



EVELINI LAURI MORRI GARCIA

**O PAPEL MODERADOR DA ÊNFASE ESTRATÉGICA E DO *CASH HOLDING* NA
RELAÇÃO ENTRE A GESTÃO MÍOPE DE MARKETING E O DESEMPENHO DAS
AÇÕES**

**MARINGÁ
2020**

**O PAPEL MODERADOR DA ÊNFASE ESTRATÉGICA E DO *CASH HOLDING* NA
RELAÇÃO ENTRE A GESTÃO MÍOPE DE MARKETING E O DESEMPENHO DAS
AÇÕES**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Estadual de Maringá (PPA/UEM), como requisito para obtenção do título de Doutora em Administração, sob orientação do Prof. Dr. Valter Afonso Vieira.

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Biblioteca Central - UEM, Maringá - PR, Brasil)

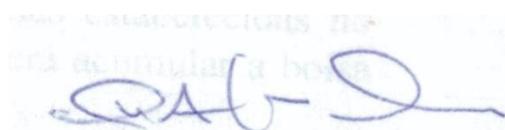
G216p	<p>Garcia, Evelini Lauri Morri</p> <p>O papel moderador da ênfase estratégica e do <i>Cash Holding</i> na relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações / Evelini Lauri Morri Garcia. -- Maringá, PR, 2020. 93 f. figs.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Valter Afonso Vieira.</p> <p>Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2020.</p> <p>1. Gestão míope de marketing. 2. Ênfase estratégica. 3. <i>Cash holding</i>. 4. Desempenho das ações. 5. Interface marketing-finanças. I. Vieira, Valter Afonso, orient. II. Universidade Estadual de Maringá. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Administração. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.</p>
CDD 23.ed. 658.87	

EVELINI LAURI MORRI GARCIA

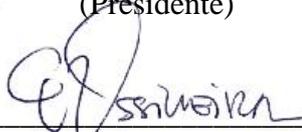
**O PAPEL MODERADOR DA ÊNFASE ESTRATÉGICA E DO *CASH HOLDING* NA
RELAÇÃO ENTRE A GESTÃO MÍOPE DE MARKETING E O DESEMPENHO DAS
AÇÕES**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Estadual de Maringá (PPA/UEM), como requisito para obtenção do título de Doutora em Administração, sob apreciação da seguinte banca examinadora:

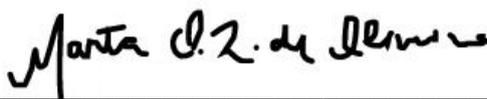
Aprovada em 15/12/2020



Prof. Dr. Valter Afonso Vieira
(Presidente)



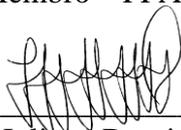
Prof.ª. Dr.ª. Cleo Schmitt Silveira
(Membro Externo – PPGA/UFRGS)



Prof.ª. Dr.ª. Marta Olivia Rovedder de Oliveira
(Membro Externo - PPGA/UFSM)



Prof. Dr. Maurício Reinert do Nascimento
(Membro – PPA/UEM)



Prof. Dr. Juliano Domingues da Silva
(Membro – PPA/UEM)

MARINGÁ
2020

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiro à Deus, autor da vida, fonte de todo bem e de toda graça.

À Nossa Senhora, sempre presente em minha vida. Agradeço pela intercessão junto à Deus quando enfrentei dificuldades e por me livrar dos perigos nas viagens para as aulas do doutorado.

Ao meu orientador, professor Dr. Valter Afonso Vieira, pela sabedoria com que conduziu a orientação da tese e de outras pesquisas. Agradeço pela compreensão, humanidade e respeito quando mais precisei. Expresso minha admiração pelo seu profissionalismo.

Ao meu esposo, Danilo José Garcia, por estar sempre ao meu lado, compreender minhas ausências, acolher minhas angústias, cuidar de mim e assumir pacientemente todas as tarefas que eu abandonei para priorizar as atividades do doutorado.

À minha pequena Catarina Morri Garcia, filha amada. Agradeço por me ensinar a ser paciente e compreender que tudo acontece na hora certa. Agradeço a sua existência, pois me motiva a ser uma pessoa melhor.

Aos meus pais, Odair Antônio Morri e Neusa Caldeira de Oliveira Morri, pelo incansável apoio às minhas escolhas e por estarem presentes em todas as fases da minha vida, ouvindo, aconselhando, cuidando e me envolvendo com grande amor.

À Elizandra Severgnini pelo carinho, amizade e por intermediar o acesso às bases de dados.

Aos professores Prof^ª. Dr^ª. Cleo Schmitt Silveira, Prof^ª. Dr^ª. Marta Olivia Rovedder de Oliveira, Prof. Dr. Maurício Reinert do Nascimento e Prof. Dr. Juliano Domingues da Silva que aceitaram compor a banca de avaliação e contribuir com esta tese.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Administração da UEM (PPA/UEM) por contribuírem com a minha formação.

Aos colegas do Doutorado em Administração (PPA/UEM) e do Departamento de Ciências Contábeis (DCC/UEM) pelo companheirismo e troca de experiências. Gostaria de agradecer especialmente ao Prof. Dr. Valter da Silva Faia pelo apoio em diversos momentos e pelas contribuições ao participar da banca de qualificação da tese.

Por isso, eu rogarei a Deus, apresentarei minha súplica ao Senhor.

Ele faz coisas grandes e insondáveis, maravilhas incalculáveis.

RESUMO

A gestão míope de marketing ocorre quando os gestores diminuem os gastos de marketing para alavancar os lucros imediatos e dar uma aparência positiva para as perspectivas do negócio a longo prazo e, assim, influenciar os preços das ações. A Teoria da Gestão Míope de Marketing postula que, enquanto a diminuição dos investimentos de marketing gera aumento no lucro corrente e manutenção do valor de mercado das firmas no curto prazo, a precariedade dos investimentos de marketing atuais gera importantes efeitos negativos no valor das firmas no longo prazo. No entanto, pouco se sabe como a ênfase na criação de valor e o *cash holding* condicionam a relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações no curto e no longo prazo. Nesse estudo nós propomos que o desempenho das ações é negativo, no curto e no longo prazo, em empresas míopes com ênfase na criação de valor. Ademais, nós propomos que o desempenho das ações é positivo (vs. negativo), no curto e no longo prazo, para empresas míopes com ênfase na criação de valor, quando há alto (vs. baixo) *cash holding*. Nossas hipóteses foram testadas por meio de um estudo empírico com dados secundários longitudinais de empresas americanas aplicados em modelos de regressão de dados em painel com efeitos fixos. Os resultados mostram que (i) o desempenho das ações é negativo, no curto e no longo prazo, para empresas míopes com ênfase na criação de valor e (ii) que esse efeito se torna positivo, no curto e no longo prazo, quando há alto *cash holding*. Nossos resultados apresentam contribuições para a Teoria da Gestão Míope de Marketing. Primeiro, ao demonstrar que os investidores não são enganados quando há gestão míope de marketing, pois quando há ênfase na criação de valor e alto *cash holding*, o desempenho das ações no curto prazo se mantém no longo prazo. Segundo, enquanto a literatura anterior enfatizou os efeitos negativos da gestão míope de marketing, nosso estudo apresenta a possibilidade de o desempenho das ações ser positivo em empresas com gestão míope em comparação às empresas não míopes quando há ênfase na criação de valor e alto *cash holding*. Ademais, nossos resultados contribuem com a literatura da ênfase estratégica e com a literatura de finanças ao demonstrar que o alto *cash holding* é um sinal de que as empresas com ênfase na criação de valor não estão subinvestidas em marketing, cuja condição é reconhecida pelos investidores e utilizada na precificação das ações.

Palavras-Chave: Gestão míope de marketing; Ênfase estratégica; *Cash holding*; Desempenho das ações; Interface marketing-finanças.

ABSTRACT

Myopic marketing management occurs when managers reduce marketing expenses to leverage immediate profits and give a positive appearance to long-term business prospects and thus influence stock prices. The Myopic Marketing Management Theory postulates that while the decrease in marketing investments generates an increase in current profit and the maintenance of firms' market value in the short term, the precariousness of current marketing investments generates critical negative effects on the value of firms in the long term. However, little is known about how the emphasis on value creation and the cash holding condition the relationship between the myopia of marketing management and stocks' performance in the short and long term. In this study, we propose that stock performance is negative, in the short and long term, in myopic companies with an emphasis on creating value. In addition, we propose that stock performance is positive (*vs.* negative), in the short and long term, for myopic companies, emphasizing creating value when there is a high (*vs.* low) cash holding. Our hypotheses were tested using an empirical study with secondary longitudinal data from American companies applied to panel data regression models with fixed effects. The results show that *(i)* the performance of the shares is negative, in the short and long term, for myopic companies, emphasizing creating value and *(ii)* that this effect becomes positive, in the short and long term, when there is high cash holding. Our results present contributions to the Myopic Management Theory of Marketing. First, by demonstrating that investors are not deceived by myopic circumstances in marketing management, because when there is an emphasis on value creation and a high cash holding, the short term's stock performance remains in the long term. Second, while the previous literature emphasized the negative effects of myopic marketing management, our study presents the possibility that stock performance will be positive in companies with myopic management than non-myopic companies when there is an emphasis on value creation and high cash holding. Furthermore, our results contribute to the strategic emphasis and finance literature by demonstrating that the high cash holding is a sign that companies with an emphasis on creating value are not underinvested in marketing whose condition is recognized by investors and used in the pricing of stocks.

Keywords: Myopic marketing management; Strategic emphasis; Cash holding; Stock market performance; Marketing-finance interface.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. <i>Framework</i> teórico.....	38
Figura 2. Relação entre a gestão míope de marketing, ênfase estratégica, <i>cash holding</i> (a) e o desempenho das ações (CAR).....	60

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Literatura da gestão míope de marketing.....	20
Tabela 2. Características das ênfases da criação e da apropriação de valor.....	31
Tabela 3. Pressupostos teóricos do <i>cash holding</i>	36
Tabela 4. Classificação das empresas pela combinação das alterações inesperadas em ROA, intensidade de marketing e intensidade de P&D.....	45
Tabela 5. Operacionalização das variáveis e definição conceitual.....	51
Tabela 6. Matriz de correlação e estatística descritiva.....	55
Tabela 7. Relação entre a gestão míope de marketing, ênfase estratégica, <i>cash holding</i> (a) e o desempenho das ações (CAR).....	58
Tabela 8. Relação entre a gestão míope de marketing, ênfase estratégica, <i>cash holding</i> (a) e o desempenho das ações (CAR) sem termo de correção de endogeneidade.....	62
Tabela 9. Relação entre a gestão míope de marketing, ênfase estratégica, <i>cash holding</i> (a) e o desempenho das ações (BHAR).....	64
Tabela 10. Relação entre a gestão míope de marketing, ênfase estratégica, <i>cash holding</i> (b) e o desempenho das ações (CAR).....	66
Tabela 11. Relação entre a gestão míope de marketing, ênfase estratégica, <i>cash holding</i> (c) e o desempenho das ações (CAR).....	68

SUMÁRIO

1 Introdução.....	11
1.1 Questões de pesquisa.....	15
1.2 Como esta pesquisa se encaixa na literatura anterior?.....	17
1.3 Objetivos da pesquisa.....	24
<i>1.3.1 Objetivo principal.....</i>	<i>24</i>
<i>1.3.2 Objetivos secundários.....</i>	<i>24</i>
1.4 Tese do estudo.....	25
1.5 Organização do estudo.....	25
2 Referencial Teórico.....	26
2.1 Gestão míope de marketing.....	26
2.2 Ênfase estratégica.....	29
<i>2.2.1 Ênfase na criação de valor.....</i>	<i>30</i>
<i>2.2.2 Ênfase na apropriação de valor.....</i>	<i>30</i>
<i>2.2.3 Efeitos das ênfases estratégicas.....</i>	<i>31</i>
2.3 Cash holding.....	32
<i>2.3.1 Teoria Pecking Order e Teoria da Agência.....</i>	<i>34</i>
3 Framework Teórico e Hipóteses.....	37
3.1 Modelo.....	37
3.2 Hipóteses.....	38
4 Estudo.....	43
4.1 Coleta de dados.....	43
4.2 Mensurações.....	43
<i>4.2.1 Gestão míope de marketing.....</i>	<i>43</i>
<i>4.2.2 Ênfase estratégica.....</i>	<i>46</i>
<i>4.2.3 Cash holding.....</i>	<i>46</i>
<i>4.2.4 Desempenho das ações.....</i>	<i>47</i>
<i>4.2.5 Variáveis de controle.....</i>	<i>49</i>
4.3 Equações das regressões com dados em painel.....	53
<i>4.3.1 Controle da endogeneidade.....</i>	<i>54</i>
4.4 Resultados.....	54
<i>4.4.1 Gestão míope de marketing e desempenho das ações.....</i>	<i>57</i>

4.4.2 <i>Gestão míope de marketing, ênfase estratégica e desempenho das ações</i>	57
4.4.3 <i>Gestão míope de marketing, ênfase estratégica, cash holding e desempenho das ações</i>	59
4.5 Análises complementares	61
4.5.1 <i>Endogeneidade</i>	61
4.5.2 <i>Desempenho das ações</i>	63
4.5.3 <i>Cash holding</i>	65
5 Discussão geral	69
5.1 Principais resultados	69
5.2 Discussão teórica	75
5.3 Discussão gerencial	78
5.4 Limitações e futuras pesquisas	79
Referências	81
Apêndice A – Parâmetros estimados do modelo probit para o primeiro estágio do termo de correção de endogeneidade	89
Apêndice B - Relação entre gestão míope de marketing e desempenho das ações (CAR)	90
Apêndice C - Relação entre gestão míope de marketing, ênfase estratégica e desempenho das ações (CAR)	91
Apêndice D – Figura do efeito moderador da ênfase estratégica na relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações (CAR) (Hipótese 2)	92
Apêndice E - Relação entre gestão míope de marketing, ênfase estratégica e cash holding	93

1 Introdução

Os gestores devem empregar esforços para equilibrar resultados financeiros de curto e longo prazo (Casenave & Klarmann, 2020). Contudo, muitos gestores estão mais dedicados em buscar formas para alavancar os lucros no curto prazo, deixando em segundo plano os investimentos que criam valor no longo prazo (Mizik & Jacobson, 2007). A ênfase no curto prazo ocorre porque o mercado financeiro diminui o preço das ações quando as expectativas para os lucros atuais não são atendidas (Mizik, 2010). Com receio da desvalorização dos preços das ações, os gestores podem sentir-se compelidos a adotar medidas que “inflam” os resultados atuais (Ahearne, Boichuk, Chapman & Steenburgh, 2016; Currim, Lim & Zhang, 2018), especialmente quando a sua remuneração e segurança no emprego estão ligadas à precificação das ações (Kashmiri, Gala & Nicol, 2019) ou quando, para avançar na carreira, são avaliados com base em medidas contábeis do desempenho da firma (Chakravarty & Grewal, 2016).

As firmas que diminuem gastos para alavancar os lucros imediatos estão praticando gerenciamento míope (Bushee, 1998). As empresas com práticas de gestão míope são aquelas que articulam meios para “inflar” resultados atuais para dar uma aparência positiva para as perspectivas do negócio a longo prazo com a finalidade de influenciar os preços das ações (Mizik, 2010) considerando que os investidores são orientados para o longo prazo (Hanssens, 2019). A Teoria da Miopia Gerencial explica essa “manipulação” justificando que os investidores dependem de medidas contábeis de desempenho para formar as expectativas para o desempenho futuro das firmas, e, com isso, avaliar o preço atual das ações em circulação (Garel, 2017; Kothari, Mizik & Roychowdhury, 2016; Stein, 1989).

Os investimentos de marketing são os principais alvos das práticas míopes por causa da discricionariedade da escolha do volume desses investimentos, da arbitrariedade de quais capacidades devem ser priorizadas, dos retornos que ocorrem principalmente no longo prazo e por gerarem ativos intangíveis que não podem ser contabilizados no patrimônio das firmas (Moorman, Wies, Mizik & Spencer 2012). Entretanto, quando há uma interrupção temporária ou uma redução abrupta no fluxo dos investimentos em ativos de marketing, ocorrem efeitos adversos na posição competitiva da empresa no mercado, nas percepções e atitudes dos clientes e nos fluxos de receitas (Gruca & Rego, 2005; Hanssens, Wang & Zhang, 2016). Esses efeitos negativos se tornam visíveis no longo prazo porque as atividades de marketing envolvem desembolsos que geram retornos após longo tempo de investimento, como por exemplo, a fidelização de clientes ou fortalecimento do valor da marca (Bendle & Wang, 2017; Nikolov, 2018). Reduzir os investimentos na fidelização de clientes e na construção da marca, por

exemplo, diminui as despesas contábeis e, conseqüentemente, aumenta o lucro atual, enquanto o declínio no valor destes ativos intangíveis de marketing não é imediato (Kashmiri et al., 2019). Por isso, a diminuição dos investimentos de marketing é uma ação convidativa quando os gestores têm forte motivação para alavancar os lucros no curto prazo (Mizik & Jacobson, 2007).

A “manipulação” dos lucros contábeis é estimulada pela assimetria de informações entre gestores e mercado financeiro (Stein, 1989), pois os *shareholders* possuem menos informações sobre a real condição geradora dos lucros contábeis, em comparação aos gestores (Hanssens & Pauwels, 2016; Wies & Moorman, 2015). Além da assimetria de informações, existe uma lacuna nas normas contábeis quanto à obrigatoriedade da divulgação de informações financeiras específicas das atividades de marketing (Bendle & Wang, 2017; Currim, Lim & Kim, 2012). Com isso, a assimetria de informações de marketing impulsiona a adesão a práticas gerenciais míopes (Roychowdhury, Shroff & Verdi, 2019), pois o mercado financeiro acessa informações que podem ser insuficientes para avaliar e mensurar a ligação entre os investimentos de marketing e o valor da firma (Rust, Ambler, Carpenter, Kumar & Srivastava, 2004).

Determinantes da gestão míope de marketing foram apresentados por pesquisas empíricas que indicaram essa prática por causa da ocorrência de oferta secundária de ações (SEO) (Mizik & Jacobson, 2007), do desempenho e a volatilidade dos preços das ações em períodos anteriores (Chakravarty & Grewal, 2011), do poder do departamento de marketing (Srinivasan & Ramani, 2019), da turbulência tecnológica e de mercado (Chung & Low, 2017), da recompra de ações (Bendig, Willmann, Strese & Brettel, 2018) e da forte presença de investidores institucionais (Boo & Kim, 2020). Em geral, os estudos apresentaram amplos efeitos negativos da gestão míope de marketing no valor das firmas no longo prazo (Currim et al., 2018; Mizik & Jacobson, 2007; Mizik, 2010). Além disso, as pesquisas avaliaram contextos específicos estreitamente definidos, por exemplo, quando há um SEO (Mizik & Jacobson, 2007), quando há *initial public offering* (IPO) (Wies & Moorman, 2015; Saboo, Chakravarty & Grewal, 2016; Fine, Gleason & Mullen, 2017) ou recessões econômicas (Currim, Lim & Zang, 2016).

Apesar dos estudos enfatizarem amplamente os efeitos negativos que ocorrem no longo prazo após a adesão à gestão míope de marketing, ainda permanecem dúvidas sobre a capacidade do mercado financeiro identificar e reagir à gestão míope de marketing no curto prazo (Bendig et al., 2018) e da possibilidade de ocorrer efeitos positivos no desempenho das ações após esses cortes míopes (Saboo et al., 2016). Tais dúvidas existem porque a precificação das ações também é sensível à gestão da ênfase estratégica de marketing (Mizik & Jacobson, 2003) e às políticas financeiras do *cash holding* (Breuer et al., 2016), cujas condições são

gerenciadas individualmente, mas que devem ser equilibradas para atender as expectativas do mercado para os lucros de curto e de longo prazo (Stein, 1989).

