação no mercado tende a ser estratégica e recorrente, podendo influenciar o comportamento dos preços, a liquidez dos ativos e a própria estrutura do mercado (MISHKIN; EAKINS, 2018). Além disso, estudos como o de Dasgupta, Prat e Verardo (2011) destacam que o comportamento coletivo desses agentes — como a compra ou venda simultânea de ativos — pode amplificar movimentos de comunalidade na liquidez, especialmente em contextos de incerteza.

Chordia, Roll e Subrahmanyam (2002) destacaram que a disseminação rápida de informações e o comportamento coletivo dos investidores institucionais podem levar a padrões semelhantes de liquidez entre diferentes ativos, independentemente de suas características individuais.

Entretanto, apesar do progresso significativo na compreensão desse fenômeno, há lacunas substanciais na literatura em relação à influência da propriedade institucional sobre a comunalidade na liquidez dos ativos. A propriedade institucional, representada por investidores como fundos de pensão e gestores de fundos mútuos, desempenha um papel

crucial no mercado financeiro, influenciando não apenas os preços dos ativos, mas também a dinâmica de negociação como um todo (MISHKIN; EAKINS, 2018; ELTON et al., 2019).

A literatura existente tem reconhecido a relevância dos investidores institucionais no mercado financeiro. Malkiel (2020) destaca que essas instituições não apenas possuem considerável poder financeiro, mas também têm acesso a recursos analíticos avançados, conferindo-lhes uma capacidade única de moldar os mercados. No entanto, a compreensão de como a participação desses investidores afeta a comunalidade na liquidez permanece em grande parte não explorada.

Diante desse cenário, este estudo se propõe a preencher essa lacuna, investigando a influência da propriedade institucional sobre a comunalidade na liquidez dos ativos. Partindo da premissa de que os investidores institucionais desempenham um papel significativo na formação dos mercados financeiros, buscamos compreender como suas decisões de investimento e estratégias de negociação impactam a comunalidade na liquidez. Ao fazer isso, esperamos fornecer insights valiosos que não apenas contribuam para uma compreensão mais abrangente dos mecanismos subjacentes ao mercado financeiro, mas também informem decisões de investimento e políticas regulatórias.

Nesse contexto, a seguinte questão de pesquisa orienta o estudo: **Os investidores institucionais influenciam a comunalidade na liquidez dos ativos no mercado acionário brasileiro?**

Com base nessa questão, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa: **A propriedade institucional exerce influência significativa sobre a comunalidade na liquidez dos ativos.** Parte-se da suposição de que o comportamento coletivo dos investidores institucionais, como a tendência ao efeito manada, pode intensificar a correlação entre a liquidez de diferentes ativos, tornando o mercado mais suscetível a choques sistêmicos.

Em síntese, este trabalho busca lançar luz sobre a intrincada teia de interações entre investidores institucionais e sua relação com a Comunalidade na Liquidez dos ativos. Ao explorar a identidade, importância e influência dessas instituições no funcionamento do mercado de capitais. Além disso, identificar possíveis consequências do efeito manada nos preços das ações, pretendemos contribuir para uma compreensão mais aprofundada das forças que impulsionam as negociações no mercado de capitais. Essa análise oferece informações importantes para os participantes do mercado, e também fornece insights para futuras pesquisas.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

No mercado financeiro contemporâneo, a presença e influência dos investidores institucionais emergem como elementos cruciais para entender as dinâmicas complexas que regem as negociações de ações. Estas instituições financeiras, que incluem fundos de pensão, companhias de seguro, bancos de investimento e gestores de fundos mútuos, desempenham um papel significativo na formação dos preços dos ativos, influenciando diretamente o funcionamento eficiente dos mercados (FABOZZI, Frank J, 2014). Neste contexto, inicialmente realizou-se uma análise aprofundada sobre quem são os investidores institucionais, destacando sua importância para as negociações e explorando suas decisões de investimento.

Investidores institucionais, como definido por Elton et al. (2019), constituem entidades organizadas que administram grandes volumes de capital em nome de terceiros. Esses agentes desempenham papel central nos mercados financeiros contemporâneos, sendo responsáveis por uma parcela significativa do volume negociado nas bolsas de valores em todo o mundo. Contudo, para compreender de forma mais aprofundada a lógica de atuação dos investidores institucionais e suas implicações para a dinâmica de mercado, é fundamental recorrer à Teoria da Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), que constitui a base teórica central deste estudo.

A Teoria da Agência trata da relação contratual entre duas partes: o principal, que é o proprietário dos recursos, e o agente, que é o responsável por administrá-los em seu nome. No contexto do mercado financeiro, os investidores institucionais atuam como agentes, administrando os recursos de milhares de investidores individuais — os principais — e tomando decisões que nem sempre estão perfeitamente alinhadas aos interesses desses investidores.

Essa teoria é especialmente relevante quando se analisa o comportamento coletivo desses agentes, pois ela permite compreender como incentivos desalinhados, assimetrias de informação e estratégias padronizadas de investimento podem levar à adoção de comportamentos herdáveis ou reativos, como o efeito manada, amplamente discutido na literatura.

Portanto, a Teoria da Agência fornece o arcabouço conceitual necessário para entender como os mecanismos de delegação de poder e tomada de decisão coletiva entre principal e agente impactam o mercado como um todo. Jensen e Meckling (1976) argumentam que a separação entre propriedade e controle nas organizações cria um conflito de interesses entre os acionistas, que são os proprietários legais da empresa, e os gestores, que são encarregados de tomar decisões em nome dos acionistas. Esse conflito surge devido à assimetria de informações e à divergência de objetivos entre os principais envolvidos. Os gestores podem buscar maximizar seus próprios interesses em detrimento dos acionistas, resultando em comportamentos que não estão alinhados com os objetivos de criação de valor para os proprietários.

Ao aplicarmos essa lente conceitual à definição de investidores institucionais, podemos entender melhor sua função e sua dinâmica dentro do mercado financeiro. Os investidores institucionais atuam como agentes que gerenciam os recursos financeiros de terceiros, como fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos. Eles são encarregados de tomar decisões de investimento em nome desses terceiros, com o objetivo de maximizar retornos e gerenciar riscos de acordo com as diretrizes estabelecidas.

No entanto, assim como os gestores nas empresas, os investidores institucionais enfrentam o desafio de agir no melhor interesse de seus clientes. A teoria das agências nos ajuda a compreender os possíveis conflitos de interesses que surgem nessa relação. Por exemplo, os gestores de fundos mútuos podem ser incentivados a buscar altas taxas de retorno para atrair mais clientes e aumentar seus próprios ganhos, mesmo que isso envolva assumir riscos mais elevados do que os desejados pelos investidores. Da mesma forma, os gestores de fundos de pensão podem ser tentados a adotar estratégias de investimento mais conservadoras para evitar críticas ou perdas de emprego em caso de resultados insatisfatórios.

Além disso, a teoria da agência nos ajuda a entender como os investidores institucionais lidam com a questão da delegação de autoridade. Assim como os acionistas delegam poder aos gestores das empresas, os investidores delegam poder aos gestores dos fundos para tomar decisões de investimento em seu nome. No entanto, essa delegação de autoridade pode levar a problemas de monitoramento e controle, pois os investidores podem não ter acesso total às informações e às decisões tomadas pelos gestores em seu nome.

Em resposta a esses desafios, os investidores institucionais adotam uma série de práticas de governança e monitoramento para garantir que os interesses de seus clientes sejam protegidos. Isso pode incluir a definição de políticas de investimento claras, a avaliação

regular do desempenho dos gestores e a divulgação transparente das atividades de investimento. Além disso, os investidores institucionais muitas vezes buscam alinhar os incentivos dos gestores com os interesses dos clientes por meio de esquemas de remuneração e compensação baseados no desempenho.

De acordo com Malkiel (2020), a importância dos investidores institucionais transcende sua capacidade financeira substancial. Essas instituições frequentemente possuem uma base de conhecimento especializado e acesso a recursos analíticos avançados, permitindo-lhes tomar decisões informadas e estratégicas. Tal expertise não apenas influencia as escolhas de investimento, mas também desencadeia efeitos cascata nos mercados, moldando a direção dos preços das ações.

A presença maciça de investidores institucionais nas negociações de ações acarreta uma série de implicações. Em primeiro lugar, a escala de suas operações pode gerar um impacto direto nos preços dos ativos. Shleifer e Vishny (2018) explicam que, devido ao volume substancial de recursos sob gestão, as compras ou vendas significativas por parte dessas instituições podem desencadear movimentos abruptos nos mercados, influenciando não apenas os ativos específicos em questão, mas também setores inteiros.

Além disso, a influência dos investidores institucionais nos preços das ações muitas vezes é amplificada pelo fenômeno do efeito manada. Conforme elucidado por Fama (2021), este fenômeno refere-se à tendência dessas instituições em seguir as decisões de seus pares, especialmente em momentos de incerteza ou volatilidade do mercado. O efeito manada pode resultar em comportamentos coletivos, levando a movimentos exagerados e não fundamentados nos preços dos ativos, o que, por sua vez, impacta negociações subsequentes.

O efeito manada destaca-se como um fenômeno que pode distorcer a eficiência dos mercados financeiros, como apontado por Keynes (2017). A pressão para aderir a tendências estabelecidas pelos grandes investidores institucionais pode levar a um desvio significativo dos fundamentos econômicos subjacentes, criando bolhas de ativos e ampliando as correções subsequentes. Nesse contexto, a compreensão dos padrões de comportamento desses investidores torna-se essencial para antecipar possíveis distorções e desenvolver estratégias de investimento mais robustas.

Ao debruçar-se para entender esse fenômeno mais profundamente, torna-se imperativo examinar as nuances das transações realizadas pelos fundos. Autores dedicados a estudar esse fenômeno, identificaram padrões de comportamento nas transações de compra e venda de ações pelos fundos. Em seu estudo, Klemkosky (1977) aborda a questão da recorrência nas

transações, destacando como a repetição consecutiva de compras e vendas de ações por parte dos fundos ao longo do tempo influencia os preços dos ativos no curto e médio prazo. Kraus e Stoll (1972), por sua vez, analisam os impactos das transações de grande volume no mercado de ações, identificando como essas transações afetam os preços e a liquidez dos ativos.

Sob uma análise conjuntural dos Investidores Institucionais, Friend, Blume e Crockett (1970) oferecem uma perspectiva sobre o comportamento coletivo dos fundos, explorando como a tendência de seguir as decisões de outros gestores pode levar a movimentos exagerados e não fundamentados nos preços das ações. Por fim, Tariki (2014) examina o fenômeno da "herding behavior" entre os fundos de investimento japoneses, evidenciando como a indústria de trusts de investimento pode ser afetada por esse comportamento de rebanho.

Para se compreender esse efeito com mais profundidade, Borges (2020) apresentou em seu estudo, algumas perspectivas acerca das causas do Efeito Manada. A primeira explicação para a existência do efeito manada institucional é a tendência dos fundos em seguir o líder, ou seja, aquele que obteve os melhores resultados. Essa busca por desempenho superior pode levar a uma replicação das transações realizadas pelos fundos mais bem-sucedidos, intensificando o comportamento de rebanho. Outra explicação seria a equidade informacional, que se fundamenta na hipótese de que os fundos possuem acesso às mesmas informações privadas e observam os mesmos indicadores ao escolher ações. Nesse cenário, o efeito manada emerge como uma consequência natural da equidade informacional, à medida que os gestores reagem de maneira semelhante às informações disponíveis. Por fim, uma terceira explicação seria a assimetria nos efeitos à reputação, ou seja, os fundos podem preferir agir de maneira semelhante para evitar destacar-se negativamente no mercado, uma vez que ser um destaque negativo pode acarretar consequências significativamente adversas. Nesse contexto, a gestão de fundos pode optar por seguir padrões de comportamento semelhantes, minimizando o risco de destacar-se negativamente.

Borges e Martelanc (2011) aprofundaram essa compreensão ao introduzirem a variável "persistência". Esta variável registra a repetição consecutiva das compras e vendas de ações por parte do conjunto de fundos americanos ao longo do tempo, destacando seu impacto nos preços, tanto no curto quanto no médio prazo. Contrariando expectativas, as evidências apresentadas pelos autores sugerem que, no médio prazo, a relação entre persistência e preços se inverte. Ações persistentemente compradas pelo conjunto de fundos apresentam preços

reduzidos, enquanto aquelas vendidas por períodos consecutivos apresentam aumentos nos preços no médio prazo.

Essas descobertas de Borges e Martelanc (2011) acrescentam uma camada de complexidade ao entendimento do efeito manada institucional, ressaltando a importância de considerar não apenas as transações imediatas, mas também sua persistência ao longo do tempo e os efeitos que isso pode ter sobre os preços das ações.

A importância dos investidores institucionais também se manifesta na sua capacidade de influenciar políticas corporativas e governança. BlackRock, por exemplo, como maior gestor de ativos do mundo, detém uma posição substancial em inúmeras empresas, proporcionando-lhe influência significativa nas decisões estratégicas dessas organizações (Fried, 2022). Essa interconexão entre investidores institucionais e corporações evidencia uma profundidade adicional nas relações entre mercado de capitais e governança corporativa.

No cenário contemporâneo, o advento da tecnologia e a sofisticação dos algoritmos de negociação utilizados por investidores institucionais somam um desafio maior ao ambiente de negociação. Esses algoritmos, muitas vezes baseados em modelos quantitativos e aprendizado de máquina, podem gerar movimentos rápidos e imprevisíveis nos mercados financeiros, desafiando a capacidade dos reguladores em acompanhar e compreender tais dinâmicas (Lo, 2018).

## 2.2 COMUNALIDADE NA LIQUIDEZ

No campo da teoria financeira, a liquidez desempenha um papel central nas interações de mercado, sendo fundamental para garantir a eficiência e estabilidade do sistema financeiro. O conceito de comunalidade na liquidez refere-se ao fenômeno em que choques de liquidez afetam simultaneamente diversos ativos. Chordia, Roll e Subrahmanyam (2000) foram pioneiros ao demonstrar que fatores macroeconômicos e políticas monetárias desempenham papel crucial na formação da comunalidade. Além disso, Chordia, Goyal e Roll (2001) ressaltaram a importância dos fluxos de informação e do comportamento dos investidores institucionais, cujas decisões podem amplificar os choques de liquidez em determinados ativos.