A ênfase estratégica de marketing é a decisão gerencial da prioridade de alocação de recursos em investimentos na criação ou na apropriação de valor (Han, Mittal & Zhang, 2017). A ênfase na criação de valor gera efeitos no valor da empresa no longo prazo porque prioriza investimentos em P&D, ou seja, atividades de inovação que atuam na construção de novos conhecimentos e requer um período de recuperação mais longo. A ênfase na apropriação de valor contribui com o valor da empresa no curto prazo, pois prioriza investimentos em publicidade, mantendo o valor que foi criado anteriormente (Swaminathan, Murshed & Hulland, 2008; Wang, Dass, Arnett & Yu, 2020). Os efeitos temporais da ênfase do marketing na criação e na apropriação de valor sugerem que as consequências da miopia de marketing no desempenho das ações podem ser específicas para cada ênfase estratégica (Saboo et al., 2016).

O *cash holding* é a liquidez financeira de uma firma (Weidemann, 2018). Em um primeiro momento, o alto *cash holding* pode sinalizar recursos financeiros ociosos, indicando incapacidade de uma empresa em empregar seus recursos para gerar renda (Almeida, Campello & Weisbach, 2004). Contudo, alto *cash holding* gera flexibilidade gerencial porque permite que as empresas realizem investimentos oportunos sem depender de financiamento externo (Myers & Majluf, 1984). As pesquisas indicam que o *cash holding* pode assumir o papel de um sinalizador de condições favoráveis ou desfavoráveis para a geração de lucros e fluxos de caixa, influenciando o preço das ações, ao ser considerado paralelamente às demais condições estratégicas da organização (Breuer, Rieger & Soypak, 2016).

As preferências dos investidores influenciam as decisões dos gestores, cuja escolha envolve um *trade-off*, pois todas as empresas são limitadas de várias maneiras, dado que os recursos são finitos (Mishra & Ewing, 2020). Tal limitação implica que os gestores devem decidir qual deve ser a disponibilidade de caixa e balancear o uso desses recursos financeiros para financiar as competências de marketing e obter benefícios no curto e no longo prazo (Currim et al., 2012; Feng, Morgan & Rego, 2017). A decisão gerencial de aderir à miopia de marketing ocorre concomitantemente às escolhas da ênfase estratégica e da gestão do *cash holding*. Entretanto, os estudos anteriores discutiram separadamente os efeitos dessas escolhas no desempenho das ações (Saboo et al., 2016). Nosso estudo atende ao *gap* da análise dos efeitos conjuntos das estratégias de marketing, como a miopia e a ênfase estratégica, e suas interações com outras capacidades gerenciais, como a administração do *cash holding*, enriquecendo a literatura de marketing e lançando luz às consequências das práticas gerenciais de marketing e de finanças realizadas conjuntamente.

Nós propomos nessa pesquisa que a ênfase na criação de valor modera a relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações. Nós esperamos que o desempenho das ações seja negativo no curto e no longo prazo em empresas míopes com ênfase na criação de valor. Esse efeito é esperado porque as estratégias de criação de valor são percebidas pelos investidores como ações mais arriscadas, em comparação às atividades de apropriação de valor (Wang et al., 2020), e dependentes de investimentos elevados e contínuos que geram resultados no longo prazo (Han et al., 2017). Os projetos de longo prazo apresentam riscos intrínsecos e esses riscos são ainda maiores quando o padrão dos investimentos de marketing é diminuído (Sharma, Saboo & Kumar, 2018). Assim, quando há gestão míope de marketing em empresas com ênfase na criação de valor, os investidores podem reconhecer que há mais riscos associados aos investimentos realizados pela firma, desvalorizando as ações logo que acessam as informações dos relatórios financeiros. Nos anos seguintes, quando ocorre enfraquecimento dos ativos intangíveis de marketing causado pela instabilidade dos investimentos anteriores (Edeling & Fischer, 2016), a desvalorização das ações da empresa se torna ainda mais forte.

Adicionalmente, nós propomos que a relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações, moderada pela ênfase na criação de valor, é condicionada pelo *cash holding*. Nós defendemos que o desempenho das ações é positivo (*vs.* negativo) quando há alto (*vs.* baixo) *cash holding* em empresas com gestão míope de marketing e ênfase na criação de valor. A lógica teórica para essa relação é de que o alto *cash holding* sinaliza que a empresa não está subinvestida (Myers & Majluf, 1984) e confere a flexibilidade financeira necessária para realizar adaptações frente aos desafios do ambiente (Jensen, 1986), inclusive para contornar as desvantagens criadas pelas práticas de gestão míope (Saboo et al., 2016), sem precisar recorrer a financiamentos ou emissão de novas ações (Almeida et al., 2004). A Teoria da Miopia Gerencial apresenta a folga financeira como uma condição que ameniza os receios dos investidores frente aos riscos dos subinvestimentos e ajuda a camuflar as práticas míopes da gestão, evitando a redução do preço das ações (Stein, 1989). Essa expectativa se sustenta nas evidências empíricas de que os investimentos em criação de valor são dependentes da folga financeira para realizar imediatas adaptações em projetos de longo prazo (Deb, David & O'Brien, 2017). Há também evidências de que o alto *cash holding* representa sinalização do equilíbrio financeiro das firmas inovadoras, condição intrínseca para dar andamento aos projetos de P&D e para recuperar os investimentos preteridos (Breuer et al., 2016).

O *cash holding* mantido no período em que houve cortes míopes é uma garantia para adquirir recursos estratégicos para realizar imediatas adaptações nos períodos seguintes (Myers & Majluf, 1984), fazendo com que os efeitos negativos da miopia sejam suprimidos por meio

de outros investimentos mais oportunos para a sustentação dos ativos intangíveis de marketing (Saboo et al., 2016). Há evidências de que as empresas com alto *cash holding* superam operacionalmente, no longo prazo, os concorrentes com baixo *cash holding* (Gao, 2011). Assim, esperamos que o alto *cash holding* sinalize flexibilidade financeira em empresas com ênfase na criação de valor, ainda que tenham uma gestão míope de marketing, gerando efeitos positivos no desempenho das ações no curto prazo. Esperamos que essa flexibilidade financeira seja capaz de sustentar os ativos intangíveis de marketing nos anos seguintes aos cortes míopes, gerando manutenção das expectativas positivas dos projetos e resultados futuros, sustentando o desempenho positivo das ações no longo prazo.

1.1 Questões de pesquisa

Apesar de a literatura mostrar o desempenho negativo no valor de mercado das empresas que adotam cortes míopes em investimentos de marketing, essa forma de gerenciamento de resultados continua sendo empregada (Edeling, Srinivasan & Hanssens, 2020). A justificativa teórica dos cortes míopes está fundamentada no pressuposto do “bloqueio de sinal”, proposto pela Teoria da Miopia Gerencial (Mizik, 2010). Esse pressuposto reconhece a racionalidade do mercado, mas, defende que mesmo sob um contexto de informação perfeita, os gestores diminuirão investimentos para aumentar o lucro atual quando pressionados para tomar medidas que impedem a imediata desvalorização da firma no mercado financeiro (Stein, 1989). Tal comportamento dos gestores foi investigado por estudos que demonstraram que existem amplas evidências de que os executivos responsáveis pelos investimentos de marketing nem sempre agem no melhor interesse econômico de suas empresas e dos investidores (Casenave & Klarman, 2020; Fine et al., 2017; Srinivasan & Ramani, 2019), suscitando duas questões.

A primeira questão é sobre a influência da ênfase estratégica nos efeitos da miopia no desempenho das ações. A ênfase estratégica é o posicionamento que uma firma adota em relação à alocação dos investimentos de marketing nas atividades de criação e de apropriação de valor (Mizik & Jacobson, 2003). A principal diferença entre a criação e a apropriação de valor é que os investimentos em criação de valor são mais arriscados e geram benefícios para a firma no longo prazo enquanto os investimentos na apropriação de valor são menos arriscados e geram benefícios no curto prazo (Han et al., 2017). A literatura indicou que as empresas com ênfase na criação de valor em comparação às atividades de apropriação de valor, ao adotarem práticas míopes nos investimentos de marketing no momento de um IPO, geram efeitos negativos no desempenho das ações no longo prazo (Saboo et al., 2016).

A captura dos benefícios da criação de valor depende diretamente de uma política de investimentos contínua ao longo do tempo, especialmente em P&D, considerando que é comum projetos de criação de valor demandarem longo tempo para gerar resultados visíveis (Srivastava & Gnyawali, 2011). Ao diminuírem investimentos em P&D, empresas com foco na criação de valor podem optar pela interrupção ou desaceleração de projetos de longo prazo, prejudicando a obtenção da vantagem competitiva esperada e incorrendo o risco de que os investimentos feitos até o momento percam a capacidade de gerar resultados (Sharma et al., 2018). Além disso, a literatura demonstrou que as empresas sujeitas à miopia têm uma probabilidade substancialmente maior de diminuírem investimentos em P&D no período seguinte (Tunyi, Ntim & Danbolt, 2019). Tal condição leva a indagar se, em um contexto amplo, os cortes míopes nos investimentos de marketing são identificados e considerados pelos investidores ao precificarem as ações das firmas com ênfase na criação de valor. Portanto, a seguinte questão de pesquisa conduz o nosso estudo:

QPI: Qual é o efeito da ênfase na criação de valor na relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações?

O segundo questionamento é se existem condições em que a gestão míope de marketing é praticada sem gerar efeitos negativos no valor da firma. A literatura de marketing enfatizou os efeitos negativos das práticas míopes no valor da firma no longo prazo (Mizik, 2010). Contudo, há evidências empíricas de efeitos positivos na precificação das ações no longo prazo após cortes míopes quando, por exemplo, as firmas possuem relacionamento com clientes importantes (Saboo et al., 2016). A justificativa desses efeitos positivos é de que há recursos que podem compensar o subinvestimento em marketing, permitindo que as empresas ofereçam resultados sólidos com investimentos de marketing similares ou menores (Saboo et al., 2016). Entretanto, a literatura da miopia gerencial deu pouca atenção à possibilidade de que a gestão míope de marketing pode ser praticada sem gerar efeitos corrosivos nos preços das ações.

A Teoria da Miopia Gerencial defende que a folga financeira é um importante elemento para avaliar a relação entre a adesão aos cortes míopes e a reação dos investidores, pois o *cash holding* permite financiar internamente os investimentos sem que a firma tenha que emitir novas ações ou recorrer aos financiadores externos (Stein, 1989). As teorias financeiras também apresentaram o *cash holding* como um importante elemento de sinalização das políticas financeiras das firmas ao mercado (Myers & Majluf, 1984) por ser uma medida objetiva e confiável, minimizando a assimetria de informações (Dittmar, Mahrt-Smith & Servaes, 2003).

Por causa dessas características, o *cash holding* é uma ferramenta de monitoramento amplamente utilizada pelos investidores para avaliar e medir as expectativas de retornos futuros das empresas (Frésard & Salva, 2010) porque ajuda nas decisões das taxas de desconto dos futuros fluxos de caixa para avaliar a empresa no curto prazo (Palazzo, 2012). As evidências empíricas mostram que, quanto maior é o *cash holding*, maior é o resultado operacional, menor é o nível de endividamento e o nível de investimentos é similar às demais empresas no longo prazo (Gao, 2011). A literatura também evidenciou que os gestores avessos ao risco mantêm maior *cash holding* (Tong, 2010) para evitar a volatilidade das ações (Liu & Mauer, 2011).

Por um lado, há indícios de efeitos positivos do *cash holding* no desempenho das ações, especialmente para as empresas com ênfase na criação de valor (Deb et al., 2017). Por outro lado, as atividades de criação de valor dependem dos projetos de longo prazo cercados de riscos, indicando que a gestão míope de marketing pode ampliar os riscos existentes e prejudicar os resultados futuros desses projetos (Nikolov, 2018). Além dessas condições, a literatura de finanças apresenta o *cash holding* como uma estratégia cara para a empresa, pois para manter alto saldo de caixa pode ser necessário diminuir a distribuição de lucros aos acionistas e ampliar o financiamento externo (Almeida et al., 2004). Portanto, não sabemos se o alto *cash holding* pode dissipar o receio do mercado financeiro quando há diminuição dos investimentos de marketing em empresas com ênfase na criação de valor. Essa dúvida gera a seguinte questão de pesquisa:

QP2: Qual é o efeito da ênfase na criação de valor na relação entre gestão míope de marketing e o desempenho das ações considerando o cash holding?

1.2 Como esta pesquisa se encaixa na literatura anterior?

Esta pesquisa se encaixa em três domínios, convergindo com os estudos da (i) gestão míope de marketing e da (ii) ênfase estratégica, ambos da literatura de marketing, e com a (iii) literatura de finanças que trata do *cash holding*. Os estudos da gestão míope de marketing foram conduzidos para elucidar tanto os preditores quanto as consequências dos cortes míopes de marketing. A literatura mostrou que a ocorrência de SEO (Mizik & Jacobson, 2007), o retorno das ações em períodos passados (Chakravarty & Grewal, 2011), o baixo desempenho financeiro nos primeiros trimestres do ano fiscal (Chapman & Steenburgh, 2011), a remuneração dos executivos (Currim et al., 2012), as previsões de lucros dos analisas de mercado (Chakravarty & Grewal, 2016; Currim et al., 2018), as recessões econômicas (Currim et al., 2016), a

turbulência tecnológica e de mercado (Chung & Low, 2017), a recompra de ações (Bendig et al., 2018), o poder do departamento de marketing (Srinivasan & Ramani, 2019) e a presença de investidores institucionais (Boo & Kim, 2020) são preditores da gestão míope de marketing.

Quanto às consequências da gestão míope de marketing, os modelos de resposta por meio do retorno das ações foram amplamente utilizados (por exemplo, Mizik & Jacobson, 2007; Mizik, 2010; Saboo et al., 2016; Chung & Low, 2017; Bendig et al., 2018). Esses modelos são usados para identificar se os investidores assimilam as informações das alterações dos investimentos destinados para as atividades de marketing como um vetor da projeção dos fluxos de caixa futuros (Edeling et al., 2020). É importante ressaltar que esses modelos são baseados na hipótese de mercado eficiente e reconhecem que os investidores reagem às novas informações (Roychowdhury et al., 2019). Essa reação é reconhecida por meio da diferença entre o nível real e esperado da variável independente (retorno das ações) (Mizik, 2010).

Uma outra perspectiva dos estudos é quanto aos efeitos da gestão míope de marketing ao longo do tempo. A literatura demonstrou os efeitos negativos da gestão míope no longo prazo (Mizik & Jacobson, 2007; Mizik, 2010; Currim et al., 2016; Chakravarty & Grewal, 2016; Saboo et al., 2016; Chung & Low, 2017; Currim et al., 2018). O estudo de Bendig et al. (2018) se diferenciou por apresentar que a gestão míope de marketing gera diminuição no preço das ações no curto prazo. Esse estudo ainda apresenta uma perspectiva distinta de resultados ao demonstrar que as empresas míopes que recompram ações geram mais ocorrências de *recall* de produtos, mostrando que a gestão míope de marketing gera efeitos adversos tanto para o mercado financeiro quanto para o mercado consumidor no curto prazo.

A literatura de marketing também apresentou estudos que avaliaram a potência dos efeitos da gestão míope de marketing no retorno das ações quando moderados por outros elementos contingenciais ou contextuais, como por exemplo, proporção do bônus versus a remuneração do *chief executive officer* (CEO), experiência dos CEOs, transferência da experiência dos CEOs, intensidade de marketing e P&D (Chakravarty & Grewal, 2016); recessões (Currim et al., 2016; Fine et al., 2017); alianças estratégicas, principais relações com clientes, ênfase estratégica (Saboo et al., 2016); turbulência de mercado, turbulência tecnológica (Chung & Low, 2017); aquecimento de mercados (Fine et al., 2017); recompra de ações (Bendig et al., 2018); gasto de P&D do setor, crescimento do setor e *market share* (Currim et al., 2018).

O nosso estudo apresenta as consequências da gestão míope de marketing em âmbito geral, sem se restringir a contextos específicos ou esporádicos, avançando a literatura da gestão míope de marketing em dois aspectos. Primeiro, porque nosso estudo apresenta efeitos

negativos da gestão míope de marketing no retorno das ações, moderados pela ênfase estratégica, que ocorrem no curto prazo e que se mantém no longo prazo. A apresentação concomitante de efeitos negativos no desempenho das ações de curto e longo prazo ainda não foi realizada pela literatura, sendo que os estudos anteriores encontraram efeitos negativos apenas no curto prazo (Bendig et al., 2018) ou apenas no longo prazo (Mizik & Jacobson, 2007; Mizik, 2010; Currim et al., 2016; Chakravarty & Grewal, 2016; Saboo et al., 2016; Chung & Low, 2017; Currim et al., 2018). Segundo, nosso estudo demonstra o desempenho positivo das ações, no curto e no longo prazo, após a prática de cortes míopes nos investimentos de marketing, utilizando uma tripla interação de construtos representados por uma variável preditora (gestão míope de marketing), uma variável moderadora (ênfase estratégica) e uma variável que modera a moderação anterior (*cash holding*). Nosso estudo se diferencia dos demais estudos ao utilizar uma interação tripla e ao incluir o *cash holding* como variável moderadora, o que permite encontrar efeitos positivos no desempenho das ações no curto prazo que persistem ao longo do tempo após a adesão às práticas gerenciais míopes de marketing, conforme demonstrado na Tabela 1.

Tabela 1. Literatura da gestão míope de marketing

Autores	Tipos de efeitos	Perspectiva temporal	Contexto	Moderadores		Principais resultados
				Ênfase estratégica	Cash holding	
Mizik & Jacobson (2007)	Consequências	Curto e longo prazo	<i>Secondary equity offering</i> (SEO) em empresas abertas americanas	Não	Não	As empresas no momento de um SEO têm maior probabilidade de inflar os lucros, reduzindo despesas com marketing. O mercado financeiro parece temporariamente enganado pelos gestores míopes, negociando ações sobreavaliadas no curto prazo, mas, desvalorizam os papéis da empresa nos anos seguintes.
Mizik (2010)	Consequências	Curto e longo prazo	Empresas abertas americanas	Não	Não	A miopia tem impacto negativo líquido de longo prazo no valor da empresa. O efeito negativo do corte de gastos de marketing no desempenho das ações é maior em comparação aos efeitos da inflação dos lucros realizados em uma perspectiva puramente contábil.
Chakravarty & Grewal (2011)	Antecedentes	Longo prazo	Empresas abertas americanas do setor de alta tecnologia	Não	Não	A tendência de administrar miopicamente em resposta a retornos de ações passados e a volatilidade aumenta à medida que o tamanho da empresa ou a concentração da indústria diminuem.
Chapman & Steenburgh (2011)	Antecedentes e consequências	Curto prazo	Vendas de sopas em mercados	Não	Não	As empresas mudam as promoções de marcas com receita menor para marcas com maiores receitas após períodos de baixo desempenho financeiro. Essas descobertas sugerem que os efeitos negativos nos períodos subsequentes e no comportamento da concorrência são maiores do que os documentados anteriormente.
Chakravarty & Grewal (2016)	Antecedentes e consequências	Curto e longo prazo	Empresas abertas americanas	Não	Não	Os incentivos impostos artificialmente aos gestores (custos de monitoramento) e as preocupações com o gerenciamento da carreira pessoal (custos de vínculo) moderam a reação dos gestores às previsões dos analistas. Os ajustes imprevistos nos orçamentos de publicidade e P&D afetam adversamente os retornos e os riscos da empresa no longo prazo.
Currim et al. (2012)	Antecedentes e consequências	Curto prazo	Empresas abertas americanas	Não	Não	O aumento do bônus baseado em ações versus a remuneração está positivamente associado a um aumento nos gastos com publicidade e P&D. Os gastos com publicidade e P&D também medeiam o efeito do bônus baseado em ações sobre o retorno do mercado de ações.
Currim et al. (2016)	Antecedentes e consequências	Curto e longo prazo	Empresas abertas americanas	Não	Não	As empresas cortam gastos com marketing durante as recessões. As empresas comprometidas com os gastos de marketing durante as recessões anteriores alcançam melhores retornos no mercado de ações.

Saboo et al. (2016)	Consequências	Longo prazo	IPO em empresas abertas americanas	Sim	Não	Os investidores identificam a gestão míope de marketing e corrigem suas crenças apenas nos três anos seguintes à IPO. O desempenho das ações diminui com as alianças estratégicas e com a ênfase estratégica na criação de valor (<i>vs.</i> com a apropriação de valor), mas aumenta na presença (<i>vs.</i> ausência) dos principais relacionamentos com os clientes.
Chung & Low (2017)	Antecedentes e consequências	Curto e longo prazo	Empresas abertas americanas	Não	Não	Curto prazo: as empresas se envolvem menos em gestão míope de marketing quando existe alta turbulência do mercado e alta turbulência tecnológica. Longo prazo: o desempenho das ações após a prática da gestão míope de marketing piora à medida que a turbulência do mercado e a turbulência tecnológica aumentam.
Fine et al., (2017)	Antecedentes e consequências	Curto e longo prazo	IPO em empresas abertas americanas	Não	Não	O desempenho das ações no curto prazo aumenta com os gastos do marketing pré-IPO. Os gastos com marketing pré-IPO não reduzem gradativamente o <i>underpricing</i> ou melhoram o desempenho de longo prazo quando o IPO ocorre durante condições extremas de mercado, como recessões ou mercados aquecidos.
Bendig et al. (2018)	Antecedentes e consequências	Curto prazo	Recompra de ações em empresas abertas americanas	Não	Não	As recompras de ações fornecem sinais que ajudam os investidores a descobrir o comportamento míope no curto prazo.
Currim et al. (2018)	Antecedentes e consequências	Longo prazo	Empresas abertas americanas	Não	Não	As empresas que permaneceram mais comprometidas no passado com os gastos de marketing sob pressões dos analistas têm maior desempenho no mercado de ações no longo prazo. Os achados são mais fortes para empresas com alto nível de gasto de P&D dentro do setor, alto nível de crescimento dentro do setor e baixo <i>market share</i> .
Srinivasan e Ramani (2019)	Antecedentes	Curto prazo	Empresas abertas americanas	Não	Não	Quando a empresa possui (a) um diretor executivo com experiência em marketing e (b) poder sobre seus clientes, o poder do departamento de marketing diminui. O poder do departamento de marketing e a cobertura de analistas diminuem a probabilidade de gestão míope de marketing.
Boo & Kim (2020)	Antecedentes	Curto prazo	Indústrias abertas americanas	Não	Não	A forte presença de investidores institucionais com objetivos de curto prazo leva à prática de gestão míope do marketing.
Este estudo	Consequências	Curto e longo prazo	Empresas abertas americanas	Sim	Sim	Os achados mostram que a ênfase na criação de valor reduz o desempenho das ações das empresas míopes no curto e no longo prazo. Ademais, os resultados indicam que o <i>cash holding</i> modera essa relação tornando positivos os efeitos da interação entre a gestão míope de marketing e a ênfase na criação de valor no desempenho das ações no curto e longo prazo.

O segundo domínio atendido nesta pesquisa compete aos estudos da ênfase estratégica, que avaliam elementos e contextos acerca da alocação de recursos escassos para dois processos estratégicos fundamentais: criação de valor e apropriação de valor. Estudos avaliaram os determinantes da ênfase estratégica, como a remuneração dos executivos (Currim et al., 2012), a arrogância gerencial (Kim, Xiong & Kim, 2018), a maturidade e a folga da empresa (financeira e estratégica) (Josephson, Johnson & Mariadoss, 2016), a assimetria de informações (Morgan, Anokhin & Wincent, 2018) e a orientação empreendedora (Wang et al., 2020). Outros estudos analisam os efeitos da ênfase estratégica no risco das empresas (Han et al., 2017; McAlister, Srinivasan & Kim, 2007; Sung, Park & Yoo, 2019), no resultado (Aspara & Tikkanen, 2013; Steenkamp & Fang, 2011), no valor de mercado das empresas (Silveira, Oliveira, Heldt & Luce, 2020; Uotila, Maula, Keil & Zahra, 2009) e no retorno das ações (Josephson et al., 2016; Mizik & Jacobson, 2003; Srinivasan, Pauwels, Silva-Risso & Hanssens, 2009; Swaminathan et al., 2008).

Os estudos que utilizam a ênfase estratégica como um elemento contingencial para compreender a criação de valor aos investidores são mais escassos. A pesquisa desenvolvida por Sharma et al. (2018) mostrou que a ênfase na criação de valor modera negativamente a relação entre a irregularidade e escopo do lançamento de novos produtos com o valor da empresa. Feng, Patel & Xiang (2020) demonstraram que a orientação para mercado melhora significativamente as chances de sobrevivência de uma empresa após o IPO e que a ênfase na apropriação de valor melhora ainda mais esses efeitos. O estudo de Jia (2020) mostrou que a ênfase estratégica modera a relação entre a responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro das firmas, de modo que, quanto mais as firmas enfatizam a criação de valor, menor é o desempenho das ações.

No âmbito da gestão míope de marketing, o estudo de Saboo et al. (2016) mostrou que a relação entre a miopia e o desempenho das ações é moderada pela ênfase estratégica no contexto de um IPO. Os resultados mostraram que o efeito negativo da gestão míope de marketing no desempenho das ações no longo prazo é mais forte em empresas com ênfase na criação de valor. Considerando esses resultados, o nosso estudo oferece avanços em três aspectos em relação ao estudo de Saboo et al. (2016) e para a literatura da ênfase estratégica. Primeiro porque nosso estudo considera um cenário amplo, sem restringir a um evento específico ou eventual. Segundo, porque nosso estudo demonstra efeitos no curto e no longo prazo. Terceiro, nosso estudo apresenta que o efeito negativo da miopia no desempenho das ações, moderado pela ênfase na criação de valor, pode ser alterado para um efeito positivo quando a firma apresenta alto *cash holding*.

Por fim, esse estudo também se relaciona com o domínio dos estudos acerca do *cash holding* que está ligado à literatura de finanças. Várias teorias constituem a base da pesquisa empírica de *cash holding* quanto aos seus determinantes e quanto ao valor atribuído ao dinheiro em caixa pelo mercado financeiro. A revisão feita por Weidemann (2018) organizou essas teorias em duas principais categorias.

A primeira categoria concentra teorias da estrutura de capital, subdivididas em Teoria Trade-Off e Teoria Pecking Order. A Teoria Trade-Off se dedica a explicar o *cash holding* como um resultado da confrontação entre custos e benefícios previstos pelos modelos de Modigliani & Miller (1963), Bradley, Jarrell & Kim (1984) e Titman & Wessels (1988). A Teoria Pecking Order defende que o *cash holding* é impulsionado por assimetrias de informação *ex-ante* que tornam o financiamento externo caro, conforme os estudos de Myers & Majluf (1984).

A segunda categoria de teorias concentra os estudos dos conflitos de agência decorrentes das assimetrias de informação entre gestores e investidores. Esta categoria concentra teorias com cinco principais hipóteses: (i) hipótese da flexibilidade financeira (Jensen, 1986), que afirma que os gestores preferem manter mais *cash holding* para proporcionar flexibilidade financeira futura; (ii) hipótese do gasto (Jensen & Meckling, 1976), segundo a qual gestores fracamente controlados investem excessivamente; (iii) hipótese da defesa contra aquisições hostis (Faleye, 2004), que ocorrem por má governança corporativa; (iv) hipótese do poder do acionista (Harford, Mansi & Maxwell, 2008), quando os acionistas confiam na gestão e apreciam altos níveis de *cash holding* para não ocorrer subinvestimento; e, (v) hipótese da contratação onerosa (Liu & Mauer, 2011), que propõe que as empresas arriscadas retêm mais caixa porque os acordos de dívida impõem um *cash holding* mais alto.

Segundo a Teoria da Miopia Gerencial, os gestores podem preferir construir uma folga financeira junto à adesão de práticas míopes como forma de enviar sinais ao mercado de que não será necessário buscar recursos financeiros externos para fazer novos investimentos, amenizando o escrutínio do mercado financeiro quanto ao risco de restrições financeiras futuras (Stein, 1989). Apesar desta asserção estar alinhada com os pressupostos teóricos da Teoria Pecking Order (Myers & Majluf, 1984) e do pressuposto da flexibilidade financeira da Teoria da Agência (Jensen, 1986), há uma lacuna na investigação empírica sobre os efeitos conjuntos do *cash holding* e da gestão míope de investimentos no valor das firmas.

No âmbito dos estudos de marketing, houve avaliação dos efeitos das restrições financeiras, que é um construto distinto do *cash holding*. Por exemplo, há estudos da relação das restrições financeiras com a intensidade de marketing (Mishra & Ewing, 2020) e o

respectivo efeito no valor da firma (Palomino-Tamayo, Timana & Cerviño, 2020) e a relação entre as restrições financeiras e os gastos com publicidade (Bahadir & Bahadir, 2020). Alguns outros estudos se dedicaram a analisar a influência das capacidades e os ativos de marketing nos fluxos de caixa (Gruca & Rego, 2005; Luo, 2009; Rao & Bharadwaj, 2008; Shah, Kumar, Kim & Choi, 2017; Sun & Ding, 2020; Vorhies, Morgan & Autry, 2009), sendo que fluxos de caixa também é um construto diferente de *cash holding*. Estudos de marketing que discutiram especificamente o *cash holding* são escassos, e, os poucos estudos apresentados neste contexto não avaliaram os impactos no valor da firma, como por exemplo, o estudo de Bharadwaj, Hanssens & Rao (2020) que investigou a ligação entre o valor da marca e o *cash holding*. Apesar de existir uma farta literatura de finanças que trata acerca dos determinantes e dos efeitos do *cash holding*, a literatura da interface marketing-finanças não controlou os efeitos do *cash holding* nas relações entre os investimentos de marketing e o valor das firmas, tanto ligadas à ênfase estratégica quanto à gestão míope de marketing. Nosso estudo avalia o papel moderador do *cash holding* nos efeitos da interação entre gestão míope de marketing e a ênfase estratégica no desempenho das ações e se encaixa na lacuna apresentada.

1.3 Objetivos da pesquisa

1.3.1 Objetivo principal

- O objetivo principal deste estudo é analisar os efeitos da gestão míope de marketing no desempenho das ações, no curto e no longo prazo, condicionado pela ênfase na criação de valor e pelo *cash holding*.

1.3.2 Objetivos secundários

- Analisar o efeito direto da gestão míope de marketing no desempenho das ações no curto e longo prazo;
- Testar o papel moderador da ênfase na criação de valor na relação direta entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações no curto e longo prazo; e,
- Testar o papel moderador da ênfase na criação de valor na relação direta entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações no curto e longo prazo controlado pelo *cash holding*.

1.4 Tese do estudo

A tese desse estudo é que a gestão míope de marketing gera efeito negativo no desempenho das ações no longo prazo. Esse efeito é moderado pela ênfase estratégica, de modo que, o efeito negativo no desempenho das ações é ainda mais forte, no curto e no longo prazo, quando as empresas míopes apresentam ênfase na criação de valor. Depois, esse efeito negativo torna-se positivo, no curto e no longo prazo, quando há alto *cash holding* nas empresas míopes com ênfase na criação de valor.

Realizamos um estudo com 4.781 observações de 825 empresas americanas de diversos setores ao longo de 15 anos (2004 a 2018). Utilizamos esses dados em modelos econométricos com correção para possível endogeneidade que permitiram estimar os efeitos que defendemos nessa tese.

1.5 Organização do estudo

Esta pesquisa possui 5 capítulos. No segundo capítulo evidenciamos a base teórica da gestão míope de marketing, da ênfase estratégica e do *cash holding*. Na terceira seção apresentamos nosso modelo teórico, as hipóteses e os argumentos. No quarto capítulo descrevemos o estudo de acordo com seus procedimentos metodológicos, o desenho da pesquisa, as medidas e os resultados. No último capítulo, oferecemos implicações teóricas, contribuições gerenciais, limitações de pesquisa e sugestões para pesquisas futuras.

2 Referencial Teórico

2.1 Gestão míope de marketing

A miopia gerencial é o comportamento da gestão dirigido para atingir metas de lucro no curto prazo por meio de reduções em gastos discricionários (Mizik, 2010). Os cortes de gastos nos mais diversos setores e atividades de uma firma aumentam o lucro atual reportado nos relatórios financeiros, e, conseqüentemente, impulsionam ou geram manutenção dos preços das ações (Stein, 1989). A preocupação exagerada com o lucro corrente existe porque os resultados contábeis apresentam sinalização dos futuros fluxos de caixa e do desempenho de longo prazo da firma (Roychowdhury et al., 2019).

Fama (1971) apresentou a Hipótese de Mercado Eficiente (HME) amparada no pressuposto de que os preços das ações refletem toda informação disponível. Para que um mercado seja “eficiente”, refletindo totalmente as informações disponíveis, é necessário atender três condições: (i) não existir custos de transação nos ativos negociados; (ii) todas as informações devem ser acessíveis sem custos; e, (iii) todos os agentes concordam a respeito das implicações das informações atuais nos preços correntes e distribuições dos preços futuros de cada ação. No entanto, como existe assimetria informacional e custos de transação, Fama (1991) reconheceu a impossibilidade prática dessas três condições no mundo real e alegou que a importância da HME está em ser utilizada como referência (*benchmark*). Para implementar a operacionalização dos modelos de HME houve apresentação da divisão do conjunto de informações em três subconjuntos cujas formas para operacionalização são: (i) eficiente na forma fraca, em que o conjunto de informações consiste apenas nos preços históricos; (ii) eficiente na forma semiforte, em que os preços se ajustam eficientemente após novas informações que se tornam disponíveis publicamente; e, (iii) eficiente na forma forte, em que os preços dos ativos se ajustam às informações públicas e privadas, ainda que investidores ou grupos de agentes tenham monopólio no acesso às informações (Fama, 1991).

A Teoria da Miopia Gerencial apresenta o argumento de que, sob a perspectiva da HME, a miopia não deveria existir, pois o preço atual das ações é uma função dos lucros futuros esperados e é um componente que gera responsabilização aos gestores (Mizik & Jacobson, 2007). A Teoria da Miopia Gerencial apresenta esse argumento porque pressupõe que o gerenciamento de resultados reais é uma tática que prejudica a criação de valor no longo prazo, discordando da HME ao defender que tais perdas não podem ser identificadas e estimadas por

meio das informações financeiras divulgadas pelas empresas, pois os gestores possuem informações sobre o desempenho da empresa que não estão disponíveis para o mercado financeiro (Kothari et al., 2016). Por isso, Stein (1989) questiona a capacidade dos investidores em avaliar as informações das firmas e estipular o preço das ações. Os incentivos para as decisões tomadas pelos gestores não são perfeitamente alinhados com os objetivos dos *shareholders* (Mizik & Jacobson, 2007) impedindo o mercado de conhecer em profundidade as verdadeiras motivações e vieses dos gestores ao realizar decisões de investimentos (Garel, 2017). O argumento da Teoria da Miopia Gerencial (Stein, 1989) é de que há assimetria de informações entre as empresas e o mercado financeiro, permanecendo a dificuldade de diferenciar empresas com e sem gestão míope e gerando incentivos para que os investidores se antecipem e rebaixem o valor de todas as empresas. Como todas as empresas são subavaliadas, se reforça o incentivo para aderir aos cortes míopes em empresas fortemente orientadas para o mercado financeiro (Stein, 1989). Quanto maior é a importância que os gestores atribuem ao preço das ações no presente prazo, maior será a extensão do comportamento míope (Nikolov, 2018).

Os investidores precisam confiar nos lucros apresentados para tornar racionais as previsões de lucros futuros e estimar o valor da empresa (Tunicy et al., 2019). Tal condição fornece incentivos aos gestores para manipular os resultados, tanto por meio de atividades reais, quanto pelos procedimentos contábeis, “inflando” os lucros atuais para que o mercado financeiro tenha uma percepção aumentada do valor da firma (Ahearne et al., 2016; Nikolov, 2018). Portanto, a miopia representa um cenário de risco moral em que os relatórios financeiros podem se distanciar do seu potencial informativo e desempenhar um papel distorcido (Roychowdhury et al., 2019).

Os recursos mais atingidos pela gestão míope são aqueles que não estão no balanço patrimonial da empresa, especialmente os ativos intangíveis, e que não são diretamente relacionados às atividades operacionais (Stein, 1989). A maioria dos ativos de marketing provavelmente se enquadra nesta categoria e, como tal, os orçamentos para tais ativos são fortes candidatos ao gerenciamento míope (Mizik & Jacobson, 2007). Isso ocorre porque o investimento de marketing é uma decisão discricionária (Srinivasan & Ramani, 2019) que gera resultados efetivos no longo prazo (Bendle & Wang, 2017). Por exemplo, os orçamentos para os investimentos de marketing são comumente revisados em um cenário de recessão econômica (Currim et al., 2016), ou quando os gestores acreditam que não conseguirão atender os lucros previstos pelos analistas de mercado (Currim et al., 2018) ou ainda diante da forte presença de investidores institucionais com investimentos direcionados principalmente para o curto prazo

(Boo & Kim, 2020). A Teoria da Gestão Míope de Marketing (Mizik & Jacobson, 2007) é, portanto, um braço da Teoria da Miopia Gerencial (Stein, 1989) e se dedica a explicar a “manipulação” dos investimentos do marketing com a finalidade de diminuir despesas e aumentar o lucro imediato (Mizik, 2010).

A criação de valor aos acionistas pode ser compreendida ao considerar a ligação entre os investimentos de marketing e o valor de mercado (Rust et al., 2004). Os investimentos de marketing atuam diretamente na consolidação da firma perante o mercado de produtos e aumentam indiretamente o valor gerado aos acionistas porque antecipam ou aumentam as entradas de caixa e reduzem a volatilidade de fluxos de caixa (Srivastava, Shervani & Fahey, 1998). Diversos trabalhos examinaram a capacidade dos investimentos de marketing de influenciar o preço das ações e o valor das firmas, tais como Bharadwaj et al., 2020; Gruca & Rego, 2005; Fornell, Mithas, Morgeson III & Krishnan, 2006; Madden, Fehle & Fournier, 2006; Morgan & Rego, 2009; Morgan, Slotegraaf & Vorhies, 2009; Srinivasan et al., 2009; Wies, Hoffmann, Aspara & Pennings, 2019, entre tantos outros.

A gestão míope de marketing é uma condição que interfere na criação de valor da firma porque influencia negativamente a capacidade dos investimentos de marketing de gerar receitas e lucros (Joshi & Hanssens, 2010) e de criar valor aos investidores no longo prazo (Hughes, Hughes, Yan & Sousa, 2019; McAlister et al., 2007; Luo, 2008; Wies et al., 2019). Contudo, quando o mercado financeiro não identifica com precisão as empresas envolvidas na gestão míope de marketing, sem diferenciá-las das empresas não míopes, os lucros “inflados” criam condições para que a precificação das ações das empresas míopes não absorvam as expectativas das futuras perdas. Essa ausência de desconto no preço das ações de empresas míopes no curto prazo representa uma sobreavaliação desses ativos (Mizik & Jacobson, 2007).

O comportamento míope foi apresentado na literatura de marketing como uma prática ineficiente de gerenciar resultados reais porque diminui o desempenho das ações no longo prazo (Chakravarty & Grewal, 2016; Chung & Low, 2017; Currim et al., 2016; Currim et al., 2018; Mizik, 2010). Esses efeitos negativos ocorrem porque os cortes míopes dos investimentos prejudicam o planejamento das atividades de marketing, a capacidade de os ativos intangíveis gerarem receitas e resultados sustentáveis (Srivastava et al., 1998) e, conseqüentemente, o retorno para os investimentos dos acionistas (Srinivasan & Ramani, 2019).