A atividade dos formadores de mercado também exerce influência significativa sobre a comunalidade. Coughenour e Saad (2004) evidenciaram que a concentração desses intermediários em ativos específicos intensifica a correlação da liquidez. Hasbrouck (2009)

destacou que choques sincronizados de liquidez podem amplificar os movimentos de preços e aumentar a probabilidade de crises financeiras, elevando os riscos sistêmicos. Pastor e Stambaugh (2003) complementaram ao demonstrar que ativos menos líquidos exigem prêmios de risco mais elevados, indicando a influência da liquidez sobre os retornos esperados.

A relação entre comunalidade e volatilidade foi amplamente abordada por diversos estudos: Beaupain, Giot e Petitjean (2011) identificaram uma correlação positiva entre os dois fenômenos, sugerindo maior instabilidade durante períodos de alta comunalidade. Esse aumento da volatilidade pode resultar em movimentos de preços sincronizados entre diferentes ativos, o que amplia o risco sistêmico e dificulta a previsão de cenários econômicos. Brockman e Chung (2002) apontaram que essa característica reduz a eficácia da diversificação de portfólios, dificultando a busca por ativos não correlacionados. Kamara, Lu e Sadka (2008) demonstraram que a comunalidade varia entre diferentes regiões geográficas, sugerindo que os investidores devem adaptar suas estratégias conforme as especificidades de cada mercado.

Hameed e Ting (2019) ressaltaram que a comunalidade pode variar entre diferentes classes de ativos e ao longo do tempo, indicando a necessidade de análises mais detalhadas. A interação entre fatores locais e globais também foi explorada por esses autores, que enfatizaram a importância do comportamento dos investidores estrangeiros em momentos de instabilidade. Karolyi, Lee e Van Dijk (2012) destacaram a crescente interconexão dos mercados globais, que amplifica os efeitos dos choques de liquidez em diversas regiões. Essa conexão, alimentada pelo aumento do fluxo de capitais e das políticas econômicas interdependentes, reforça a necessidade de abordagens mais integradas para entender a comunalidade.

O papel dos custos de transação na comunalidade foi estudado por Amihud e Mendelson (1986), que evidenciaram como esses custos afetam a liquidez, especialmente em períodos de estresse. Eles demonstraram que mercados com spreads mais elevados estão mais propensos a sofrer com choques sincronizados de liquidez, ampliando o impacto de eventos negativos. Em mercados emergentes, Li e Yu (2023) exploraram o papel dos investidores institucionais estrangeiros, reforçando o impacto desse grupo sobre a liquidez e a volatilidade. Os autores identificaram que o comportamento desses investidores pode aumentar a comunalidade, especialmente em mercados menos desenvolvidos e mais suscetíveis a movimentos de capital externos.

Os efeitos da comunalidade não se limitam à volatilidade e à diversificação. Estudos também exploraram a relação entre esse fenômeno e a eficiência do mercado. Hasbrouck e Seppi (2001) argumentaram que mercados com alta comunalidade são menos eficientes, uma vez que choques de liquidez tendem a ser transmitidos rapidamente entre os ativos, dificultando a descoberta de preços. Essa transmissão de choques também afeta os investidores individuais, que enfrentam maiores custos para ajustar seus portfólios em períodos de instabilidade.

Adicionalmente, o papel dos fluxos de informação foi enfatizado por Chordia, Roll e Subrahmanyam (2003), que destacaram a importância das notícias econômicas e dos anúncios de resultados corporativos na formação da comunalidade. Notícias que afetam todo o mercado tendem a amplificar os choques de liquidez, o que pode levar a ajustes abruptos nas carteiras de grandes investidores. Esses ajustes, por sua vez, podem desencadear uma reação em cadeia, aumentando a volatilidade e os riscos sistêmicos.

Em suma, a comunalidade na liquidez é um fenômeno complexo e multifacetado, com implicações importantes para estratégias de negociação, gerenciamento de riscos e formulação de políticas econômicas. Apesar dos avanços significativos na compreensão desse tema, ainda há espaço para o desenvolvimento de modelos mais sofisticados que capturem a complexidade dos fatores que moldam a comunalidade, especialmente diante das novas dinâmicas do mercado global e das constantes inovações tecnológicas.

### 2.3 INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA COMUNALIDADE DA LIQUIDEZ DOS ATIVOS

A comunalidade na liquidez dos ativos é um fenômeno complexo que influencia diretamente a eficiência e a estabilidade dos mercados financeiros. Dentro desse contexto, os investidores institucionais emergem como atores-chave que exercem influência sobre os padrões de liquidez observados nos ativos.

Estudos prévios como o de Chordia, Goyal e Roll (2001) salientam que as atividades de negociação e alocação de recursos desses investidores desempenham um papel significativo nesse processo. Além disso, Brockman e Chung (2002) destacam que estratégias específicas adotadas pelos investidores institucionais têm o potencial de influenciar a comunalidade na liquidez de forma significativa. Eles argumentam que o uso de algoritmos de negociação por esses investidores pode ter um impacto considerável nesse fenômeno. Os

algoritmos de negociação são sistemas automatizados projetados para executar ordens de compra e venda com base em critérios predefinidos, como preço, volume e tendências de mercado. Quando os investidores institucionais implementam essas estratégias algorítmicas, elas podem contribuir para aumentar a comunalidade na liquidez dos ativos.

Essa influência positiva pode ser atribuída a vários fatores. Primeiramente, os algoritmos de negociação podem gerar uma maior sincronização nas transações realizadas pelos investidores institucionais, levando a padrões mais uniformes de comportamento de mercado. Além disso, esses algoritmos são capazes de processar e reagir a informações de mercado em tempo real, permitindo uma resposta rápida a mudanças nas condições de negociação. Isso pode levar a uma maior convergência de estratégias de negociação entre os investidores institucionais, resultando em um aumento da comunalidade na liquidez.

O estudo de Brockman e Chung (2002) destaca a importância de considerar não apenas as atividades de negociação dos investidores institucionais, mas também as estratégias específicas que empregam. Essas estratégias podem desempenhar um papel crucial na dinâmica dos mercados financeiros, influenciando a forma como os ativos são negociados e precificados. Portanto, ao analisar a influência dos investidores institucionais na comunalidade da liquidez dos ativos, é essencial levar em conta o impacto das diferentes abordagens de negociação utilizadas por esses participantes do mercado.

No entanto, é importante considerar que a influência dos investidores institucionais na comunalidade da liquidez pode variar em diferentes contextos. Kamara, Lou e Sadka (2008) sugerem que esses investidores podem, em certas circunstâncias, contribuir para a redução da comunalidade ao fornecer liquidez adicional e estabilizar os preços dos ativos.

Portanto, compreender a dinâmica entre os investidores institucionais e a comunalidade na liquidez é crucial para uma análise abrangente dos mercados financeiros. Essa compreensão não apenas oferece insights valiosos sobre os mecanismos subjacentes dos mercados, mas também pode informar estratégias de investimento e regulamentação financeira voltadas para a promoção da eficiência e estabilidade do sistema.