A literatura da gestão míope de marketing demonstrou que o mercado identifica o gerenciamento de resultados feito com a diminuição dos investimentos de marketing apenas quando as conseqüências se tornam expressivas, o que ocorre em torno de três anos após os cortes míopes (Mizik & Jacobson, 2007). Contudo, há exceções, como o estudo de Bendig et

al. (2018) que mostrou que os investidores identificam e reagem negativamente à gestão míope de marketing no curto prazo quando as diminuições dos investimentos de marketing são feitas no mesmo período em que ocorre recompra de ações.

O estudo de Saboo et al. (2016) mostra que, mesmo após diminuir investimentos de marketing, firmas que se relacionam com clientes importantes tem capacidade de apresentar desempenho das ações no longo prazo melhor que as demais empresas que não diminuíram investimentos. Tais achados levantam indícios de que os efeitos negativos da gestão míope de marketing podem ser gerenciados e minimizados em situações contingenciais, incentivando o avanço das pesquisas que avaliam os reflexos dos cortes dos investimentos de marketing no valor das firmas, no curto e no longo prazo.

2.2 Ênfase estratégica

A estratégia de marketing está preocupada em criar uma vantagem competitiva sustentada para gerar desempenho financeiro superior (Swaminathan et al., 2008). Para que isso ocorra, dois processos, que se combinam e interagem, são fundamentais para gerar desempenho. Esses processos referem-se às implicações das decisões de alocação de recursos para investimentos em P&D comparados aos investimentos em publicidade (Han et al., 2017). Como o valor de uma empresa depende tanto da magnitude da vantagem que pode ser criada pelas inovações geradas pelos investimentos em P&D quanto ao papel da persistência que a publicidade exerce na manutenção da vantagem adquirida anteriormente, ambos os processos influenciam o desempenho financeiro (Mizik & Jacobson, 2003).

É improvável que uma empresa empregue integralmente seus recursos apenas em P&D ou, inversamente, apenas em publicidade (Silveira et al., 2020). Em vez disso, os gestores alocam parte de seus recursos para cada tipo de processo, e por isso, o investimento destinado a esses processos é denominado “ênfase estratégica relativa” (Han et al., 2017). A ênfase estratégica relativa é um índice criado pela diferença entre despesas com P&D e despesas com publicidade ponderada pelas vendas da empresa. Quanto maior o valor deste índice em uma firma, reflete a ênfase nos investimentos em P&D, e, quanto menor o índice, maior é a ênfase em investimentos em publicidade (Wang et al., 2020). Ao priorizar investimentos em P&D, uma empresa tende às atividades de criação de valor, ou seja, atividades de inovação. Uma empresa que prioriza investimentos em publicidade tende às atividades de apropriação de valor, ou seja, busca manter as vantagens competitivas que já detém (Swaminathan et al., 2008).

2.2.1 Ênfase na criação de valor

A ênfase na criação de valor concentra atividades *upstream* relacionadas ao pensamento criativo, experimentação e entrada em novos mercados (Josephson et al., 2016; Saboo et al., 2016). Essas atividades são subsidiadas por investimentos em P&D, gerando inovações por meio da construção de proficiência tecnológica para criar valor para seus clientes reais e potenciais (Han et al., 2017). Os recursos de P&D estão intimamente ligados ao desenvolvimento de novos produtos, que é uma capacidade da empresa que envolve conjuntos complexos de habilidades e conhecimento acumulados (Swaminathan et al. 2008). A forte capacidade de desenvolvimento de novos produtos gera vantagem competitiva sustentável porque é difícil para os concorrentes imitarem (Lepak, Smith & Taylor, 2007), aumentando o valor de uma empresa (Mizik & Jacobson, 2003).

A ênfase na criação de valor está no cerne do processo competitivo, pois ajuda as empresas a alcançarem crescimento sustentável (Wang et al., 2020) por entregar mais valor aos clientes do que os rivais (Hunt, 2010). Contudo, o principal efeito dos investimentos em P&D é capturado no longo prazo, uma vez que a maior parte do impacto da inovação gera futuros fluxos de caixa (Chakravarty & Grewal, 2011; Rubera & Kirca, 2012). Além disso, os níveis de riscos associados às atividades de criação são mais elevados em comparação às atividades de apropriação e valor, pois investimentos em criação de valor estão atrelados a projetos de longo prazo que são mais voláteis e têm resultados incertos (Hauser, Tellis & Griffin, 2006; Kim & McAlister, 2011). Além dos riscos, as atividades de criação de valor geralmente requerem maiores investimentos de recursos do que as atividades de apropriação de valor (Srivastava & Gnyawali, 2011).

2.2.2 Ênfase na apropriação de valor

Caso uma empresa estabeleça a publicidade com a atividade com maior volume de investimentos, comparativamente ao P&D, reflete que enfatiza a apropriação de valor (Wang et al., 2020). A ênfase na apropriação de valor concentra atividades destinadas a criar barreiras competitivas no mercado de produtos, por exemplo, a construção de imagem (Swaminathan et al. 2008). Os gastos com publicidade fortalecem as marcas já construídas, permitindo atrair clientes fiéis e menos vulneráveis à concorrência, transmitir informações sobre a qualidade do produto, reduzir o risco percebido e a incerteza e aumentar a flexibilidade de preços (Swaminathan et al. 2008). Os níveis de riscos associados às atividades de apropriação de valor

são mais baixos em relação às atividades de criação de valor porque os investimentos se concentram nos clientes existentes e enfatizam o valor entregue pelos produtos ou serviços atuais da empresa (Han et al., 2017). Dessa forma, os investimentos em publicidade podem ajudar as empresas a se apropriarem do valor das inovações, buscando prolongar o tempo de persistência das suas vantagens competitivas (Mizik & Jacobson, 2003).

Considerando que a ênfase na apropriação de valor gera resultados principalmente no curto prazo (Han et al., 2017), os gestores podem enfatizar as atividades dessa ênfase quando precisam alavancar os resultados atuais (Currim et al., 2012) ao se sentirem pressionados para atender as expectativas de desempenho no curto prazo (Chakravarty & Grewal, 2011). Com isso, a ênfase na apropriação de valor é percebida pelo mercado como um sinal de comprometimento dos gestores com os resultados do curto prazo (Aspara & Tikkanen, 2013). A Tabela 2 resume as principais características das ênfases na criação e na apropriação de valor.

Tabela 2. Características das ênfases da criação e da apropriação de valor

Ênfase na criação de valor	Ênfase na apropriação de valor
Prioridade de investimentos em P&D	Prioridade de investimentos em publicidade
Inovação / Proficiência tecnológica	Desenvolvimento de barreiras competitivas
Difícil imitação pelos concorrentes	Fácil imitação pelos concorrentes
Produtos novos	Mesmos produtos
Projetos com alto risco	Projetos com baixo risco
Projetos de longo prazo	Projetos de curto prazo
Demanda altos volumes de recursos financeiros	Pode ser conduzida com orçamentos mais restritos

Notas. Han et al. (2017); Mizik e Jacobson (2003); Swaminathan et al. (2008) e Wang et al. (2020).

2.2.3 Efeitos das ênfases estratégicas

A ênfase na criação de valor concentra atividades com foco interno (oferta) enquanto a ênfase na apropriação de valor tem um foco externo (demanda) (Mizik & Jacobson, 2003). As decisões de alocação de recursos entre estas ênfases determinam se a empresa assume uma desvantagem competitiva ou uma vantagem sustentada (Mishra & Ewing, 2020). Portanto, a relativa ênfase estratégica fornece informações incrementais sobre as perspectivas futuras da empresa, acima e além daquelas contidas no lucro contábil (Josephson et al., 2016).

Considerando as limitações da ênfase na criação de valor e da ênfase na apropriação de valor quanto aos efeitos nos lucros e no valor das firmas, ocorrem *trade-offs* na destinação de recursos, forçando as empresas a priorizar seus esforços conforme a estratégia escolhida para competir (Aspara & Tikkanen, 2013; Kim & MacAlister, 2011). Diante deste *trade-off*, a literatura apresentou resultados divergentes do efeito das ênfases estratégicas no valor da firma.

Há estudos cujos resultados mostram que o mercado de ações reage favoravelmente quando uma empresa aumenta sua ênfase na apropriação de valor (Mizik & Jacobson, 2003). Há também evidências de que o foco em inovações pioneiras gera maior retorno das ações em comparação às atividades de publicidade (Srinivasan et al., 2009). Outros estudos demonstraram que as empresas que investem igualmente ou ampliam igualmente o desenvolvimento das capacidades tanto de criação quanto de apropriação de valor criam mais valor aos investidores quando comparadas às empresas com foco em uma única ênfase estratégica (Silveira et al., 2020; Uotila et al., 2009).

Os efeitos no valor de mercado gerados pelas duas possíveis ênfases estratégicas podem não ser semelhantes entre as empresas, ainda que sejam dos mesmos setores (Wang et al., 2020). Essa distinção ocorre porque os investidores apresentam uma resposta diferencial às mudanças nas ênfases estratégicas em diferentes condições (Mizik & Jacobson, 2003) e que o mercado avalia as possíveis contingências que afetam os fluxos de caixa futuros (Rubera & Kirca, 2012). Em um cenário amplo, há uma lacuna na literatura acerca da compreensão do efeito da ênfase na criação de valor em empresas que adotam uma postura míope na gestão dos investimentos de marketing (Saboo et al., 2016). Estudos anteriores mostraram que, apesar da contribuição crítica de P&D em empresas altamente inovadoras, os investimentos nessa função podem ser manipulados quando há expressivos orçamentos de P&D (Chakravarty & Grewal, 2016). As evidências desses estudos convidam a estender a avaliação dos efeitos da gestão míope de marketing em firmas com ênfase na criação de valor (Josephson et al., 2016) para demonstrar os reflexos no preço das ações. Considerar as estruturas de contingências, como o manejo do *cash holding*, sob as quais se estabelece o alinhamento da ênfase estratégica permite compreender melhor como ocorre a criação de valor aos investidores a partir dos investimentos de marketing (Swaminathan et al., 2008).

2.3 Cash holding

O *cash holding* é a liquidez financeira de uma firma considerando a disponibilidade de ativos de caixa e equivalentes de caixa (Weidemann, 2018). Os primeiros estudos sobre *cash holding* demonstraram que manter dinheiro em caixa diminui o valor de mercado das empresas (Faulkender & Wang, 2006; Harford, 1999). O argumento teórico para esse fenômeno é de que os investidores têm uma percepção negativa do *cash holding*, pois representa recursos ociosos (Almeida et al., 2004) que geram um retorno real negativo e que poderiam estar investidos produtivamente em algum projeto (Deb et al., 2017). Além disso, reter recursos financeiros no

caixa não garante que haverá investimentos eficientes (Mikkelsen & Partch, 2003). Estudos demonstraram que os acionistas valorizam menos as empresas quando há ineficiência nos gastos dos recursos financeiros do caixa (Tong, 2011) e em contextos que esses recursos beneficiam outras partes cujos interesses destoam das expectativas dos investidores (Deb et al., 2017).

Há também evidências de que o *cash holding* gera efeitos positivos nos preços das ações e no valor das firmas. Estudos demonstraram que alguns fatores, como a qualidade da governança corporativa, podem alterar a percepção negativa do mercado de capitais quanto ao alto *cash holding* (Frésard & Salva, 2010). A governança corporativa diminui assimetrias de informação porque há crescentes requisitos de divulgação, ambientes legais mais rígidos e maior monitoramento, cuja maior disciplina externa determina que os recursos financeiros do caixa sejam gastos com mais eficiência, aumentando a apreciação do *cash holding* pelo mercado de capitais (Weidemann, 2018). A interação entre a qualidade da governança corporativa e a presença de restrições de liquidez aumentam a percepção positiva do mercado quanto ao *cash holding* em empresas bem governadas, um efeito que é mais pronunciado em empresas jovens e em crescimento, que tendem a ter restrições de liquidez mais rígidas do que as empresas maduras (Chen & Chuang, 2009).

A literatura de marketing demonstrou que as restrições financeiras diminuem os investimentos de marketing no ano seguinte e diminuem o crescimento das vendas futuras (Mishra & Ewing, 2020) influenciando negativamente o desempenho das ações e o valor da firma (Palomino-Tamayo et al., 2020). Para contornar os problemas que a restrição financeira pode gerar e evitar os altos custos de financiamento, as empresas elevam o *cash holding* que, por sua vez, se torna um sinal positivo para os investidores (Chen & Chuang, 2009).

A literatura de marketing ainda não demonstrou especificamente as implicações do *cash holding* dado a ênfase estratégica de marketing e as respectivas influências no valor da firma. O estudo de Deb et al. (2017) investigou a capacidade do *cash holding* de criar valor para o acionista avaliando o foco da administração na criação e na apropriação de valor em contexto amplo. Esse estudo demonstrou que o *cash holding* é mais benéfico para o valor das firmas com ênfase na criação de valor, com típicos contextos que exigem adaptação em face das incertezas. De forma distinta, o dinheiro é mais prejudicial ao desempenho das ações em empresas com ênfase na apropriação de valor, ou que são mal administradas, diversificadas ou opacas, contextos em que há conflitos de partes interessadas, assimetrias de informação ou desequilíbrios de poder (Deb et al., 2017).

A ênfase na criação de valor impulsionada por investimentos em P&D é intrinsecamente difícil de ser financiada por meio de fundos externos (especialmente pelas dívidas) dado a sua natureza intangível, resultados incertos e problemas de informação assimétrica (He & Wintoki, 2016). O estudo de He & Ciccone (2019) demonstrou que, em empresas com ênfase na criação de valor, o alto *cash holding* sinaliza o equilíbrio financeiro necessário para se estabelecer vínculos com financiadores e mitigar os riscos do subinvestimento em inovação por falta de recursos financeiros durante o andamento dos projetos. Contrariamente, Breuer et al. (2016) demonstraram a aversão dos investidores ao *cash holding* quando esse recurso é utilizado principalmente em investimentos com retornos incertos. Como o resultado do investimento em P&D é altamente incerto (Dittmar et al., 2003), os acionistas avessos aos riscos preferem um menor volume de *cash holding* se o dinheiro for usado principalmente para financiar P&D (Breuer et al., 2016). Existem, portanto, divergências na literatura acerca dos efeitos do *cash holding* no desempenho das ações das firmas com ênfase na criação de valor. Essas divergências indicam a necessidade de novas pesquisas com perspectivas mais ampliadas, assim como estamos apresentando neste estudo sob o contexto da miopia de marketing e da ênfase estratégica.

2.3.1 Teoria Pecking Order e Teoria da Agência

O financiamento das atividades de uma firma é feito com lucros retidos (recursos financeiros no caixa), ou com dívidas (financiamento externo) ou com patrimônio líquido (emissão de ações). A Teoria Pecking Order sugere uma hierarquia dessas fontes de recursos, visto que, sob a perspectiva dos gestores, os lucros retidos não apresentam problemas de seleção adversa, enquanto a dívida tem um pequeno problema de seleção adversa e o patrimônio líquido está sujeito a sérios problemas de seleção adversa (Myers & Majluf, 1984). Considerando os problemas de seleção adversa, um projeto será financiado, preferencialmente, por recursos em caixa para evitar custos de agência associados à dívida e ao patrimônio líquido. Se mais recursos financeiros forem necessários, as empresas preferem a dívida ao patrimônio líquido por causa do efeito negativo da emissão de novas ações na reação dos investidores (Weidemann, 2018). Em vista dessa hierarquia, as empresas tendem a acumular recursos financeiros no caixa (*cash holding*) em momentos de superávit para não perderem oportunidades de investimento em anos deficitários ou não depender de recursos externos (Myers, 1984). A Teoria Pecking Order, portanto, apresenta o *cash holding* como um ativo estratégico com influência positiva no preço

das ações, pois sinaliza aos investidores que a gestão tem controle das condições financeiras da firma no curto e no longo prazo (Myers & Majluf, 1984).

Sob a Teoria da Agência, o *cash holding* atende ao pressuposto de que os gestores preferem a flexibilidade financeira futura ao investimento atual, e, por isso, as firmas mantêm recursos financeiros no caixa para financiar projetos futuros e evitar a disciplina externa do mercado de capitais (Jensen, 1986). A lógica teórica da hipótese da flexibilidade financeira assume que os gestores preferem manter alto *cash holding* porque esperam que esse recurso seja avaliado positivamente pelo mercado de capitais como um instrumento para evitar a escassez de fundos para futuros projetos (Weidemann, 2018). Para atender o pressuposto da flexibilidade financeira, manter alto *cash holding* é uma situação esperada principalmente quando os investimentos e fluxos de caixa não são correlacionados ao longo do tempo, condição recorrente nas empresas com foco na ênfase da criação de valor (Josephson et al., 2016).

Diante dos estudos empíricos e dos argumentos teóricos apresentados, há evidências de que os investidores avaliam o nível de *cash holding* das firmas e a respectiva capacidade de equilibrar a manutenção dos investimentos atuais e futuros (Almeida et al., 2004). Entretanto, os retornos das ações podem ser díspares para as empresas com um alto *cash holding* (Gao, 2011), pois as implicações do dinheiro no desempenho da empresa são específicas para cada contexto estratégico (Deb et al., 2017). Portanto, além das necessidades de investimentos futuros, os problemas de agência determinam as decisões dos gestores quanto ao nível de *cash holding* (Dittmar et al., 2003).

A Teoria da Miopia Gerencial apresenta o argumento de que os gestores podem preferir construir uma folga financeira junto à adesão de práticas míopes como forma de enviar sinais ao mercado, permitindo que os gestores se isolem do escrutínio do mercado financeiro quanto ao risco de restrições financeiras futuras e da necessidade de financiamento externo (Stein, 1989). A literatura de marketing, contudo, ainda não apresentou evidências empíricas acerca dos efeitos da gestão míope dos investimentos de marketing considerando o *cash holding*, nos motivando a considerar esse *gap* para avaliar a influência da gestão míope de marketing no desempenho das ações considerando a ênfase da criação de valor. Para medir a folga financeira e incluí-la nessa análise, o *cash holding* deve ser representado apenas por recursos de caixa excedentes às obrigações já assumidas. Essa folga financeira gera flexibilidade nas decisões financeiras e pode ser alocada para futuros investimentos sem o risco de competir com a necessidade de caixa para cumprir as obrigações já assumidas pela firma (Faulkender & Wang, 2006).

Tabela 3. Pressupostos teóricos do *cash holding*

Baixo <i>cash holding</i>	Alto <i>cash holding</i>
Os recursos financeiros estão aplicados (eficiência)	Existem recursos ociosos
Sinaliza futuras restrições financeiras	Sinaliza folga financeira
Gera dependência financeira	Gera flexibilidade financeira
Sinaliza necessidade de financiamento externo	Sinaliza que não há dependência de financiamentos
Pode impor interrupção de investimentos	Permite a continuidade dos investimentos
A adaptação é mais engessada	Permite rápida adaptação diante de incertezas
Oferece riscos	Oferece segurança

Notas. Jensen (1986); Myers & Majluf (1984); Weidemann (2018).