Em seu pioneiro estudo se tratando de como os investidores institucionais influenciam o mercado financeiro com suas movimentações, Kraus e Stoll (1972), abordam o impacto das transações de grandes blocos de ações no mercado, destacando como essas operações podem influenciar a liquidez dos ativos. Em seu estudo, os autores observaram que a liquidez tende a diminuir à medida que o tamanho das transações aumenta, o que sugere que investidores institucionais que realizam operações de grande porte podem afetar a comunalidade na

liquidez. Em consonância a isso, Friend, Blume e Crockett (1970) expandiram essa linha de pesquisa ao investigar o papel dos fundos mútuos e outros investidores institucionais na determinação dos padrões de liquidez. Eles destacaram que, devido ao tamanho substancial de seus ativos sob gestão, esses investidores podem exercer uma influência significativa sobre a liquidez dos ativos nos mercados financeiros.

Elton, Gruber, Brown e Goetzmann (2019) abordaram a interconexão entre investidores institucionais e governança corporativa como um importante determinante da liquidez dos ativos. Em seu estudo, os autores observaram que o engajamento dos investidores institucionais com a administração das empresas pode levar a mudanças positivas na governança corporativa, aumentando assim a liquidez dos ativos. No entanto, eles também alertaram para o fato de que pressões por políticas de curto prazo podem resultar em uma diminuição da liquidez dos ativos.

Uma nova perspectiva foi demonstrada por Fried (2022) quando ele se debruça em trazer nas suas buscas, o impacto do investimento ambiental, social e de governança (ESG) na liquidez dos ativos. Em seu estudo, o autor argumenta que os investidores institucionais que adotam práticas de investimento responsável podem influenciar a confiança dos investidores no mercado, afetando assim a liquidez dos ativos.

Além desses estudos clássicos, novas pesquisas têm explorado ainda mais a relação entre investidores institucionais e comunalidade na liquidez. Por exemplo, um estudo recente de Li e Yu (2023) investigou como a entrada de investidores institucionais estrangeiros em mercados emergentes afeta a liquidez dos ativos. Os autores encontraram evidências de que a presença desses investidores pode aumentar a liquidez dos ativos, sugerindo que a internacionalização dos mercados financeiros pode ter importantes implicações para a comunalidade na liquidez. Outro estudo relevante foi conduzido por Chen e Wang (2021), que investigaram como a regulação do mercado de capitais influencia a relação entre investidores institucionais e a liquidez dos ativos. Os autores encontraram evidências de que uma regulação mais rigorosa pode reduzir a comunalidade na liquidez, indicando que políticas regulatórias desempenham um papel importante na determinação dos padrões de liquidez nos mercados financeiros.

Diante do contexto evidenciado até o momento é possível identificar que há uma relação significativa entre a propriedade institucional e a comunalidade na liquidez dos ativos nos mercados financeiros. Investidores institucionais, devido ao tamanho substancial de seus ativos sob gestão e suas práticas de investimento, influenciam os padrões de liquidez dos

ativos, afetando assim a comunalidade na liquidez. Essa relação pode ser mediada por fatores como regulação do mercado de capitais, comportamento dos investidores institucionais e características específicas do mercado, e pode ter implicações importantes para a eficiência e estabilidade dos mercados financeiros.

A hipótese do trabalho sugere que a propriedade institucional pode ser um importante determinante da comunalidade na liquidez dos ativos, com potenciais implicações para os investidores, reguladores e participantes do mercado financeiro. Portanto, busca-se através deste trabalho, fornecer dados e informações que consolidem a compreensão dessa influência no mercado financeiro e contribua para o avanço do conhecimento sobre os mecanismos subjacentes dos mercados, fornecendo insights valiosos para investidores e formuladores de políticas.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 AMOSTRA**

A amostra a ser analisada será constituída por um conjunto de empresas de capital aberto listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), compreendendo o período de janeiro de 2016 a dezembro de 2023. Escolheu-se esse período porque engloba um momento no qual ocorreram crises nos mercados financeiros, podendo ter influenciado diretamente nas oscilações da liquidez de mercado (Chordia, Sarkar, & Subrahmanyam, 2005).

Os dados para a realização deste estudo foram obtidos a partir de fontes secundárias através da coleta no banco de dados da Thomson Reuters®, por informações coletadas junto à B3 e à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Adicionalmente, foram utilizados alguns critérios para seleção da amostra:

(i) será selecionada a ação mais líquida de cada empresa, utilizando o percentual de negociabilidade;

(ii) serão excluídas as ações que apresentarem menos de 15 dias de observações em um mês de negociação; e

(iii) serão excluídas da amostra as ações que apresentaram preço de negociação igual ou abaixo de R\$ 1,00, pois, devido ao seu baixo valor, tendem a apresentar oscilações maiores de retorno (Chordia et al., 2000). Além disso, esses papéis são mais voláteis e fáceis de serem manipulados e, por conta disso, a B3 não permite mais a negociação deles.

Foram incluídos na amostra 4.207 fundos mútuos ativos, e esses 37 fundos negociaram no período considerado na amostra 413 diferentes ações de empresas negociadas na Bovespa.

### 3.2 MODELO ECONOMETRICO

#### 3.2.1 Mensuração da comunalidade na liquidez

Para analisar a comunalidade, será utilizado o modelo proposto por Karolyi et al. (2012) e Qian et al. (2014), em que a medida de comunalidade na liquidez é obtida pelo coeficiente de determinação -  $R^2$ , por meio de um método de estimação em duas etapas. Primeiramente, serão obtidas as medidas de inovações na liquidez, por meio dos resíduos de um modelo de autorregressão para cada ação ( $i$ ), usando observações diárias de liquidez dentro de cada ano  $t$ , conforme Equação 1.

$$Liq_{i,d,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Liq_{i,d-1,t} + \sum_{w=1}^4 \gamma_{2i,d,t} D_w + \gamma_3 Fer_{i,d,t} + u_{i,d,t}$$

(1)

Em que  $Liq_{i,d,t}$  e  $Liq_{i,d-1,t}$  é o volume negociado em reais nos dias  $d$  e  $d-1$  do ano  $t$ , respectivamente. A variável  $D_w$  é uma *dummy* para os dias da semana, de segunda a quinta feira, e  $Fer_{i,d,t}$  é uma variável *dummy* para os dias próximos a feriados, sendo essas duas últimas variáveis incluídas para eliminar variações sazonais na liquidez (Chordia et al., 2005; Qian, Tam, & Zhang, 2014, Lowe, 2014).

A partir dos resultados dos resíduos da Equação 1, será obtida a medida de comunalidade na liquidez, o  $R^2$ , por meio do modelo de regressão, conforme Equação 2:

$$\hat{u}_{i,d,t} = b_{0i,t} + b_{1i,t} \hat{u}_{m,d,t} + b_{2i,t} \hat{u}_{m,d+1,t} + b_{3i,t} \hat{u}_{m,d-1,t} + e_{i,d,t}$$

(2)

Em que  $\hat{u}_{m,d,t}$ ,  $\hat{u}_{m,d+1,t}$  e  $\hat{u}_{m,d-1,t}$  são medidas de inovação de liquidez do mercado obtidas pela ponderação pelo valor de mercado em 31 de dezembro do ano anterior de  $\hat{u}_{i,d,t}$ ,  $\hat{u}_{i,d+1,t}$ ,  $\hat{u}_{i,d-1,t}$  (obtidos da Equação 2) sobre os dias  $d$ ,  $d+1$  e  $d-1$  no ano  $t$ , respectivamente.

Assim, para cada mês, com os valores das medidas diárias de inovação de liquidez individual e de mercado, obteve-se o valor da comunalidade mensal para cada uma das ações

da amostra em análise, por meio dos  $R^2$  obtidos da Equação 2. Adicionalmente, a comunalidade na liquidez de mercado será obtida pela média das comunalidades individuais.

Por fim, pelo fato de o  $R^2$  ser uma medida entre zero e um, utiliza-se a transformação logarítmica na medida do  $R^2$ , para a utilização desse valor nas regressões em série de tempo, conforme Equação 3.

$$Comunalidade_{i,m,t} = \ln \ln \left( \frac{R^2_{i,m,t}}{(1-R^2_{i,m,t})} \right) \quad (3)$$

Em que  $Comunalidade_{i,m,t}$  é a medida de comunalidade na liquidez individual da ação  $i$  no mês  $m$  do ano  $t$ , após a transformação logarítmica para ser utilizada nas regressões em série de tempo.

### 3.2.2 Comunalidade na liquidez e a influência dos investidores institucionais

O presente trabalho busca analisar a influência dos investidores institucionais sobre a comunalidade na liquidez no mercado acionário brasileiro, conforme Equação 4.

$$COM\_Liq_{i,m,t} = c_0 + c_1 COM\_Liq_{i,m-1,t} + c_2 Ret_{i,m,t} + c_3 VM_{i,m,t} + c_4 Persistência_{i,m,t} + \varepsilon_t \quad (4)$$

Em que  $COM\_Liq_{i,m,t}$  é a comunalidade na liquidez do ativo  $i$  no mês  $m$  do ano  $t$ ,  $Ret_{m,t}$  é o retorno do ativo  $i$  no mês  $m$  do ano  $t$ ;  $VM_{i,m,t}$  é o valor de mercado, obtida pelo logaritmo natural do valor de mercado em reais do ativo  $i$  no mês  $m$  do ano  $t$ ; e  $Persistência_{m,t}$  é a variável utilizada para representar as medidas construídas para mensurar o efeito manada sobre o ativo  $i$  no mês  $m$  do ano  $t$ .

As variáveis  $COM_{Liq'_{m,t-1}}$ ,  $Ret_{i,m,t}$ ,  $VM_{i,m,t}$  foram incluídas no modelo como variáveis de controle, conforme sugere Chordia et al. (2000). A comunalidade defasada é incluída no modelo para controlar a existência de autocorrelação na série temporal, espera-se um efeito negativo desta variável sobre a comunalidade contemporânea (Chordia et al, 2000). Também se espera um efeito negativo do retorno de mercado sobre a comunalidade na liquidez (Hameed et al., 2010; Qian et al., 2014).

Os fundos ativos foram selecionados de acordo com a classificação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - Anbima, as classificações Anbima consideradas para a seleção de fundos ativos foram: ações dividendos, ações índice ativo, ações livre, ações setorial, ações small caps, ações sustentabilidade / governança, ações valor / crescimento, e fechados de ações. Além dessas, foram incluídas as seguintes classificações Anbima obsoletas (para o caso do fundo ter sido cancelado antes da mudança das categorias Anbima): ações Ibovespa ativo, ações Ibovespa ativo com alavancagem, ações ibrx ativo, ações ibrx ativo com alavancagem, ações livres com alavancagem, ações setoriais energia, ações setoriais telecomunicações, fundos de ações Ibovespa ativo, fundos de ações outros, e fundos de ações setoriais.

Para analisar o impacto dos investidores institucionais na comunalidade da liquidez, foi utilizada a variável de persistência, conforme definida por Dasgupta, Prat e Verardo (2011). Esta variável mede a continuidade do comportamento dos investidores institucionais, refletindo a tendência desses investidores em manter ou mudar suas estratégias de compra e venda ao longo do tempo. A persistência é uma ferramenta crítica para entender como a ação dos investidores institucionais pode influenciar a dinâmica da liquidez no mercado acionário.

A persistência é calculada com base no comportamento de compra e venda dos investidores institucionais ao longo de um período específico, geralmente mensurado em termos mensais. Valores positivos da persistência indicam uma continuidade nas compras de ações, o que pode sugerir uma confiança prolongada nas ações ou no mercado como um todo. Esses investidores, ao manterem suas posições ou aumentarem suas compras, podem contribuir para um aumento na liquidez dos ativos em que estão investidos, promovendo um ambiente de mercado mais estável e menos volátil.

Por outro lado, valores negativos da persistência sinalizam uma tendência de venda ou desinvestimento. Esses valores podem indicar uma falta de confiança ou uma reação a eventos adversos no mercado. A venda persistente por parte dos investidores institucionais pode ter o efeito oposto, reduzindo a liquidez das ações e potencialmente exacerbando a volatilidade do mercado. A persistência na venda pode ser um reflexo de estratégias de redução de risco ou de uma avaliação negativa da perspectiva futura das ações ou do mercado em geral.

O impacto da persistência na comunalidade da liquidez é um aspecto importante para os participantes do mercado, pois fornece insights sobre como as ações dos investidores institucionais podem moldar a dinâmica da liquidez e a estabilidade do mercado. A compreensão desses efeitos é crucial para investidores e analistas que buscam prever a

liquidez do mercado e a reação dos preços às mudanças no comportamento dos investidores institucionais.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA

A amostra para este estudo consistiu de todas as empresas com ações negociadas na B3, no período de 1º de janeiro de 2016 a 31 de dezembro de 2023, excluindo-se as ações em que o número de dias com retorno igual a zero foi maior que 80% em um mês de negociação, as que apresentaram menos de 15 dias de observações em um mês de negociação e as que apresentaram preço de negociação igual ou inferior a R\$ 1,00.

Assim, foram coletados, após os critérios de exclusão, os dados de 238 ações e analisados, por ano, os dados de 154 ações (38,42% da população), em média, apresentando, em 2016, um mínimo de 110 ações analisadas (31,5% da população), e, em 2022, um máximo de 201 ações analisadas (44,77% da população), conforme Tabela 1.

**Tabela 1- População e Amostra**

Ano	População	Amostra	% da população
2016	352	110	31,50
2017	344	117	34,01
2018	339	137	40,41
2019	391	145	37,08
2020	407	152	37,34
2021	463	180	38,88
2022	449	201	44,77
2023	436	189	43,35
Média	-	154	38,42

Fonte: Dados da pesquisa

### 4.2 EVIDENCIAÇÃO DA COMUNALIDADE NA LIQUIDEZ

Para obter o valor da comunalidade, para cada ação, foram estimadas regressões em duas etapas. A primeira etapa consistiu na obtenção das medidas de inovação na liquidez, com a utilização de medidas diárias de liquidez dentro de cada ano  $t$ , conforme Equação 1. Após a obtenção da medida de inovação na liquidez para cada ação, realizou-se o procedimento para a obtenção do  $R^2$  (comunalidade) dos ativos por meio da regressão entre a medida de inovação na liquidez de cada ação e a inovação na liquidez de mercado (obtida pela ponderação da liquidez individual pelo valor de mercado em 31 de dezembro do ano anterior),

conforme Equação 2. A quantidade de ações, valores médio, mínimos e máximos para a comunalidade na liquidez das ações participantes para cada ano são apresentados na Tabela 2.