3 *Framework* Teórico e Hipóteses

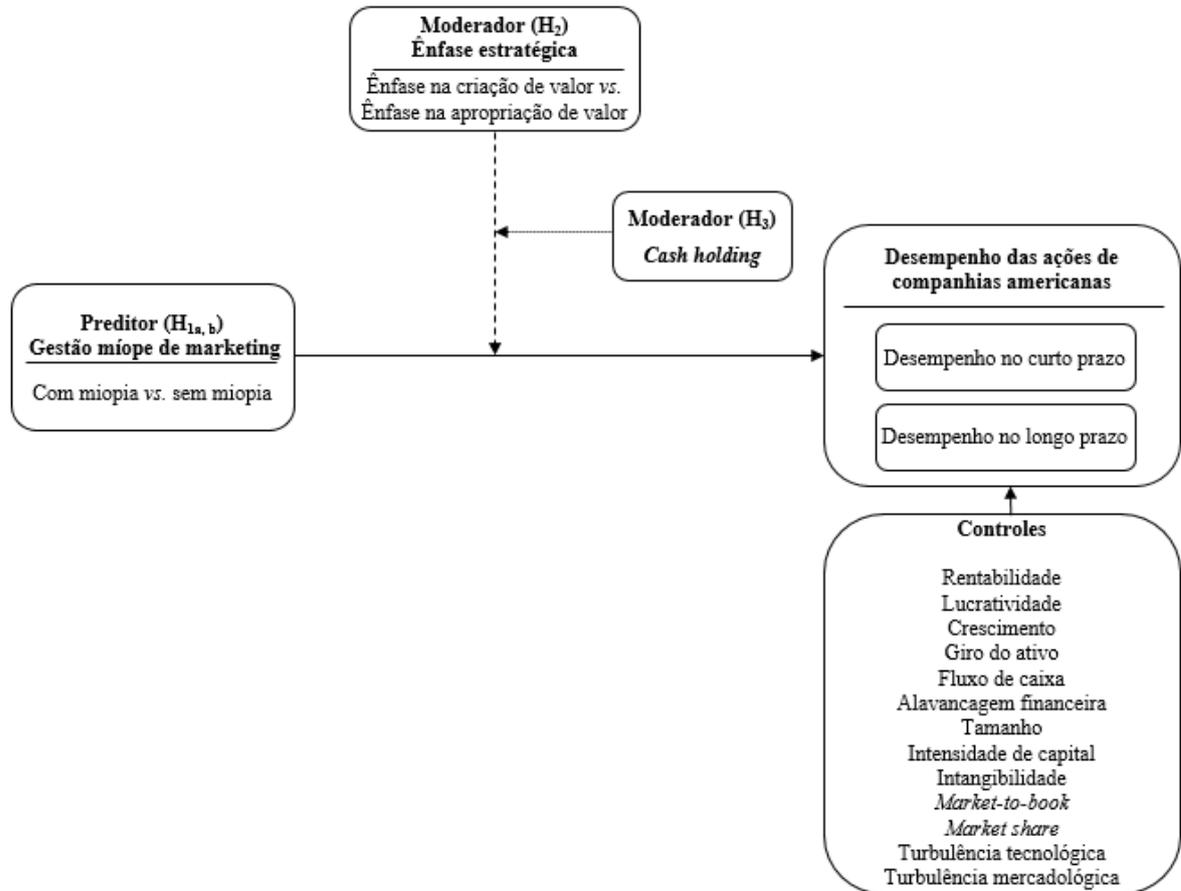
3.1 Modelo

O *framework* teórico (Figura 1) é baseado na premissa de que os gestores diminuem o volume dos investimentos de marketing para aumentar o lucro atual e gerar sobreavaliação nos preços das ações (Stein, 1989). Nesse *framework*, primeiro, nós propomos que o desempenho das ações no curto prazo quando há gestão míope de marketing não é diferente de quando não há gestão míope de marketing (H_{1a}). Contudo, nós propomos que o desempenho das ações no longo prazo quando há gestão míope de marketing é menor do que quando não há gestão míope de marketing (H_{1b}).

Em segundo lugar, nós propomos que há efeitos no desempenho das ações ocasionados pela interação entre a gestão míope de marketing e a ênfase estratégica. Nós esperamos que o desempenho das ações seja negativo em empresas míopes com ênfase na criação de valor (H₂). Nós propomos esse efeito no desempenho das ações no curto e no longo prazo.

Terceiro, propomos que existem efeitos no desempenho das ações ocasionados pela interação entre a gestão míope de marketing, a ênfase na criação de valor e o *cash holding*. Nós esperamos que o desempenho das ações seja positivo (*vs.* negativo) para empresas míopes com ênfase na criação de valor quando há alto (*vs.* baixo) *cash holding*. (H₃). Esperamos este efeito no desempenho das ações no curto e no longo prazo.

Figura 1. Framework teórico



Notas. A linha sólida representa o efeito direto. A linha tracejada representa o efeito moderado. A linha pontilhada representa o efeito duplamente moderado.

3.2 Hipóteses

Efeito da gestão míope de marketing no desempenho das ações. Nós propomos que o desempenho das ações no curto prazo das empresas míopes não é diferente das empresas não míopes. A Teoria da Gestão Míope de Marketing defende que as empresas diminuem investimentos de marketing para aumentar os resultados de curto prazo e, conseqüentemente, influenciar o preço das ações (Mizik, 2010). A lógica teórica é de que a diminuição dos investimentos não influencia a precificação das ações porque os investidores priorizam a apresentação de lucros no curto prazo (Stein, 1989). Considerando esta preferência, os investidores não diferenciam as empresas que mantêm ou que diminuem investimentos de marketing fazendo com que o desempenho das ações não seja diferente em empresas com e sem gestão míope de marketing (Chung & Low, 2017). A literatura demonstrou evidências empíricas de que a gestão míope de marketing não é percebida imediatamente pelos

investidores, pois não há desvalorização das ações no curto prazo para as empresas que a praticam (Mizik & Jacobson, 2007). Consequentemente:

H_{1a}: O desempenho das ações no curto prazo quando há gestão míope de marketing não é diferente de quando não há gestão míope de marketing.

Sugerimos que o desempenho das ações no longo prazo das empresas com gestão míope de marketing é menor comparado ao desempenho das empresas sem miopia (Chung & Low, 2017; Mizik, 2010). Este efeito é esperado porque os cortes míopes conflitam com a necessidade de investimentos contínuos ao longo do tempo para sustentar os ativos intangíveis de marketing (por exemplo, o patrimônio da marca e a fidelidade do cliente) (Srivastava et al., 1998). Quando esses ativos perdem capacidade de gerar valor à empresa em razão da falta de investimentos, os investidores identificam a miopia e corrigem (diminuem) os preços das ações (Currim et al., 2018; Stein, 1989). Entretanto, as empresas que mantêm os investimentos de marketing ao longo do tempo, sem gerenciar os resultados, geram maior desempenho das ações no longo prazo (Mizik, 2010). Isso ocorre porque os investimentos de marketing criam ativos intangíveis no longo prazo, quando então contribuem com a capacidade das firmas de gerar mais fluxos de caixa influenciando os investidores a atribuir maior preço às ações destas empresas (Rust et al., 2004).

As evidências empíricas indicaram que são necessários cerca de três anos para o mercado financeiro identificar plenamente as implicações da gestão míope de marketing e desvalorizar as ações das empresas que adotam essa forma de gerenciamento de resultados (Mizik & Jacobson, 2007; Saboo et al., 2016). Os estudos mostraram ainda que a desvalorização das ações das empresas míopes gera perdas no longo prazo superiores aos benefícios financeiros de curto prazo (Mizik, 2010). Consequentemente:

H_{1b}: O desempenho das ações no longo prazo quando há gestão míope de marketing é menor do que quando não há gestão míope de marketing.

Efeito moderador da ênfase na criação de valor na relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações. Nós propomos que a ênfase na criação de valor modera os efeitos da miopia gerencial diminuindo o desempenho das ações. A lógica teórica para o efeito se apoia no pressuposto de que a ênfase na criação de valor concentra atividades mais arriscadas, comparadas às atividades de apropriação de valor (Wang et al., 2020). Os riscos da

ênfase na criação de valor são altos porque envolvem o desenvolvimento de novas fontes de valor, muitas vezes com tamanho ineditismo, que não há histórico para comparação suscitando dúvidas da real capacidade desses projetos gerarem valor aos clientes, à empresa e aos investidores (Han et al., 2017). A ênfase na criação de valor também demanda altos volumes de recursos financeiros e representa um desafio para a gestão financeira (Hauser et al., 2006). Isso ocorre porque a captura dos benefícios da criação de valor depende diretamente de uma política de investimentos consistente e contínua ao longo do tempo cujos resultados, comumente, se realizam no longo prazo (Rubera & Kirca, 2012; Srivastava & Gnyawali, 2011). Portanto, a gestão míope de marketing é uma postura oposta ao comportamento gerencial esperado para as empresas com ênfase na criação de valor, pois reduz o suporte aos projetos de inovação, expandindo os riscos que já são comuns em projetos dessa natureza, e amplia a incerteza dos investidores quanto a capacidade da firma de gerar valor (Saboo et al., 2016).

Nesse estudo esperamos encontrar efeito moderador da ênfase da criação de valor na relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações no curto e no longo prazo. Há relatos na literatura de que os investidores têm capacidade de identificar e reagir à gestão míope de marketing no curto prazo quando essa prática ocorre associada com outras condições estratégicas arriscadas (Bendig et al., 2018). O efeito negativo no curto prazo é esperado porque quando uma empresa diminui os investimentos de marketing como consequência da adesão às práticas míopes, o receio dos investidores quanto aos riscos das atividades da ênfase da criação de valor é amplificado, gerando desvalorização das ações da empresa (Mizik & Jacobson, 2003). A literatura mostrou que as empresas com ênfase na criação de valor despertam atenção dos investidores e analistas de mercado quanto a gestão dos seus investimentos em virtude dos altos volumes de recursos financeiros envolvidos, dos riscos desses projetos e das oportunidades de ganhos no futuro (Jia, 2020). Por meio desta análise, o mercado financeiro tem capacidade de identificar a gestão míope de marketing logo que é praticada, ajustando para baixo os preços das ações no curto prazo após os cortes míopes (Bendig et al., 2018). Como se espera que os cortes nos investimentos diminuirão o potencial dos ativos intangíveis de marketing de gerar benefícios econômicos futuros (Chakravarty & Grewal, 2011), o desempenho das ações no longo prazo permanecerá negativo ao se concretizar tais resultados (Mizik & Jacobson, 2007). Consequentemente:

H₂: O desempenho das ações é negativo, no curto e no longo prazo, em empresas míopes com ênfase na criação de valor.

Efeito moderador da ênfase na criação de valor e do cash holding na relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações. Nós propomos que o desempenho das ações é positivo (vs. negativo), no curto e no longo prazo, para empresas míopes com ênfase na criação de valor, quando há alto (vs. baixo) *cash holding*. A lógica teórica para essa hipótese se sustenta no argumento da Teoria da Miopia Gerencial de que o alto *cash holding* pode diminuir as expectativas dos investidores quanto aos efeitos negativos das práticas de gestão míopes (Stein, 1989). A Teoria da Agência apresentou o pressuposto de que as firmas praticam o *cash holding* para evitar a escassez de recursos e se proteger de eventos inesperados e, assim, assegurar a continuidade dos investimentos (Jensen, 1986). Sob a perspectiva da Teoria Pecking Order, há o pressuposto de que as firmas mantêm *cash holding* para evitar que a continuidade dos investimentos dependa de financiamento externo (Myers & Majluf, 1984). Considerando esses pressupostos teóricos, a presença de alto *cash holding* em uma firma gera capacidade de flexibilização das políticas financeiras e precaução contra eventos inesperados (Almeida et al., 2004). Essa flexibilidade financeira é apresentada nos estudos de marketing como uma condição que permite realizar novos investimentos estratégicos no futuro com baixo custo financeiro (Wang & Lou, 2020).

As empresas com ênfase na criação de valor incorrem em maiores custos de acesso a recursos externos por causa dos altos riscos dos seus investimentos (Levitas & McFadyen, 2009). Quando essas firmas mantêm alto *cash holding*, evitam o financiamento externo e seus custos, oferecem precaução contra as incertezas relacionados à continuidade dos investimentos de longo prazo (Dittmar et al., 2003) e ficam aptas para rápidas aquisições de recursos e oportunidades de investimentos, gerando vantagens competitivas frente aos concorrentes (Chen & Chuang, 2009; Jain, Li & Shao, 2013). Alto volume de *cash holding* em firmas com ênfase na criação de valor permite, portanto, apoio às políticas corporativas de investimentos (Mikkelsen & Partch, 2003), ampliação do poder discricionário da gestão (Jensen, 1986) e minimiza os custos e riscos financeiros (Gao, 2011; Tong, 2010).

Sugerimos que as firmas com ênfase na criação de valor que realizam cortes míopes de investimentos podem suportar um desempenho financeiro positivo no longo prazo (Saboo et al., 2016) quando há alto *cash holding* porque conseguem subsidiar uma rápida adaptação frente às novas oportunidades de investimentos e das mudanças ambientais (Deb et al., 2017). O mercado financeiro pode compreender que o alto *cash holding* pode conferir tamanha flexibilidade às empresas com ênfase na criação de valor que pode compensar os efeitos negativos dos atuais subinvestimentos de marketing da gestão míope (Garel, 2017). Assim, os investidores podem ter menos receio dos riscos das firmas que enfatizam a criação de valor

(Wang et al., 2020), e que praticam gestão míope de marketing, quando há sinalização de garantias por meio do *cash holding*.

O baixo *cash holding*, por sua vez, é uma condição que pode ampliar o receio dos investidores perante empresas com ênfase na criação de valor (Breuer et al., 2016). A lógica teórica para esse efeito negativo é que o baixo *cash holding* pode sinalizar ao mercado uma possível restrição financeira (Weidemann, 2018), sendo mais uma condição adversa, além das consequências da gestão míope de marketing que podem prejudicar o desempenho futuro da empresa (Chakravarty & Grewal, 2011).

Os gestores são mais propensos a repetir e ampliar a redução de investimentos nos próximos períodos quando há restrições financeiras (Jensen, 1986) e podem ter que adotar outras medidas para melhorar temporariamente o desempenho da firma no curto prazo, abandonando investimentos cujos resultados ocorreriam no longo prazo (Wang & Lou, 2020). Essas medidas podem gerar interrupção ou desaceleração de projetos de criação de valor que estavam em andamento, perdendo a capacidade original de gerar futuros benefícios econômicos (Deb et al., 2017). Evidências empíricas mostraram que restrições financeiras atuais diminuem os investimentos futuros e as receitas subsequentes (Mishra & Ewing, 2020). Com isso, espera-se que os riscos associados à gestão míope de marketing e ao baixo *cash holding* podem gerar reações negativas na avaliação feita pelo mercado financeiro em empresas com ênfase na criação de valor.

Esperamos que o efeito positivo (*vs.* negativo) da interação entre a gestão míope de marketing, ênfase na criação de valor e o alto (*vs.* baixo) *cash holding* ocorre no curto prazo e permanece no longo prazo. Este efeito é possível no curto prazo porque o nível de *cash holding* ajuda os investidores a decidir as taxas de desconto dos futuros fluxos de caixa para avaliar a empresa no curto prazo (Palazzo, 2012) e minimiza a assimetria de informações entre as firmas e o mercado de capitais (Dittmar et al., 2003). Sugerimos a continuidade do mesmo efeito no longo prazo porque as evidências empíricas mostram que as empresas com alto *cash holding* superam operacionalmente no longo prazo os concorrentes com baixo *cash holding* (Gao, 2011). Consequentemente:

H₃: *O desempenho das ações é positivo (vs. negativo), no curto e no longo prazo, para empresas míopes com ênfase na criação de valor, quando há alto (vs. baixo) cash holding.*

4 Estudo

4.1 Coleta de dados

Os dados coletados neste trabalho são de empresas americanas no período de 2004, período em que houve amplas discussões sobre as novas normas internacionais de padronização das informações financeiras apresentadas nas demonstrações contábeis, até 2018 (dados longitudinais de 15 anos). Três bases de dados foram unificadas, sendo os dados contábeis anuais buscados na Compustat, os preços mensais das ações com valores ajustados por proventos extraídos do banco de dados da *University of Chicago's Center for Research in Security Prices* (CRSP) e os dados dos portfólios para calcular os retornos anormais das ações (mensais) coletados no *Kenneth French Data Library*.

O levantamento realizado obteve dados de 5.565 firmas. Para formar a amostra deste estudo, excluímos as firmas de setores altamente regulados (códigos SIC: 4900 a 4999 e 6000 a 6599) para garantir que as políticas corporativas não sejam orientadas por requisitos regulatórios (Chung & Low, 2017). Para garantir a comparabilidade dos dados dos retornos anuais, consideramos apenas empresas cujo ano fiscal termina em dezembro (Mizik 2010). Por fim, excluímos as observações ano-empresa quando estavam ausentes dados relativos às nossas principais variáveis (Bendig et al., 2018). Após essas exclusões, os dados, que são desbalanceados, permitiram construir um painel de séries temporais com 4.781 observações de firmas-ano distribuídas entre 825 firmas.

4.2 Mensurações

4.2.1 *Gestão míope de marketing*

Utilizamos os mesmos métodos aplicados na literatura de marketing para mensurar a gestão míope de marketing (Bendig et al., 2018; Chung & Low, 2017; Currim et al., 2018; Saboo et al., 2016; Srinivasan & Ramani, 2019). O método considera a probabilidade de as empresas praticarem gestão míope em investimentos de marketing quando apresentam rentabilidade (*return on assets*) maior do que o normal, mas, níveis menores do que o normal para a intensidade de marketing e para a intensidade de P&D ao mesmo tempo (Mizik 2010; Mizik & Jacobson, 2007). O *return on assets* (ROA) é o índice de rentabilidade do ativo construído pela razão entre resultado operacional e o ativo total e é utilizado para medir o

resultado das firmas. A intensidade de marketing mede os investimentos de marketing cuja *proxy* utiliza o valor das despesas com vendas, despesas gerais e despesas administrativas do período diminuído das despesas de P&D, dividido pelo ativo total. A intensidade de P&D mede os investimentos em P&D e é medido pelo valor das despesas de P&D dividido pelo ativo total (Bendig et al., 2018; Chung & Low, 2017). O motivo para considerar também a intensidade de P&D para medir a gestão míope de marketing se fundamenta no fato de que as empresas podem diminuir investimentos de marketing para realocar recursos para outras atividades, como P&D e, neste caso, não se configura uma postura de miopia. Quando as empresas diminuem investimentos tanto em marketing quanto em P&D, há maiores chances de estarem agindo miopicamente (Mizik 2010).

Com base em Mizik (2010), utilizamos modelos econométricos autorregressivos de dados em painel com efeitos fixos para identificar as alterações inesperadas em ROA e nas intensidades de marketing e de P&D. Os modelos são demonstrados nas equações 1, 2 e 3:

$$ROA_{it} = \alpha_{ROA,i} + \emptyset_{ROA} * ROA_{it-1} + \sum_{t=1}^T \delta_t * Ano(t) + \sum \lambda_{sic} * Setor(SIC)_i + \varepsilon_{ROA,it} \quad (1)$$

$$MKTG_{it} = \alpha_{MKTG,i} + \emptyset_{MKTG} * MKTG_{it-1} + \sum_{t=1}^T \delta_t * Ano(t) + \sum \lambda_{sic} * Setor(SIC)_i + \varepsilon_{MKTG,it} \quad (2)$$

$$P\&D_{it} = \alpha_{P\&D,i} + \emptyset_{P\&D} * P\&D_{it-1} + \sum_{t=1}^T \delta_t * Ano(t) + \sum \lambda_{sic} * Setor(SIC)_i + \varepsilon_{P\&D,it} \quad (3)$$

Nas equações 1, 2 e 3, ROA_{it} , $MKTG_{it}$ e $P\&D_{it}$ são a rentabilidade, a intensidade de marketing e a intensidade de P&D, respectivamente, para cada empresa i em cada período t . ROA_{it-1} , $MKTG_{it-1}$ e $P\&D_{it-1}$ são os seus valores defasados em um ano. A variável $Ano(t)$ é um conjunto de variáveis *dummies* as quais representam os anos de 2004 até 2018 para controlar efeitos específicos de cada ano da série temporal. $Setor(SIC)_i$ é um conjunto de variáveis *dummies* dos setores para controlar efeitos intrínsecos de cada setor de atuação das empresas

da amostra. Os interceptos específicos são $\alpha_{ROA,i}$, $\alpha_{MKTG,i}$ e $\alpha_{P\&D,i}$ e os estimadores da persistência para cada construto são \varnothing_{ROA} , \varnothing_{MKTG} e $\varnothing_{P\&D}$.