**Tabela 2 - Resultados médios para a comunalidade no período analisado**

Ano	Qtd de ações	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
2016	110	0.205027	0.001410	0.960004	0.164766
2017	117	0.207640	0.002505	0.915472	0.166792
2018	137	0.183011	0.000507	0.945631	0.146734
2019	145	0.173125	0.002624	0.950194	0.149681
2020	152	0.204342	0.000437	0.944052	0.158465
2021	180	0.189743	0.001491	0.889703	0.150171
2022	201	0.184311	0.000578	0.877204	0.142279
2023	189	0.182531	0.000928	0.818912	0.135956
<b>Média Geral</b>	<b>154</b>	<b>0.1899</b>	<b>0.0004</b>	<b>0.9600</b>	<b>0.1509</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados das estatísticas descritivas na Tabela 2 evidenciam que, no período de 2016 a 2023, houve um aumento na quantidade de ações selecionadas para constituir a amostra, que pode ser resultante do aumento do número de participantes no mercado acionário brasileiro, do aumento da liquidez de mercado, bem como do aumento do número de papéis negociados durante esse período.

Esse achado contraria os resultados de Chordia et al. (2000), que investigaram a comunalidade no mercado americano e encontraram valores menores. Esse contraste pode ser explicado por fatores específicos do mercado brasileiro, como menor diversificação e maior participação de investidores institucionais, conforme sugerido por estudos prévios.

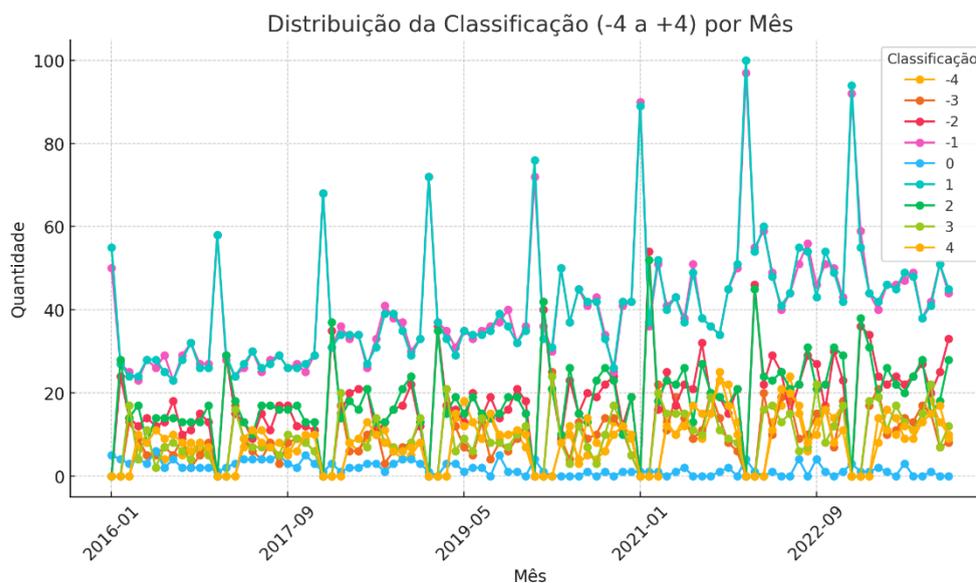
Ademais, verifica-se na Tabela 2 que o valor médio, que representa a comunalidade de mercado para o mercado acionário brasileiro, é superior ao encontrado na literatura internacional. Por exemplo, Chordia et al. (2000) encontraram o valor de 0,09 para a comunalidade no mercado americano. Entretanto, no estudo de Silveira et al. (2014), que buscou analisar a existência da comunalidade intradiária na liquidez, no mercado acionário brasileiro, no período de 15 de janeiro de 2013 a 18 de março de 2013, encontrou-se uma comunalidade no valor de 0,2204. Portanto, verifica-se que a comunalidade na liquidez é um fenômeno presente no mercado acionário brasileiro.

#### 4.3 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS SOBRE A COMUNALIDADE

Esta parte teve por objetivo analisar o efeito da participação dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro sobre a comunalidade na liquidez acionária. Foi

utilizada a variável persistência, conforme Dasgputa, Prat e Verardo (2011), para mensurar a participação desses investidores institucionais (efeito manada), na comunalidade da liquidez acionária. Os resultados das classificações da variável persistência são apresentados na Figura 01.

**Figura 1 - Distribuição da Classificação**



O gráfico de linhas que analisa a distribuição da variável persistência (de -4 a +4) ao longo dos meses fornece uma visão detalhada do comportamento dos investidores institucionais no mercado de ações durante o período analisado. Valores positivos no gráfico (de +1 a +4) indicam períodos em que predominou uma tendência de compra de ações. Esses valores sugerem que, em determinados meses, houve um aumento na confiança dos investidores, refletindo otimismo em relação às empresas e ao mercado em geral. Quando essas linhas atingem picos, pode-se inferir que houve um movimento significativo de compras, possivelmente impulsionado por boas notícias corporativas, resultados financeiros sólidos ou condições macroeconômicas favoráveis.

Por outro lado, os valores negativos (de -1 a -4) no gráfico representam períodos de venda de ações. Esses valores indicam que, nesses meses, os investidores estavam mais inclinados a se desfazer de suas ações, refletindo pessimismo ou incerteza no mercado. Picos nas classificações negativas podem estar associados a notícias negativas, como previsões econômicas desfavoráveis, quedas nos lucros das empresas ou crises econômicas. Eventos específicos e crises ocorridos no período analisado, foram:

2016: instabilidade política causada pelo processo de impeachment da então presidente Dilma Rousseff.

2020: crise provocada pela pandemia de COVID-19, que gerou forte volatilidade e fuga de capitais da Bolsa.

2021–2022: temores relacionados à alta da inflação, elevação da taxa de juros (Selic) e instabilidades políticas internas com impactos sobre a confiança dos investidores.

2023: incertezas quanto ao novo governo, à política fiscal e ao cenário global com alta nos juros internacionais.

Esse movimento de venda pode ser visto como um sinal de que os investidores estavam tentando minimizar perdas ou se proteger contra um declínio esperado nos preços das ações.

Os meses em que as classificações positivas (+1 a +4) se destacam indicam períodos de maior confiança dos investidores. Por exemplo, durante meses como janeiro e fevereiro, que são tradicionalmente associados ao início do ano fiscal e à divulgação de novos planos estratégicos por parte das empresas, pode-se observar uma tendência de otimismo. Outro período de possível otimismo é outubro, quando as empresas costumam divulgar seus resultados do terceiro trimestre, frequentemente considerados um indicador importante do desempenho anual.

Por outro lado, os meses em que as classificações negativas (-1 a -4) predominam revelam períodos de maior cautela ou pessimismo entre os investidores. Um exemplo típico é junho e julho, meses de férias no hemisfério norte, quando o volume de negócios pode diminuir e a incerteza pode aumentar devido à menor liquidez no mercado. Se durante esses meses há sinais de desaceleração econômica ou crises políticas, os investidores tendem a vender ações, resultando em picos de classificações negativas.

Além disso, novembro e dezembro podem mostrar um aumento no pessimismo, especialmente se os resultados corporativos de fim de ano não corresponderem às expectativas ou se houver incerteza em relação ao ano seguinte. Esses meses, próximos ao fechamento do ano fiscal, são críticos para as avaliações de desempenho das empresas, e qualquer sinal de fraqueza pode levar a uma venda generalizada de ações.