A endogeneidade normalmente está presente na análise de dados em painel aplicados à modelos de previsão autorregressivos (Mizik & Jacobson, 2007). Nós utilizamos a abordagem de Anderson & Hsiao (1982) para corrigir a endogeneidade. Aplicamos valores defasados ($t-2$ e $t-3$) em cada série para criar variáveis instrumentais defasadas na primeira diferença de cada série ($t-1$). Com isso, a correlação do primeiro termo de erro diferenciado pode ser controlada para permitir uma estimativa consistente dos parâmetros de persistência (Bendig et al., 2018; Mizik, 2010; Saboo et al. 2016). As variáveis instrumentais se mostraram robustas e aptas para serem aplicadas nos modelos de previsão, pois apresentaram $p < 0,01$.

Os erros de previsão dos modelos propostos permitem identificar os valores inesperados do ROA, da intensidade de marketing e da intensidade de P&D ao mensurar os desvios dos dados reais em relação às estimativas em cada período, representado por $\varepsilon_{ROA,it} = (ROA_{it} - \widehat{ROA}_{it|it-1})$, $\varepsilon_{MKTG,it} = (MKTG_{it} - \widehat{MKTG}_{it|it-1})$ e $\varepsilon_{P\&D,it} = (P\&D_{it} - \widehat{P\&D}_{it|it-1})$ (Currim et al., 2018; Mizik & Jacobson, 2007). A combinação das diferenças encontradas por meio dos modelos de previsão do ROA, da intensidade de marketing e da intensidade de P&D permitiu classificar as empresas em oito grupos, conforme demonstrado na Tabela 4:

Tabela 4. Classificação das empresas pela combinação das alterações inesperadas em ROA, intensidade de marketing e intensidade de P&D

Número do grupo	Categoria	ROA	MKTG	P&D
1	Míope	$\varepsilon_{ROA,it} > 0$	$\varepsilon_{MKTG,it} < 0$	$\varepsilon_{P\&D,it} < 0$
2	Não-míope	$\varepsilon_{ROA,it} > 0$	$\varepsilon_{MKTG,it} \geq 0$	$\varepsilon_{P\&D,it} < 0$
3	Não-míope	$\varepsilon_{ROA,it} > 0$	$\varepsilon_{MKTG,it} < 0$	$\varepsilon_{P\&D,it} \geq 0$
4	Não-míope	$\varepsilon_{ROA,it} > 0$	$\varepsilon_{MKTG,it} \geq 0$	$\varepsilon_{P\&D,it} \geq 0$
5	Não-míope	$\varepsilon_{ROA,it} \leq 0$	$\varepsilon_{MKTG,it} < 0$	$\varepsilon_{P\&D,it} < 0$
6	Não-míope	$\varepsilon_{ROA,it} \leq 0$	$\varepsilon_{MKTG,it} \geq 0$	$\varepsilon_{P\&D,it} < 0$
7	Não-míope	$\varepsilon_{ROA,it} \leq 0$	$\varepsilon_{MKTG,it} < 0$	$\varepsilon_{P\&D,it} \geq 0$
8	Não-míope	$\varepsilon_{ROA,it} \leq 0$	$\varepsilon_{MKTG,it} \geq 0$	$\varepsilon_{P\&D,it} \geq 0$

Nota. Bendig et al. (2018)

Seguindo os mesmos procedimentos de Bendig et al. (2018), classificamos as empresas do Grupo 1 como míopes, pois apresentam aumentos inesperados na rentabilidade e reduções inesperadas nos investimentos de marketing e P&D. Nós utilizamos uma variável *dummy* ($Miopia_{it}$) atribuindo 1 se a empresa i no ano t for categorizada no grupo 1 e 0 se a empresa se enquadrar em alguma das demais categorias listadas na Tabela 4.

4.2.2 Ênfase estratégica

A ênfase estratégica relativa é uma variável contínua calculada pela diferença entre despesas de P&D e despesas de publicidade ponderada pelas receitas de vendas da empresa (EE_{it}). Quanto maior o valor, mais a empresa enfatiza os investimentos em P&D. Ao priorizar investimentos em P&D, uma empresa tende às atividades de criação de valor, ou seja, atividades de inovação. Quanto menor o valor da medida de ênfase estratégica, mais a firma prioriza investimentos em publicidade (Wang et al., 2020). As empresas que priorizam investimentos em publicidade tendem às atividades de apropriação de valor (Swaminathan et al., 2008).

Alternativamente, construímos a variável da ênfase estratégica por meio da diferença entre despesas de P&D e despesas de publicidade ponderada pelos ativos totais (Mizik & Jacobson, 2003). Os resultados dos testes com essa variável não suportaram as hipóteses. Portanto, neste estudo optamos por utilizar a variável da ênfase estratégica que é mensurada utilizando a ponderação pelas receitas de vendas cujo procedimento é proposto por estudos recentes como de Sung et al. (2019) e Wang et al. (2020).

4.2.3 Cash holding

O *cash holding* (CH_{it}) representa os ativos de caixa e equivalentes de caixa que representam recursos altamente líquidos em uma firma. Não há consenso na literatura sobre a melhor medida para o *cash holding*, visto que os modelos diferem em seu escopo analítico e os fundamentos teóricos da manutenção de caixa podem ser investigados por numerosas *proxies* que variam em suas implicações econômicas (Weidemann, 2018).

Diante das diversas possibilidades de medir o *cash holding*, nós sugerimos uma nova *proxy* para o *cash holding* considerando conjuntamente o pressuposto da flexibilidade financeira (Jensen, 1986) e os fundamentos da Teoria Pecking Order (Myers & Majluf, 1984) aplicáveis ao contexto dos investimentos de marketing. A hipótese de flexibilidade financeira fundamenta o *cash holding* com o objetivo de acumular dinheiro para se proteger de eventos inesperados e permitir continuidade dos investimentos nos períodos seguintes (Weidemann, 2018). Para isso é necessária uma medida que identifique os recursos excedentes aos recursos que já estão comprometidos com as obrigações assumidas pela firma no curto prazo. Os recursos de caixa excedentes às obrigações mostram se a empresa apresenta amplitude na folga financeira para fazer novos investimentos sem demandar novos financiamentos (Faulkender & Wang, 2006), atendendo também à questão central da Teoria Pecking Order.

Para calcular o excedente de recursos financeiros, utilizamos o índice de liquidez imediata, construído pela ponderação entre os recursos de caixa e equivalentes de caixa pelo valor dos passivos de curto prazo. Nós justificamos que essa *proxy* permite relatar o volume de recursos financeiros frente às obrigações assumidas pelas firmas no curto prazo para identificar a amplitude dos recursos excedentes que podem ser destinados a novos investimentos sem a necessidade de recorrer a novos financiamentos ou emissão de ações, conferindo flexibilidade financeira para gerenciar os investimentos de marketing ou demais atividades. Desta forma, o alto *cash holding* representa que a firma possui recursos financeiros líquidos suficientes para quitar todas as obrigações assumidas no curto prazo e ainda ter excedentes que podem ser utilizados em novos projetos de investimentos. O baixo *cash holding*, por sua vez, indica que os recursos financeiros líquidos das firmas são compatíveis com as obrigações assumidas no curto prazo, sinalizando que não há recursos financeiros excedentes.

Para fazer testes adicionais, utilizamos o índice de liquidez corrente, construído por meio da divisão do ativo circulante pelo passivo circulante. Utilizamos ainda a *proxy* construída pela ponderação do caixa e equivalentes de caixa pelas receitas líquidas de vendas, por ser uma das medidas utilizadas na literatura de finanças (Dittmar et al., 2003).

4.2.4 Desempenho das ações

O desempenho das ações foi medido pelo *compounded abnormal stock returns* (CAR_{it}) que representa o retorno anormal das ações (Mizik & Jacobson, 2007) obtido com o modelo de três fatores de Fama e French (1996) adicionado com o fator de risco momento de mercado proposto por Jegadeesh e Titman (1993). Esse procedimento já foi testado e confirmado por Carhart (1997) e utilizado em pesquisas que investigaram a gestão míope de marketing, como Bendig et al. (2018), Currim et al. (2018) e Mizik (2010). Medimos o desempenho das ações com dados mensais para capturar a variabilidade dos preços das ações ao longo da série temporal considerada neste estudo. Para determinar a medida do desempenho das ações, executamos as regressões individualmente por firma permitindo que o modelo fosse estimado para cada firma da amostra separadamente. A equação 4 representa o cálculo do retorno anormal das ações da empresa i no mês m :

$$(Ret_{im} - Ret_{risk\ free,m}) = \alpha_i + \widehat{\beta}_i(Ret_{market,m} - Ret_{risk\ free,m}) + \widehat{s}_i(SMB_m) + \widehat{h}_i(HML_m) + \widehat{m}_i(MOM_m) + \varepsilon_{im} \quad (4)$$

Onde:

$Ret_{im} - Ret_{risk\ free,m}$ é o retorno bruto mensal das ações das empresas menos o retorno livre de risco, $Ret_{market,m} - Ret_{risk\ free,m}$ é o prêmio de mercado, SMB_m é a diferença entre o retorno de um portfólio ponderado pelo baixo valor de mercado de ações e o retorno de um portfólio ponderado pelo alto valor de mercado de ações, HML_m é a diferença entre o retorno de um portfólio ponderado pelo valor de ações com alto *book-to-market* e o retorno de um portfólio ponderado pelo valor de ações com baixos *book-to-market* e o MOM_m é o fator de risco momento (obtido pela diferença entre a média ponderada pelo valor de cada ação dos retornos mensais de todas as ações da amostra e a taxa livre de risco).

Os coeficientes $\hat{\beta}_i$, \hat{s}_i , \hat{h}_i e \hat{m}_i são obtidos pela estimativa do modelo de três fatores de Fama e French (1996) e o fator de risco momento de Jegadeesh e Titman (1993) para cada firma i . Assim, os retornos esperados são encontrados por meio da equação 5:

$$(eRet_{im}) = \hat{\beta}_i(Ret_{market,m} - Ret_{risk\ free,m}) + \hat{s}_i(SMB_m) + \hat{h}_i(HML_m) + \hat{m}_i(MOM_m) + \varepsilon_{im} \quad (5)$$

Onde:

$eRet_{im}$ é o retorno mensal esperado.

Posteriormente, os retornos anormais mensais (diferença dos retornos esperados e dos retornos ocorridos) foram transformados em retornos anormais anuais acumulados (medida do desempenho das ações) para que esses dados fossem compatíveis com os dados financeiros. Realizamos essa transformação por meio do logaritmo do produto obtido pela multiplicação dos índices mensais de cada ano, conforme indicado na equação 6:

$$CAR_{it} = \log \prod_{m=1}^{12} [1 + Ret_{im} - eRet_{im}] \quad (6)$$

Onde:

CAR_{it} é o retorno acumulado da ação da empresa i no ano t .

Para calcular o retorno anual, nós consideramos os dados dos retornos mensais a partir do quarto mês no ano fiscal t e consideramos o encerramento anual no terceiro mês do ano fiscal $t + 1$ (Chung & Low, 2017). Essa condição é necessária visto que a publicação dos relatórios financeiros anuais ocorre, em média, até o mês de março do ano seguinte ao ano base das demonstrações.

Como medida de checagem, utilizamos a abordagem de riscos que variam no tempo (Daniel & Titman, 1997) para calcular *buy-and-hold abnormal stock return* (BHAR_{it}), conforme demonstrado na equação 7.

$$BHAR_{it} = Ret_{it} - eRet_{it} - \varepsilon_{it} \quad (7)$$

ε_{it} é o erro da estimação do seguinte modelo:

$$Ret_{it} = \sum_{t=1}^T \alpha_{1t} * Ano_t + \sum_{t=1}^T \alpha_{2t} * \log(MV_{it-1}) * Ano_t + \sum_{t=1}^T \alpha_{3t} * \log(BMV_{it-1}) * Ano_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Onde:

Ano_t é uma variável *dummy* igual a 1 se o ano é o ano t e 0 se for outro, $\log(MV_{it-1})$ e $\log(BMV_{it-1})$ são, respectivamente, as características do risco do tamanho da firma (modelado pela defasagem do valor de mercado da firma) e o *book-to-market equity* (modelado pela defasagem do valor do patrimônio contábil ponderado pelo valor de mercado da firma), cujos efeitos variam no tempo.

A principal diferença entre o modelo CAR e o modelo BHAR é que o fator da característica de risco no CAR varia entre as firmas, mas é estável ao longo do tempo, ao passo que no BHAR o risco varia ao longo do tempo (Mizik, 2010).

4.2.5 Variáveis de controle

Para controlar o risco ao nível de empresa, incluímos variáveis que medem a rentabilidade, a lucratividade, o crescimento, o giro do ativo, o fluxo de caixa, a alavancagem financeira, o tamanho da empresa, a intensidade de capital, a intangibilidade, o *market-to-book* (defasado) e o *market share*. A variável de rentabilidade controla os efeitos do resultado da atividade essencialmente operacional, enquanto a variável de lucratividade controla os efeitos do resultado contábil (lucro ou prejuízo), considerando, além dos resultados operacionais, os outros resultados operacionais e os resultados financeiros. A variável do crescimento controla os efeitos da expansão (redução) do patrimônio contábil das firmas. A variável giro do ativo controla os efeitos da capacidade das firmas de converter seus ativos (patrimônio) em receitas de vendas. A variável de alavancagem controla os efeitos do nível de endividamento das firmas.

A variável tamanho da empresa controla os efeitos específicos que podem existir no desempenho das ações por causa da variabilidade no tamanho das empresas que compõem a amostra de estudo. A variável intensidade de capital controla os efeitos dos custos que as firmas incorreram para financiar o seu capital. A variável de intangibilidade controla os efeitos do nível de participação dos ativos intangíveis no patrimônio total das firmas. A variável defasada do *market-to-book* controla os efeitos da valorização da empresa pelo mercado financeiro frente ao patrimônio contábil no ano anterior em relação ao respectivo período considerado na análise. A variável *market share* controla os efeitos do nível de participação de uma firma no mercado em termos das vendas indicando quanto o mercado de produtos pode ser controlado por essa firma.

Para controlar o risco ao nível de setor, incluímos variáveis que medem a turbulência tecnológica e a turbulência mercadológica. As variáveis turbulência tecnológica e turbulência mercadológica controlam os efeitos do nível de imprevisibilidade das mudanças no mercado, respectivamente, de ordem tecnológica (inovativa) ou das preferências dos clientes, que afetam o planejamento estratégico das firmas.

Todas as variáveis contínuas, incluindo a variável dependente e as variáveis independentes, moderadoras e de controle, passaram pelo procedimento de *winsorização* ao nível de 2,5% para evitar problemas gerados por *outliers* (Mizik, 2010). A Tabela 5 apresenta a definição, a fonte e o método de mensuração das variáveis utilizadas neste trabalho.

Tabela 5. Operacionalização das variáveis e definição conceitual

Variáveis	Definição	Dados	Referências
<i>Compounded Abnormal Stock Returns</i> (CAR)	Modelo de três fatores de Fama e French (1996) adicionado com o fator de risco momento proposto por Jegadeesh e Titman (1993)	CRSP e Kenneth French Data Library	Bendig et al. (2018); Carhart (1997); Currim et al. (2018); Fama e French (1996); Mizik (2010)
<i>Buy-and-Hold Abnormal Stock Return</i> (BHAR)	Modelo de Daniel e Titman (1997)	CRSP e Compustat	Daniel e Titman (1997); Mizik (2010)
<i>Returno on assets</i> (ROA)	Razão entre o resultado operacional antes da depreciação e o ativo total.	Compustat	Bendig et al. (2018); Chung e Low (2017); Currim et al. (2018); Mizik (2010); Mizik e Jacobson (2007)
Intensidade de marketing	Razão das despesas de vendas, gerais e administrativas diminuídas das despesas de P&D pelo ativo total.	Compustat	Bendig et al. (2018); Chung e Low (2017); Currim et al. (2018); Mizik (2010); Mizik e Jacobson (2007)
Intensidade de P&D	Razão entre as despesas de P&D e o ativo total	Compustat	Bendig et al. (2018); Chung e Low (2017), Currim et al. (2018); Mizik (2010); Mizik e Jacobson (2007)
Miopia	Variável <i>dummy</i> igual a 1 para as firmas-ano com gestão míope de marketing e 0 se não for míope.	Desvios dos modelos de estimação do ROA, da intensidade de marketing e intensidade de P&D	Bendig et al. (2018); Chung e Low (2017); Currim et al. (2018); Mizik (2010); Mizik e Jacobson (2007)
Ênfase estratégica	Diferença das despesas de P&D e despesas de publicidade dividida pela receita de vendas	Compustat	Mizik e Jacobson (2003); Saboo et al. (2016); SUNG ET AL. (2019); WANG ET AL. (2020)
<i>Cash holding</i> (a)	Liquidez imediata calculada pela razão do caixa e equivalentes de caixa pelos passivos circulantes	Compustat	Aplicada nesta tese
<i>Cash holding</i> (b)	Liquidez corrente calculadas pela razão dos ativos circulantes pelos passivos circulantes	Compustat	Aplicada nesta tese
<i>Cash holding</i> (c)	Razão do caixa e equivalentes de caixa pelas receitas de vendas	Compustat	Dittmar et al. (2003)
Lucratividade	Razão do lucro líquido pelas receitas de vendas	Compustat	Bendig et al. (2018); Saboo et al. (2016)
Crescimento	Varição percentual do total dos ativos (t) em relação ao ano anterior ($t-1$)	Compustat	Chung e Low (2017); Srinivasan e Ramani (2019)
Giro do ativo	Razão entre a receita líquida e o ativo total	Compustat	Bendig et al. (2018)
Fluxo de caixa	Logaritmo do fluxo de caixa operacional	Compustat	Boo e Kim (2020); Chung e Low (2017); Wies et al. (2019)
Alavancagem	Passivos divididos pelo ativo total	Compustat	Chung e Low (2017); Wies et al. (2019)

Tamanho	Logaritmo do ativo total	Compustat	Chung e Low (2017); Fine et al. (2017); Srinivasan e Ramani (2019)
Intensidade de capital	Razão entre o custo de capital e o ativo total	Compustat	Kim e McAlister (2011)
Intangibilidade	Razão entre os ativos intangíveis e o ativo total	Compustat	Mishra e Ewing (2020)
<i>Market-to-book</i>	Logaritmo do valor de mercado das firmas dividido pelo valor do patrimônio contábil. Utilizamos o índice defasado em um ano.	Compustat	Currim et al. (2018); Wang et al. (2020)
<i>Market share</i>	Razão entre as receitas de vendas e as receitas de vendas das demais empresas no mesmo setor (quatro dígitos do SIC)	Compustat	Wies et al. (2019)
Turbulência tecnológica	Razão entre as despesas de P&D e as receitas de vendas ponderadas pelo setor.	Compustat	Bendig et al. (2018); Saboo et al. (2016)
Turbulência de mercado	Razão entre as despesas de vendas, gerais e administrativas pelas receitas de vendas ponderadas pelo setor.	Compustat	Bendig et al. (2018); Saboo et al. (2016)

4.3 Equações das regressões com dados em painel

Para testar as hipóteses do modelo teórico foi necessário realizar testes por meio de regressões com dados em painel, permitindo analisar o desempenho das ações em cada ano t a partir da interação da miopia com a ênfase estratégica e o *cash holding*. Essas regressões foram realizadas com efeitos fixos seguindo os mesmos procedimentos aplicados em pesquisas anteriores (Bendig et al., 2018; Mizik, 2010; Mizik & Jacobson, 2007; Saboo et al., 2016). Utilizamos o modelo proposto na Equação 9 para testar o efeito da moderação da ênfase estratégica e o *cash holding* na relação entre gestão míope de marketing e desempenho das ações:

$$CAR_{it+k|t} = \psi_{0,k} + \psi_{1,k}Miopia_{it} + \psi_{2,k}EE_{it} + \psi_{3,k}CH_{it} + \psi_{4,k}Miopia_{it} * EE_{it} + \psi_{5,k}Miopia_{it} * CH_{it} + \psi_{6,k}EE_{it} * CH_{it} + \psi_{7,k}Miopia_{it} * EE_{it} * CH_{it} + \psi \text{ Controles} + \eta_{it+k|t} \quad (9)$$

Onde:

$CAR_{it+k|t}$ é o retorno anormal das ações acumulado do período k para a empresa i para os períodos $k = 0$ a 4 após o ano t . $Miopia_{it}$ é mensurada por meio de variável *dummy* que assume o valor de 1 (Grupo 1), se a empresa i no ano t foi categorizada como míope ou assume o valor de 0 (demais grupos), caso a empresa foi classificada como não míope. EE_{it} é a variável contínua que representa a ênfase estratégica para a empresa i no ano t . CH_{it} é a variável contínua que representa o *cash holding* para a empresa i no ano t .

Consideramos neste estudo que o desempenho acumulado das ações do curto prazo é representado em $t0$ e $t+1$ em relação ao ano de ocorrência dos cortes míopes (respectivamente, CAR_{it} e CAR_{it+1}) porque as normas contábeis definem curto prazo como o período do exercício atual até o fim do próximo exercício. Consequentemente, consideramos que o retorno acumulado das ações $t+2$, $t+3$ e $t+4$ (respectivamente, CAR_{it+2} , CAR_{it+3} e CAR_{it+4}) são desempenhos de longo prazo.

Os dados da amostra da pesquisa estão alocados em um painel curto ($N > T$) e podem conter problemas de heterocedasticidade e autocorrelação serial. Para superar esses problemas, os modelos econométricos contemplam erros padrão clusterizados por firma (Hanssens, Parsons & Schultz, 2003). Adicionalmente, variáveis *dummies* dos anos foram inseridas para controlar a influência de tendências agregadas de séries temporais.

4.3.1 Controle da endogeneidade

Os modelos de estimação do desempenho das ações incluem efeitos fixos para capturar características das empresas que não são observadas, que são invariantes no tempo e que podem se correlacionar com as variáveis independentes. Estes efeitos fixos minimizam o risco de endogeneidade no modelo de estimação (Bendig et al., 2018).

Aplicamos também o modelo de correção de Heckman (1978) em duas etapas para controlar uma possível endogeneidade, conforme sugerido por Saboo et al., (2016) e Bendig et al. (2018). A primeira etapa foi dedicada a estimar uma regressão probit com fatores exógenos associados com a presença de gestão míope de marketing. Usamos antecedentes ao nível da empresa (crescimento da firma, giro do ativo, fluxo de caixa, alavancagem financeira, tamanho da firma, ROA, lucratividade, intensidade de capital, intangibilidade, *market-to-book* e *market share*), bem como antecedentes ao nível da indústria (turbulência de mercado e tecnológica) para prever a presença da gestão míope de marketing ($Miopia_{it}$) (resultados demonstrados no Apêndice A). A segunda etapa usou as estimativas probit para calcular a razão inversa de Mills (Hamilton & Nickerson, 2003) e construir o termo de correção ($Termo_{it}$) que foi incluído como um controle na equação 9 para corrigir o modelo final para o potencial endógeno da miopia.

4.4 Resultados

A Tabela 6 mostra as estatísticas descritivas da nossa amostra e a matriz de correlação correspondente.

Tabela 6. Matriz de correlação e estatística descritiva

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) CAR	1										
(2) BHAR	0,888***	1									
(3) ROA	0,178***	0,148***	1								
(4) Intensidade marketing	0,014	0,005	-0,261***	1							
(5) Intensidade P&D	0,006	0,011	-0,494***	0,354***	1						
(6) Miopia	-0,001	-0,045**	0,068***	-0,100***	-0,075***	1					
(7) Ênfase estratégica	0,024	-0,017	-0,543***	0,101***	0,766***	-0,065***	1				
(8) Cash holding (a)	0,021	0,004	-0,177***	-0,018	0,310***	-0,056***	0,407***	1			
(9) Cash holding (b)	0,014	-0,003	-0,130***	0,007	0,265***	-0,060***	0,347***	0,921***	1		
(10) Cash holding (c)	-0,015	-0,013	-0,392***	-0,024	0,295***	-0,042**	0,558***	0,674***	0,552***	1	
(11) Crescimento	0,151***	0,144***	0,167***	-0,153***	-0,031*	0,016	-0,010	0,056***	0,034*	0,059***	1
(12) Giro do ativo	0,066***	0,052***	0,169***	0,502***	-0,061***	-0,037*	-0,209***	-0,265***	-0,179***	-0,343***	-0,141***
(13) Fluxos de caixa	0,021	0,035*	0,303***	-0,416***	-0,232***	0,103***	-0,164***	-0,153***	-0,205***	-0,154***	0,066***
(14) Alavancagem	-0,035*	-0,023	-0,158***	-0,383***	-0,343***	0,079***	-0,236***	-0,293***	-0,303***	-0,221***	0,078***
(15) Tamanho	-0,039**	0,045**	0,382***	-0,550***	-0,364***	0,114***	-0,272***	-0,223***	-0,251***	-0,209***	0,167***
(16) Lucratividade	0,167***	0,139***	0,614***	-0,117***	-0,238***	0,053***	-0,436***	-0,139***	-0,095***	-0,474***	0,196***
(17) Intensidade capital	-0,075***	-0,062***	0,139***	-0,205***	-0,199***	0,049***	-0,172***	-0,115***	-0,182***	-0,065***	0,136***
(18) Intangibilidade	0,062***	0,044**	0,142***	0,031*	-0,027	-0,026	-0,039**	-0,193***	-0,170***	-0,178***	0,113***
(19) Market-to-book	0,026	0,029*	0,163***	-0,112***	0,074***	0,067***	0,049***	-0,018	-0,078***	-0,010	0,194***
(20) Market share	0,046**	0,033*	0,178***	0,016	-0,189***	0,002	-0,172***	-0,162***	-0,063***	-0,192***	-0,032*
(21) Turb. tecnológica	0,003	0,043**	-0,329***	0,259***	0,673***	-0,070***	0,581***	0,340***	0,294***	0,357***	0,047**
(22) Turb. mercadológica	0,042**	0,043**	-0,322***	0,470***	0,552***	-0,091***	0,460***	0,270***	0,244***	0,312***	0,014
N	4.781	4.781	4.781	4.781	4.781	4.781	4.781	4.682	4.678	4.781	4.781
Média	-0,03	-0,01	0,08	0,22	0,04	0,17	0,05	1,27	2,55	0,36	0,10
Desvio padrão	0,39	0,45	0,15	0,21	0,07	0,37	0,14	1,87	2,15	0,64	0,28
Mínimo	-0,76	-0,92	-0,63	0,01	0,00	0,00	-0,09	0,01	0,47	0,00	-0,37
Máximo	1,20	1,37	0,32	0,93	0,32	1,00	0,97	9,87	11,78	4,93	1,30

Continua na próxima página...

	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)
(1) CAR											
(2) BHAR											
(3) ROA											
(4) Intensidade marketing											
(5) Intensidade P&D											
(6) Miopia											
(7) Ênfase estratégica											
(8) <i>Cash holding</i> (a)											
(9) <i>Cash holding</i> (b)											
(10) <i>Cash holding</i> (c)											
(11) Crescimento											
(12) Giro do ativo	1										
(13) Fluxos de caixa	-0,237***	1									
(14) Alavancagem	-0,199***	0,390***	1								
(15) Tamanho	-0,250***	0,905***	0,520***	1							
(16) Lucratividade	0,155***	0,187***	0,089***	0,268***	1						
(17) Intensidade capital	-0,136***	0,193***	0,161***	0,163***	0,027	1					
(18) Intangibilidade	-0,009	0,081***	0,150***	0,159***	0,112***	-0,325**	1				
(19) <i>Market-to-book</i>	-0,142***	0,633***	0,239***	0,557***	0,120***	0,085***	0,163***	1			
(20) <i>Market share</i>	0,211***	0,193***	0,116***	0,226***	0,137***	-0,175***	0,160***	0,108***	1		
(21) Turb. tecnológica	-0,162***	-0,196***	-0,338***	-0,276***	-0,155***	-0,238***	0,094***	0,081***	-0,213***	1	
(22) Turb. mercadológica	-0,114***	-0,265***	-0,339***	-0,352***	-0,157***	-0,282***	0,185***	0,024	-0,064***	0,798***	1
N	4.781	3.980	4.759	4.781	4.781	4.766	4.699	4.781	4.781	4.781	4.781
Média	0,95	4,33	0,21	6,47	-0,08	0,06	0,19	4,59	0,30	0,04	0,25
Desvio padrão	0,71	1,81	0,20	1,82	0,53	0,07	0,21	1,48	0,36	0,07	0,19
Mínimo	0,07	0,03	0,00	2,47	-4,16	0,00	0,00	1,45	0,00	0,00	0,03
Máximo	3,05	7,56	0,66	9,77	0,43	0,32	0,74	7,88	1,00	0,27	0,90

Notas. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, † sig. < 0,1.

(a) *cash holding* mensurado pela liquidez imediata.

(b) *cash holding* mensurado pela liquidez corrente.

(c) *cash holding* mensurado pela ponderação do caixa e equivalentes de caixa pelas receitas.

4.4.1 Gestão míope de marketing e desempenho das ações

Usamos a equação 9 como base para nossos modelos econométricos, incluindo variáveis de controle, termos de correção, efeitos fixos ao nível das firmas e tempo e erros padrão robustos de agrupamento de firmas para testar as hipóteses desse estudo. A Tabela 7 apresenta os resultados utilizando a variável de *cash holding* medida pela liquidez imediata.

H_{1a} propõe que o desempenho das ações no curto prazo quando há gestão míope de marketing não é diferente de quando não há gestão míope de marketing. Os resultados mostram que o desempenho das ações no curto prazo para as empresas com gestão míope de marketing não é significativamente diferente das demais empresas no curto prazo (CAR_{it} : $\psi_1 = -0,03$, $p = n.s.$; CAR_{it+1} : $\psi_1 = -0,03$, $p = n.s.$). Esses resultados sustentam H_{1a}.

H_{1b} propõe que o desempenho das ações no longo prazo quando há gestão míope de marketing é menor em relação quando não há gestão míope de marketing. Os resultados indicam que as empresas míopes apresentam, no longo prazo, desempenho das ações menor em comparação às empresas não míopes (CAR_{it+2} : $\psi_1 = -0,15$, $p < 0,01$; CAR_{it+3} : $\psi_1 = -0,15$, $p < 0,01$; CAR_{it+4} : $\psi_1 = -0,21$, $p < 0,001$). Esses resultados sustentam H_{1b}.

4.4.2 Gestão míope de marketing, ênfase estratégica e desempenho das ações

H₂ propõe que o desempenho das ações é negativo, no curto e no longo prazo, em empresas míopes com ênfase na criação de valor. Os resultados apresentados demonstram que a ênfase na criação de valor modera amplificando os efeitos negativos da miopia no desempenho das ações do curto prazo (CAR_{it} : $\psi_4 = -1,08$, $p < 0,01$; CAR_{it+1} : $\psi_4 = -1,78$, $p < 0,01$) e do longo prazo (CAR_{it+2} : $\psi_4 = -1,82$, $p < 0,05$; CAR_{it+3} : $\psi_4 = -2,39$, $p < 0,05$; CAR_{it+4} : $\psi_4 = -2,52$, $p < 0,01$). Esses resultados suportam H₂.

Adicionalmente, os testes demonstram os resultados da relação direta entre a ênfase estratégica e o desempenho das ações. Esta relação não se mostrou significativa em nenhum período da análise (CAR_{it} : $\psi_2 = 0,53$, $p = n.s.$; CAR_{it+1} : $\psi_2 = 0,28$, $p = n.s.$; CAR_{it+2} : $\psi_2 = 0,45$, $p = n.s.$; CAR_{it+3} : $\psi_2 = 0,37$, $p = n.s.$; CAR_{it+4} : $\psi_2 = -0,51$, $p = n.s.$).

Tabela 7. Relação entre gestão míope de marketing, ênfase estratégica, *cash holding* (a) e o desempenho das ações (CAR)

	CAR_{it}		CAR_{it+1}		CAR_{it+2}		CAR_{it+3}		CAR_{it+4}	
	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>
Miopia ($H_{1a,b}$)	-0,027	-1,22	-0,028	-0,79	-0,148**	-2,64	-0,150**	-2,67	-0,206***	-3,35
Ênfase estratégica	0,534	1,10	0,283	0,47	0,453	0,71	0,373	0,49	-0,509	-0,77
<i>Cash holding</i> (a)	-0,015 [‡]	-1,67	-0,039***	-3,28	-0,051***	-3,44	-0,072***	-3,46	-0,048*	-2,36
Miopia x Ênfase estratégica (H_2)	-1,079**	-3,14	-1,776**	-3,10	-1,817*	-1,96	-2,388*	-2,15	-2,516***	-2,60
Miopia x <i>Cash holding</i> (a)	-0,022**	-2,23	-0,049*	-2,11	-0,005	-0,18	-0,016	-0,46	0,028	1,25
Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (a)	-0,044	-0,65	-0,073	-0,90	-0,162 [‡]	-1,88	0,159	1,21	0,250	1,27
Miopia x Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (a) (H_3)	0,262***	3,23	0,402*	2,13	0,452 [‡]	1,69	0,626*	1,96	0,657*	2,44
Controles										
Crescimento	0,120*	2,51	-1,724	-1,55	4,473*	2,57	4,250 [‡]	1,85	4,448**	2,72
Giro do ativo	0,532 [‡]	1,88	0,530 [‡]	1,69	0,400*	2,55	0,198	1,64	0,201	1,48
Fluxos de caixa	-0,201	-1,45	-0,065	-1,24	0,623*	2,58	0,413 [‡]	1,82	0,575**	2,64
Alavancagem	-1,247*	-2,11	0,781*	2,48	-3,397*	-2,16	-1,807	-1,35	-5,608*	-2,42
Tamanho	-0,438***	-4,19	-0,713**	-2,75	-0,952***	-3,69	-0,665***	-3,54	-0,576***	-4,67
ROA	-2,153	-1,62	-7,852	-1,64	5,364*	2,34	7,170 [‡]	1,76	7,991*	2,48
Lucratividade	-0,609 [‡]	-1,74	1,002*	2,05	-0,724 [‡]	-1,82	-1,378	-1,50	-3,636*	-2,56
Intensidade de capital	1,577	1,27	-2,141***	-3,64	14,280*	2,29	11,728 [‡]	1,66	25,961**	2,67
Intangibilidade	1,947 [‡]	1,90	2,701	1,51	-3,022**	-2,97	-3,978*	-2,10	-4,166**	-2,77
<i>Market-to-book</i>	-0,270***	-6,24	-0,071	-0,53	-1,093***	-3,72	-1,152**	-3,02	-2,058**	-3,49
<i>Market share</i>	0,502 [‡]	1,80	0,247	1,44	0,772*	2,27	-0,171	-0,88	-0,498*	-2,15
Turbulência tecnológica	2,078**	2,67	12,983 [‡]	1,91	-16,013*	-2,20	-24,746 [‡]	-1,72	-28,746**	-2,62
Turbulência de mercado	3,632*	1,99	-0,443	-1,30	1,018	1,21	4,511	1,46	8,719**	2,59
Termo de correção de endogeneidade	-8,958*	-2,06	-1,756 [‡]	-1,71	13,007*	2,49	12,129 [‡]	1,83	19,878**	2,72
Constante	17,385*	2,40	23,382*	2,04	-16,121 [‡]	-1,93	-14,794	-1,34	-26,427*	-2,29
Efeitos fixos por firma	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Efeitos fixos por ano	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	3.824		3.091		2.488		1.971		1.544	
Número de firmas	825		677		571		476		393	
F	13,89***		12,32***		11,81***		11,11***		6,75***	

Notas. Parâmetros estimados não padronizados. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, [‡] sig. < 0,1.

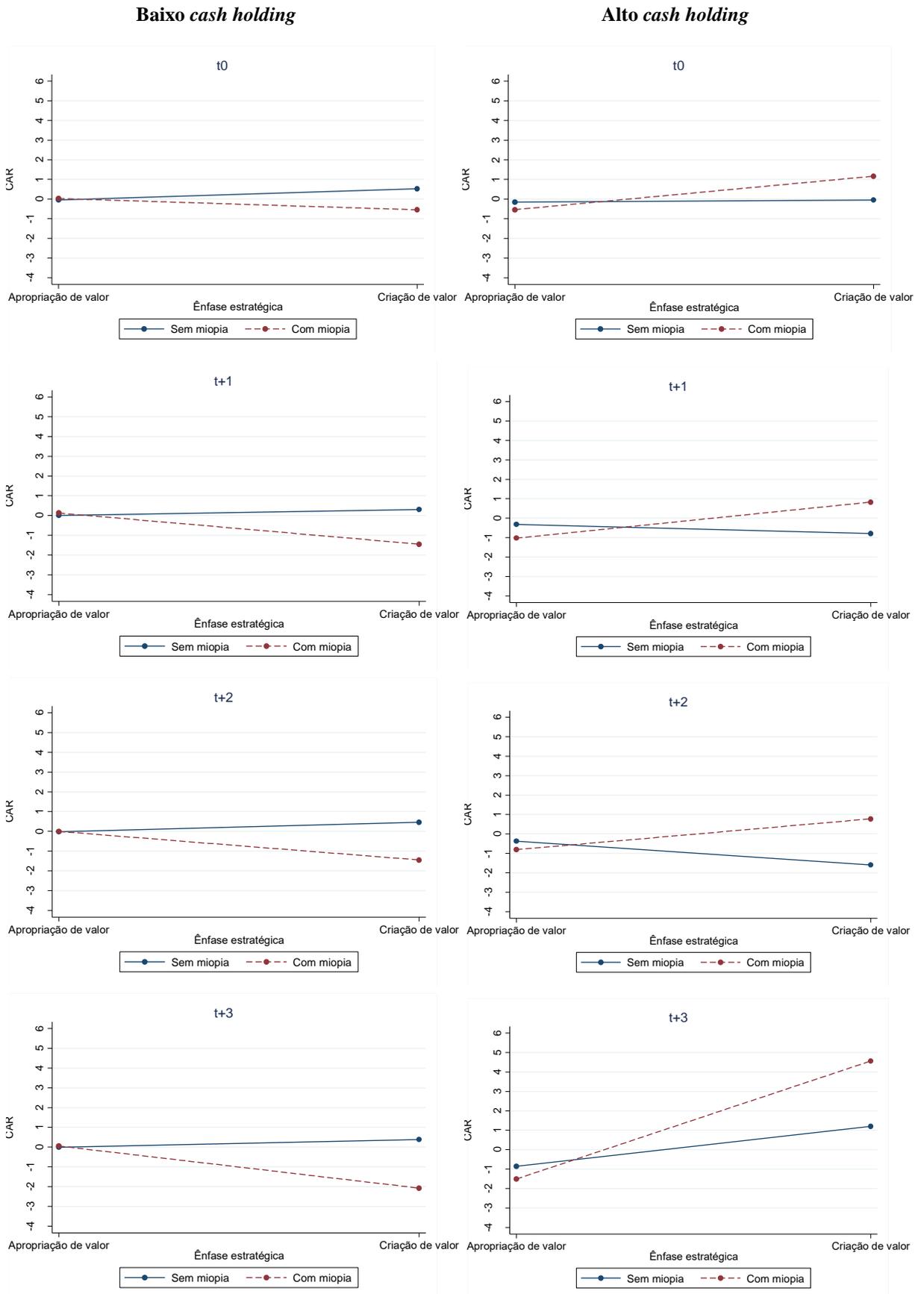
(a) *cash holding* mensurado pela liquidez imediata.