A análise das tendências gerais ao longo do tempo também revela como o sentimento dos investidores flutua. Se, por exemplo, há uma transição de picos positivos para negativos ou vice-versa, isso pode indicar uma mudança significativa no mercado, como uma inversão

de tendência ou uma correção. Essas oscilações no gráfico podem fornecer insights valiosos para investidores e analistas, ajudando a entender melhor os fatores que impulsionam o mercado e a tomar decisões mais informadas sobre compra e venda de ações. Portanto, esse gráfico não só retrata o comportamento passado dos investidores, mas também serve como uma ferramenta para prever futuras tendências no mercado.

Antes de analisar a influência do efeito manada sobre a comunalidade acionária, realizou-se a análise das relações entre as variáveis do modelo de regressão. A Tabela 3, apresenta a matriz de correlação.

**Tabela 3 – Matriz de correlação**

	<b>Comunalidade</b>	<b>Comunalidade<sub>(t-1)</sub></b>	<b>Retorno</b>	<b>VM</b>	<b>Persistência</b>
<b>Comunalidade</b>	1.000 (p=0.000)	0.042 (p=0.000)	-0.018 (p=0.025)	0.210 (p=0.000)	-0.010 (p=0.221)
<b>Comunalidade<sub>(t-1)</sub></b>	0.042 (p=0.000)	1.000 (p=0.000)	0.001 (p=0.939)	-0.018 (p=0.031)	-0.004 (p=0.586)
<b>Retorno</b>	-0.018 (p=0.025)	0.001 (p=0.939)	1.000 (p=0.000)	0.025 (p=0.003)	0.336 (p=0.000)
<b>VM</b>	0.210 (p=0.000)	-0.018 (p=0.031)	0.025 (p=0.003)	1.000 (p=0.000)	0.093 (p=0.000)
<b>Persistência</b>	-0.010 (p=0.221)	-0.004 (p=0.586)	0.336 (p=0.000)	0.093 (p=0.000)	1.000 (p=0.000)

Fonte: dados da pesquisa.

A correlação entre a variável Comunalidade e sua defasagem é fraca (0,042), mas o p-valor indica que a correlação é estatisticamente significativa. Embora o efeito seja pequeno, a relação entre as variáveis não pode ser descartada como puramente aleatória. Em relação ao retorno, verifica-se que apesar da relação ser pequena, há uma ligeira tendência de que aumentos em retorno estejam associados a pequenas reduções em Comunalidade (-0,018).

A correlação entre a variável Comunalidade e o Valor de Mercado foi a correlação mais forte observada, com um p-valor que indica alta significância estatística. A relação positiva entre VM e Comunalidade (0,21) sugere que um aumento no valor de mercado está consistentemente associado a um aumento em Comunalidade. Por fim, a análise revelou que não houve significância estatística na relação entre a Comunalidade e a variável Persistência, o que indica ausência de correlação estatisticamente comprovada entre essas variáveis no período analisado.

Os resultados para a Equação 4 são apresentados na Tabela 4, no qual foi estimado um modelo de mínimos quadrados ordinários para investigar a relação entre a variável dependente Comunalidade e as variáveis explicativas Comu(t-1), retorno, vm e persistência.

Após a identificação de heterocedasticidade, o modelo foi ajustado utilizando o estimador de mínimos quadrados ordinários (OLS), e uma versão robusta foi aplicada para corrigir a heterocedasticidade identificada nos resíduos do modelo.

O modelo robusto utilizado para corrigir a regressão foi baseado na técnica de covariância robusta com o ajuste de erros padrão utilizando a matriz de covariância HC3. Esse método é uma forma de ajustar os erros padrão para corrigir a heterocedasticidade identificada no modelo. A HC3 é uma das opções disponíveis para correção de heterocedasticidade, que ajusta os erros padrão de forma a torná-los mais confiáveis em presença de variâncias não constantes dos resíduos. Os resultados são apresentados na Tabela 4.

Este resultado está de acordo com o trabalho de Karolyi et al. (2012), que apontam que empresas de maior valor de mercado são mais influentes no mercado em geral, resultando em maior correlação entre sua liquidez e a liquidez de mercado. A maior visibilidade e volume de negociação dessas empresas geram um impacto significativo na formação de preços e liquidez de mercado. No mercado brasileiro, caracterizado por uma maior concentração de capital em grandes empresas, esse efeito é ainda mais acentuado. Além disso, Hasbrouck e Seppi (2001) destacaram que empresas com maior capitalização tendem a ditar as condições de mercado, reforçando a comunalidade devido à sua participação proeminente nas transações.

**Tabela 4 - Análise da influência do efeito manada sobre a comunalidade**

$$COM\_Liq_{i,m,t} = c_0 + c_1 COM\_Liq_{i,m-1,t} + c_2 Ret_{i,m,t} + c_3 VM_{i,m,t} + c_4 Persistência_{i,m,t} + \varepsilon_t$$

	Coefficiente	Erro Padrão	Valor t	p-valor
Constante	-4.30	0.1081	-39.746	0.0
Com_Liq <sub>t-1</sub>	0.0459	0.0081	5.6435	1.6655e-08
Ret	-0.0010	0.0005	-1.91107	0.055993
VM	0.1196	0.0049	24.0818	3.8777e-128
Persistência	-0.0138	0.0046	-2.9323	0.00336

A comunalidade na ação  $i$  no momento  $m-1$  no ano  $t$ ;  $Ret_{i,m,t}$  é o retorno da ação;  $VM_{i,m,t}$  é o Valor de mercado, e  $Persistência_{i,m,t}$  é a variável utilizada para representar efeito manada no mês  $m$  do ano  $t$ .

(i) O teste de linearidade (Rainbow test) resultou em um p-valor de 0.725, indicando que não há evidência significativa contra a hipótese de linearidade.

(ii) O teste de Breusch-Pagan revelou a presença de heterocedasticidade (p-valor < 0.001), sugerindo que a variância dos resíduos não é constante. Para corrigir esse problema, um modelo robusto foi aplicado. Para todas as regressões utilizou-se a correção pela matriz de covariância HC3.

(ii) O teste de Durbin-Watson resultou em uma estatística próxima de 2, indicando que não há autocorrelação significativa entre os resíduos.

(iii) Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso do teste FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV dentro dos limites permitidos para todas as variáveis, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Os resultados mostram que a variável Valor de mercado é o preditor mais forte para Comunalidade, com um coeficiente positivo e altamente significativo (p-valor < 0.001). A

variável  $\text{Comunalidade}_{(t-1)}$  também apresenta um coeficiente positivo e significativo, indicando que o valor de Comunalidade no período anterior tem uma influência positiva sobre o valor atual.

Por outro lado, a variável Persistência tem um coeficiente negativo e significativo, embora seu impacto seja relativamente pequeno. A relação negativa com Comunalidade sugere que, à medida que a Persistência diminui (indicando pessimismo ou maior pressão de venda), a comunalidade tende a diminuir. Isso reflete um comportamento onde o aumento do pessimismo impacta negativamente Comunalidade.

Este achado está em linha com a pesquisa de Dasgupta, Prat e Verardo (2011), que argumentam que a persistência no comportamento de compra ou venda dos investidores institucionais pode influenciar diretamente a liquidez e a comunalidade. No contexto brasileiro, este efeito negativo é uma confirmação da hipótese de que o efeito manada de venda em massa pode reduzir a liquidez geral do mercado.

O retorno apresenta uma relação negativa com Comu, essa relação é estatisticamente significativa ao nível de 10%. A relação negativa, embora fraca e não estatisticamente significativa, sugere que maiores retornos podem estar associados a uma ligeira diminuição em Comunalidade.

Esse comportamento foi observado em estudos como o de Chordia, Roll e Subrahmanyam (2000), que identificaram que, em períodos de alto retorno, a necessidade de liquidez pode diminuir, resultando em menor comunalidade.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo buscou investigar a influência dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro, com foco na comunalidade da liquidez das ações, entre os anos de 2016 e 2023. A partir da análise dos dados coletados e das regressões realizadas, alguns resultados relevantes foram identificados, contribuindo para a compreensão do comportamento dos investidores institucionais e seu impacto no mercado de capitais.

Em primeiro lugar, observou-se que a amostra analisada, composta por 238 ações de empresas listadas na B3, apresentou um aumento na quantidade de ações selecionadas ao longo dos anos, refletindo o crescimento do mercado acionário brasileiro. Esse aumento pode ser atribuído a fatores como a maior participação de investidores, o aumento da liquidez de mercado e o crescimento do número de papéis negociados.

A análise da comunalidade na liquidez evidenciou que os valores médios da comunalidade no mercado acionário brasileiro são superiores aos encontrados em estudos internacionais, como o de Chordia et al. (2000) para o mercado americano. Isso reforça a presença da comunalidade na liquidez como um fenômeno significativo no mercado brasileiro, corroborando também com os achados de Silveira et al. (2014), que identificaram a comunalidade intradiária na liquidez do mercado brasileiro.

Ao investigar a influência dos investidores institucionais sobre a comunalidade da liquidez, foi utilizado o indicador de persistência, conforme proposto por Dasgupta, Prat e Verardo (2011), para mensurar o efeito manada. Os resultados sugerem que, apesar de a persistência apresentar um impacto negativo na comunalidade, esse impacto é relativamente pequeno, indicando que a influência dos investidores institucionais no comportamento coletivo da liquidez é limitada.

Por outro lado, o valor de mercado das ações mostrou-se como o preditor mais forte para a comunalidade, sugerindo que ações de maior valor de mercado tendem a ter maior comunalidade na liquidez. Esse resultado pode indicar que investidores institucionais preferem investir em ações de empresas maiores e mais consolidadas, o que poderia aumentar a comunalidade na liquidez dessas ações.

Por fim, o estudo identificou uma correlação positiva e significativa entre a comunalidade na liquidez e a comunalidade do período anterior, indicando uma certa persistência no comportamento da comunalidade ao longo do tempo. Além disso, a relação negativa entre retorno e comunalidade, embora fraca, sugere que maiores retornos podem estar associados a uma ligeira diminuição na comunalidade.

Os resultados deste estudo contribuem para a literatura ao fornecer evidências sobre o comportamento dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro e sua influência na comunalidade da liquidez. Além disso, os achados podem ser úteis para investidores e reguladores ao considerar a importância da comunalidade na liquidez como um fator a ser monitorado no contexto de decisões de investimento e políticas de mercado.

A aplicação prática desses resultados inclui a recomendação de que os investidores institucionais considerem a comunalidade na liquidez como um indicador de risco ao selecionar ativos para suas carteiras. Além disso, os reguladores podem utilizar esses achados para monitorar o impacto dos investidores institucionais no mercado e avaliar a necessidade de políticas que mitiguem o efeito manada, garantindo assim a estabilidade e eficiência do mercado acionário brasileiro.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, v. 17, n. 2, p. 223-249, 1986.

BEAUPAIN, R.; GIOT, P.; PETITJEAN, M. Liquidity Co-Movements, Market Capitalization, and Volatility. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=970309>. Acesso em: 01 dez. 2011.

BLACKROCK: The Rise of the World's Largest Asset Manager. Fried, J. M. Yale University Press, 2022.

BORGES, E.; MARTELANC, R. Persistence of Investment Fund Performance in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 22, n. 56, p. 295-308, 2011.

BORGES, E.; A Persistência Institucional Como Regra Para Seleção de Ações.. In: 7th Brazilian Behavioral Economics Finance Meeting, 2020, São Paulo. Congresso Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais, 2020.

BROCKMAN, P.; CHUNG, D. Y. Commonality in Liquidity: Evidence from an Order-Driven Market Structure. *The Journal of Financial Research*, v. 25, p. 521–539, 2002.

CHEN, S., & WANG, Y. (2021). Capital market regulation and stock liquidity: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 69, 101764.

CHORDIA, T.; ROLL, R.; SUBRAHMANYAM, A. Commonality in Liquidity. *Journal of Financial Economics*, v. 56, p. 3–28, 2000.

CHORDIA, T.; GOYAL, A.; ROLL, R. Dissecting Anomalies. *The Journal of Finance*, v. 56, n. 4, p. 1655-1678, 2001.

CHORDIA, T.; ROLL, R.; SUBRAHMANYAM, A. Determinants of Daily Fluctuations in Liquidity and Trading Activity. *Cuadernos de Economía*, v. 40, p. 728–751, 2003.

COUGHENOUR, J.; SAAD, M. Common Market Makers and Commonality in Liquidity. *Journal of Financial Economics*, v. 73, p. 37–69, 2004.

ELTON, E. J. et al. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, 2019.

FABOZZI, Frank J. *Mercados Financeiros, Instituições e Instrumentos*. 10. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2014.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 2021.

FRIEND, I.; BLUME, M. E.; CROCKETT, J. A. Mutual Fund Portfolio Turnover and Portfolio Performance. *The Journal of Business*, v. 43, n. 3, p. 337-354, 1970.

HAMEED, A.; TING, S. K. Global and Local Information Effects on Comovement. *Journal of Financial Economics*, v. 131, n. 3, p. 593-618, 2019.

HASBROUCK, J. Trading Costs and Returns for U.S. Equities: Estimating Effective Costs from Daily Data. *The Journal of Finance*, v. 64, n. 3, p. 1445-1477, 2009.

JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

KAMARA, A.; LU, X.; SADKA, R. The Divergence of Liquidity Commonality in the Cross-Section of Stocks. *Journal of Financial Economics*, v. 89, p. 444-466, 2008.

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. BN Publishing, 2017.

KLEMKOSKY, R. Investment Performance of Common Trust Funds: An Empirical Study. *Journal of Finance*, v. 32, n. 3, p. 879-888, 1977.

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

LI, C., & YU, J. (2023). Foreign institutional investors and stock liquidity in emerging markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 79, 101347.

LO, A. W. *Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought*. Princeton University Press, 2018.

MALKIEL, B. G. *A Random Walk Down Wall Street*. W. W. Norton & Company, 2020.

MISHKIN, Frederic S.; EAKINS, Stanley G. *Mercados Financeiros e Instituições*. 9. ed. São Paulo: Pearson, 2018.

PASTOR, L.; STAMBAUGH, R. F. Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *Journal of Political Economy*, v. 111, n. 3, p. 642-685, 2003.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. The Limits of Arbitrage. *Journal of Finance*, v. 73, n. 4, p. 1529-1578, 2018.

TARIKI, Y. Herding Behavior among Japanese Equity Mutual Funds: Evidence from the Investment Trust Industry. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, v. 2, n. 8, p. 1-14