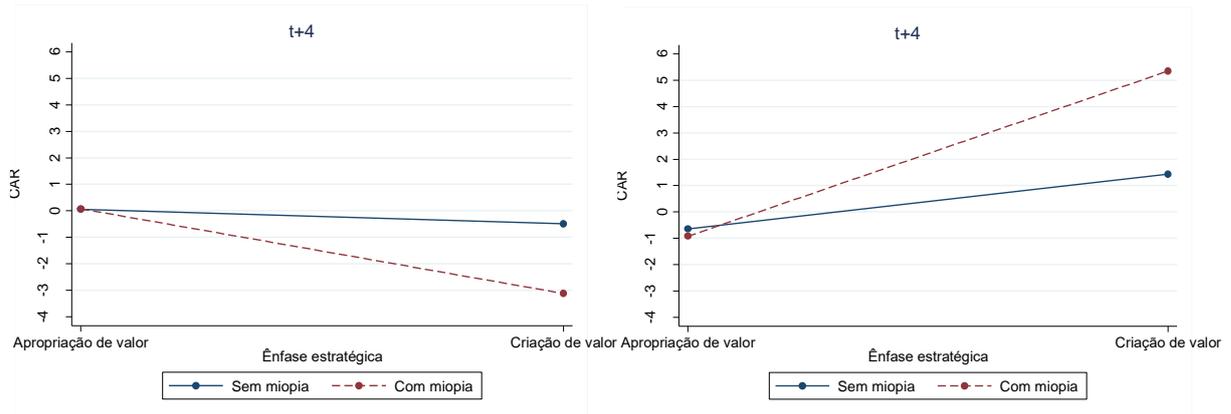
4.4.3 Gestão míope de marketing, ênfase estratégica, cash holding e desempenho das ações

H₃ propõe que o desempenho das ações é positivo (vs. negativo), no curto e no longo prazo, para empresas míopes com ênfase na criação de valor, quando há alto (vs. baixo) *cash holding*. A interação tripla entre a gestão míope de marketing, a ênfase estratégica e o *cash holding* permite testar H₃. Essa interação tripla gera efeitos significativamente positivos no desempenho das ações no curto prazo (CAR_{it} : $\psi_7 = 0,26$, $p < 0,01$; CAR_{it+1} : $\psi_7 = 0,40$, $p < 0,05$) e no longo prazo (CAR_{it+2} : $\psi_7 = 0,45$, $p < 0,1$; CAR_{it+3} : $\psi_7 = 0,63$, $p < 0,05$; CAR_{it+4} : $\psi_7 = 0,66$, $p < 0,05$). Consequentemente, esses resultados oferecem suporte para H₃.

Os testes realizados mostram que a associação direta entre o *cash holding* e o desempenho das ações foi negativa no curto e no longo prazo (CAR_{it} : $\psi_3 = -0,02$, $p < 0,1$; CAR_{it+1} : $\psi_3 = -0,04$, $p < 0,01$; CAR_{it+3} : $\psi_3 = -0,05$, $p < 0,01$; CAR_{it+3} : $\psi_3 = -0,07$, $p < 0,01$; CAR_{it+4} : $\psi_3 = -0,05$, $p < 0,05$). A interação entre o *cash holding* e a gestão míope de marketing gerou efeitos negativos e significativos no curto prazo (CAR_{it} : $\psi_5 = -0,02$, $p < 0,01$; CAR_{it+1} : $\psi_5 = -0,05$, $p < 0,05$) e sem significância estatística no longo prazo (CAR_{it+2} : $\psi_5 = -0,01$, $p = n.s.$; CAR_{it+3} : $\psi_5 = -0,02$, $p = n.s.$; CAR_{it+4} : $\psi_4 = 0,03$, $p = n.s.$). Os resultados também apresentam os efeitos da interação entre o *cash holding* e a ênfase estratégica no desempenho das ações indicando que não são significativos (CAR_{it} : $\psi_6 = -0,04$, $p = n.s.$; CAR_{it+1} : $\psi_6 = -0,07$, $p = n.s.$; CAR_{it+2} : $\psi_6 = -0,16$, $p = n.s.$; CAR_{it+3} : $\psi_6 = 0,16$, $p = n.s.$; CAR_{it+4} : $\psi_6 = 0,25$, $p = n.s.$). Os resultados dos efeitos diretos da gestão míope de marketing, da ênfase estratégica e do *cash holding* antes da interação tripla estão demonstrados nos Apêndices B e C e a figura desses efeitos é apresentada no Apêndice D. A Figura 2 demonstra a relação entre a gestão míope de marketing, a ênfase estratégica, o *cash holding* e o desempenho das ações.

Figura 2. Relação entre gestão míope de marketing, ênfase estratégica, *cash holding* (a) e o desempenho das ações (CAR)





4.5 Análises complementares

4.5.1 Endogeneidade

A Tabela 6 onde consta a matriz de correlação indica que as variáveis de gestão míope de marketing, ênfase estratégica e *cash holding* possuem baixa associação entre si, sugerindo que não há endogeneidade no modelo aplicado em nosso estudo. Para ampliar a investigação de uma suposta associação entre o *cash holding* e a gestão míope de marketing e a ênfase estratégica, apresentamos um teste de regressão em que a variável dependente é o *cash holding* (a). Regredimos essa variável contra as variáveis de miopia e de ênfase estratégica, acompanhadas de variáveis de controle, com controles por ano e por firma e erros padrão clusterizados por firma. Essa regressão mostrou que o *cash holding* não é influenciado pela miopia ou pela ênfase estratégica (resultados no Apêndice E). Esses resultados contribuem com a compreensão de que não há endogeneidade entre as variáveis predictoras do nosso estudo.

Também destacamos que houve inclusão do termo de correção de endogeneidade ($Termo_{it}$) no modelo de estimação principal (Tabela 7). Esse termo apresentou significância estatística ao longo de toda a série temporal indicando que o modelo foi ajustado para possíveis vieses de endogeneidade (CAR_{it} : Termo = -8,96, $p < 0,05$; CAR_{it+1} : Termo = -1,76, $p < 0,1$; CAR_{it+2} : Termo = 13,01, $p < 0,05$; CAR_{it+3} : Termo = 12,13, $p < 0,1$; CAR_{it+4} : Termo = 19,88, $p < 0,01$). Repetimos as regressões com o modelo proposto na equação 9 sem o termo de correção da endogeneidade (Tabela 8) encontrando resultados semelhantes àqueles resultados no teste com o termo de correção de endogeneidade (Tabela 7). Essa semelhança nos resultados mostra que, apesar do termo de correção de endogeneidade ajustar possíveis vieses de endogeneidade, os efeitos que sustentam as hipóteses do estudo são robustos, pois não sofrem importantes variações com e sem controle da endogeneidade (Bendig et al., 2018).

Tabela 8. Relação entre gestão míope de marketing, ênfase estratégica, *cash holding* (a) e o desempenho das ações (CAR) sem termo de correção de endogeneidade

	CAR_{it}		CAR_{it+1}		CAR_{it+2}		CAR_{it+3}		CAR_{it+4}	
	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>
Miopia ($H_{1a,b}$)	-0,029	-1,34	-0,032	-0,88	-0,143*	-2,56	-0,144*	-2,56	-0,193***	-3,21
Ênfase estratégica	0,413	0,89	0,238	0,38	0,489	0,79	0,369	0,51	-0,493	-0,72
<i>Cash holding</i> (a)	-0,015	-1,57	-0,039***	-3,21	-0,051***	-3,52	-0,072***	-3,55	-0,049*	-2,44
Miopia x Ênfase estratégica (H_2)	-1,06**	-3,12	-1,783**	-3,17	-1,902*	-2,00	-2,589*	-2,34	-2,892**	-2,96
Miopia x <i>Cash holding</i> (a)	-0,022*	-2,14	-0,049*	-2,12	-0,005	-0,20	-0,017	-0,47	0,024	1,07
Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (a)	-0,038	-0,56	-0,079	-0,96	-0,159 [†]	-1,87	0,172	1,36	0,246	1,25
Miopia x Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (a) (H_3)	0,263***	3,23	0,417*	2,20	0,472 [†]	1,71	0,682*	2,13	0,776**	2,79
Controles										
Crescimento	0,189***	6,30	0,187***	3,96	0,098 [†]	1,86	0,024	0,39	-0,012	-0,16
Giro do ativo	-0,043	-0,95	0,018	0,29	0,064	0,65	0,047	0,42	-0,007	-0,05
Fluxos de caixa	0,086***	5,95	0,019	0,90	0,023	0,92	-0,008	-0,22	-0,020	-0,51
Alavancagem	-0,028	-0,37	0,283*	2,11	0,442*	2,19	0,508*	2,15	0,646*	2,13
Tamanho	-0,233***	-7,59	-0,297***	-4,82	-0,314***	-3,93	-0,318***	-3,84	-0,383***	-3,95
ROA	0,528**	3,17	0,273	1,26	-0,392	-1,37	-0,358	-1,07	-0,618	-1,34
Lucratividade	0,123***	3,67	0,172***	4,90	0,257***	5,45	0,291***	5,89	0,249***	4,19
Intensidade de capital	-0,956***	-5,86	-1,262***	-5,01	-1,107***	-2,82	-1,073*	-2,40	-0,837 [†]	-1,80
Intangibilidade	-0,155	-1,57	-0,332*	-2,13	-0,568**	-2,60	-0,557*	-2,16	-0,138	-0,42
<i>Market-to-book</i>	-0,191	-11,84	-0,296***	-11,75	-0,365***	-10,17	-0,446***	-9,57	-0,443***	-7,30
<i>Market share</i>	-0,052***	-0,94	0,011	0,11	0,029	0,20	0,064	0,42	-0,030	-0,19
Turbulência tecnológica	0,877	1,85	1,461*	2,09	2,133*	2,29	1,661	1,45	1,901	1,17
Turbulência de mercado	-0,153 [†]	-0,79	-0,386	-1,12	-0,813 [†]	-1,70	-1,013 [†]	-1,76	-0,633	-0,82
Constante	2,498***	11,16	3,946***	9,36	4,570***	8,48	5,181***	9,31	5,151***	7,57
Efeitos fixos por firma	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Efeitos fixos por ano	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	3.824		3.091		2.488		1.971		1.544	
Número de firmas	825		677		571		476		393	
F	14,31***		12,77***		11,77***		10,13***		6,82***	

Notas. Parâmetros estimados não padronizados. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, [†] sig. < 0,1.

(a) *cash holding* mensurado pela liquidez imediata.

4.5.2 Desempenho das ações

Realizamos a checagem dos resultados apresentados na Tabela 7 refazendo os testes com uma métrica alternativa para o desempenho das ações. Essa métrica alternativa foi construída com a abordagem do risco variável no tempo proposta por Daniel e Titman (1997) para calcular os retornos anormais de compra e manutenção de ações (BHAR). Os resultados estão relatados na Tabela 9.

Os resultados suportam parcialmente H_{1a} porque mostram diferença no desempenho das ações entre empresas míopes e não míopes em $t0$, mas, não mostram efeitos distintos em $t+1$ ($BHAR_{it}$: $\psi_1 = -0,07$, $p < 0,05$; $BHAR_{it+1}$: $\psi_1 = -0,07$, $p = n.s.$). Os resultados suportam H_{1b} , pois mostram que o desempenho das ações no longo prazo é menor para as empresas míopes comparado ao desempenho das ações das empresas não míopes ($BHAR_{it+2}$: $\psi_1 = -0,16$, $p < 0,05$; $BHAR_{it+3}$: $\psi_1 = -0,22$, $p < 0,05$; $BHAR_{it+4}$: $\psi_1 = -0,28$, $p < 0,05$).

A hipótese H_2 foi suportada, pois os resultados demonstram que a ênfase na criação de valor modera os efeitos da miopia diminuindo o desempenho das ações do curto prazo ($BHAR_{it}$: $\psi_4 = -0,95$, $p < 0,01$; $BHAR_{it+1}$: $\psi_4 = -1,71$, $p < 0,05$) e do longo prazo ($BHAR_{it+2}$: $\psi_4 = -2,87$, $p < 0,5$; $BHAR_{it+3}$: $\psi_4 = -3,30$, $p < 0,5$; $BHAR_{it+4}$: $\psi_4 = -4,72$, $p < 0,01$).

A hipótese H_3 foi suportada no curto ($BHAR_{it}$: $\psi_7 = 0,23$, $p < 0,01$; $BHAR_{it+1}$: $\psi_7 = 0,53$, $p < 0,05$) e no longo prazo ($BHAR_{it+2}$: $\psi_7 = 1,09$, $p < 0,01$; $BHAR_{it+3}$: $\psi_7 = 1,16$, $p < 0,05$; $BHAR_{it+4}$: $\psi_7 = 1,57$, $p < 0,01$), demonstrando que os efeitos da interação entre a miopia gerencial e a ênfase da criação de valor no desempenho das ações são moderados pelo *cash holding*. Esses resultados convergem com os resultados que utilizam o desempenho das ações medido pelo CAR e indicam robustez dos achados da nossa pesquisa.

Tabela 9. Relação entre gestão míope de marketing, ênfase estratégica, *cash holding* (a) e o desempenho das ações (BHAR)

	$BHAR_{it}$		$BHAR_{it+1}$		$BHAR_{it+2}$		$BHAR_{it+3}$		$BHAR_{it+4}$	
	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>
Miopia ($H_{1a,b}$)	-0,066*	-2,47	-0,066	-1,35	-0,161*	-2,03	-0,218*	-2,49	-0,280*	-2,29
Ênfase estratégica	0,504	1,03	0,725	0,98	0,962	1,44	0,520	0,67	-0,880	-1,04
<i>Cash holding</i> (a)	-0,024*	-2,16	-0,047**	-2,79	-0,061**	-2,89	-0,106**	-3,04	-0,099*	-2,31
Miopia x Ênfase estratégica (H_2)	-0,951**	-2,60	-1,711*	-2,38	-2,867*	-2,24	-3,304*	-2,02	-4,721**	-2,68
Miopia x <i>Cash holding</i> (a)	-0,022 [‡]	-1,74	-0,065**	-2,73	-0,074*	-2,11	-0,091*	-2,22	-0,054	-1,14
Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (a)	-0,062	-0,86	-0,118	-1,02	-0,290*	-2,13	0,088	0,36	0,443	1,17
Miopia x Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (a) (H_3)	0,225**	2,74	0,526*	2,55	1,090**	3,17	1,156*	2,23	1,574**	2,93
Controles										
Crescimento	0,106 [‡]	1,88	-3,404*	-2,19	4,241*	1,98	4,905 [‡]	1,82	4,840*	2,20
Giro do ativo	0,900*	2,50	0,982*	2,24	0,362 [‡]	1,80	0,205	1,23	0,239	1,03
Fluxos de caixa	-0,383*	-2,16	-0,138 [‡]	-1,87	0,600*	2,00	0,494 [‡]	1,81	0,679*	2,29
Alavancagem	-2,040**	-2,68	1,356**	3,08	-2,881	-1,51	-1,622	-1,06	-5,311 [‡]	-1,73
Tamanho	-0,577***	-4,31	-1,119**	-3,19	-1,034**	-3,16	-0,883***	-3,63	-0,843***	-4,45
ROA	-3,941*	-2,33	-15,150*	-2,28	4,799 [‡]	1,69	8,263 [‡]	1,73	8,127 [‡]	1,89
Lucratividade	-1,095*	-2,43	1,809**	2,66	-0,536	-1,09	-1,530	-1,42	-3,834*	-2,02
Intensidade de capital	3,106*	1,97	-3,252***	-4,03	12,889 [‡]	1,68	13,176	1,61	27,917*	2,13
Intangibilidade	3,257*	2,48	5,222*	2,11	-3,229**	-2,59	-4,912*	-2,23	-4,893*	-2,43
<i>Market-to-book</i>	-0,388***	-7,02	0,009	0,05	-1,214***	-3,39	-1,511***	-3,45	-2,519***	-3,23
<i>Market share</i>	0,842*	2,36	0,417 [‡]	1,77	0,656	1,53	-0,479	-1,58	-0,975*	-2,56
Turbulência tecnológica	2,947**	3,03	23,923*	2,53	-13,428	-1,51	-27,483	-1,64	-29,916*	-2,05
Turbulência de mercado	6,236**	2,68	-0,471	-1,13	0,673	0,64	5,325	1,45	9,781*	2,18
Termo de correção de endogeneidade	-15,044**	-2,71	-20,503*	-2,34	12,324 [‡]	1,92	14,146 [‡]	1,83	21,597*	2,20
Constante	25,672**	2,99	41,535**	2,61	-13,807	-1,34	-16,290	-1,26	-26,509 [‡]	-1,70
Efeitos fixos por firma	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Efeitos fixos por ano	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	3.824		3.091		2.488		1.971		1.544	
Número de firmas	825		677		571		476		393	
F	13,76***		12,75***		16,10***		13,74***		10,58***	

Notas. Parâmetros estimados não padronizados. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, † sig. < 0,1.

(a) *cash holding* mensurado pela liquidez imediata.

4.5.3 Cash holding

A literatura de finanças é difusa quanto às *proxies* do *cash holding* (Weidemann, 2018) e a literatura de marketing ainda não apresentou estudos que ligam as estratégias de marketing e o desempenho das ações sob o contexto do *cash holding*. Por isso, propomos o uso de uma *proxy* nova (índice de liquidez imediata) para o construto *cash holding* (resultados relatados na Tabela 7). Para checar os resultados, refizemos os testes utilizando a variável *cash holding* construída com outras metodologias de mensuração (índice de liquidez corrente e a ponderação do caixa e equivalentes de caixa pelas receitas) mantendo as demais variáveis exatamente iguais em todos os modelos.

Os resultados apresentados na Tabela 10 utilizam o *cash holding* mensurado por meio da liquidez corrente. Esses resultados suportam H_{1a} , pois não mostram diferença no desempenho das ações no curto prazo entre empresas míopes e não míopes (CAR_{it} : $\psi_1 = -0,01$, $p = n.s.$; CAR_{it+1} : $\psi_1 = 0,00$, $p = n.s.$). Os resultados também suportam H_{1b} porque demonstram que o desempenho das ações no longo prazo é menor para as empresas míopes comparado ao desempenho das ações das empresas não míopes (CAR_{it+2} : $\psi_1 = -0,17$, $p < 0,01$; CAR_{it+3} : $\psi_1 = -0,18$, $p < 0,05$; CAR_{it+4} : $\psi_1 = -0,24$, $p < 0,01$).

A hipótese H_2 foi parcialmente suportada, pois os resultados apresentados demonstram que a ênfase na criação de valor modera os efeitos da miopia diminuindo o desempenho das ações do curto prazo (CAR_{it} : $\psi_4 = -1,07$, $p < 0,01$; CAR_{it+1} : $\psi_4 = -1,75$, $p < 0,01$) e do longo prazo (CAR_{it+3} : $\psi_4 = -2,29$, $p < 0,1$; CAR_{it+4} : $\psi_4 = -2,28$, $p < 0,1$). Entretanto, o desempenho de $t+2$ não apresentou resultados significativos (CAR_{it+2} : $\psi_4 = -1,64$, $p = n.s.$).

A hipótese H_3 foi suportada apenas em $t0$ (CAR_{it} : $\psi_7 = 0,17$, $p < 0,05$), pois não há efeitos em $t+1$ (CAR_{it+1} : $\psi_7 = 0,25$, $p = n.s.$) e no longo prazo (CAR_{it+2} : $\psi_7 = 0,23$, $p = n.s.$; CAR_{it+3} : $\psi_7 = 0,38$, $p = n.s.$; CAR_{it+4} : $\psi_7 = 0,45$, $p = n.s.$). Estes resultados mostram que a interação entre a gestão míope de marketing e a ênfase na criação de valor não alteram o desempenho das ações no longo prazo quando o *cash holding* é mensurado pela liquidez corrente.

Tabela 10. Relação entre gestão míope de marketing, ênfase estratégica, *cash holding* (b) e o desempenho das ações (CAR)

	CAR_{it}		CAR_{it+1}		CAR_{it+2}		CAR_{it+3}		CAR_{it+4}	
	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>
Miopia (H_{1a,b})	-0,013	-0,47	0,000	0,00	-0,173**	-2,24	-0,176*	-2,21	-0,236**	-2,60
Ênfase estratégica	0,575	1,12	0,368	0,58	0,544	0,85	0,309	0,40	-0,682	-0,96
<i>Cash holding</i> (b)	-0,013 [‡]	-1,65	-0,033**	-3,00	-0,046***	-3,53	-0,062**	-3,50	-0,047**	-2,60
Miopia x Ênfase estratégica (H₂)	-1,073**	-2,75	-1,749**	-2,61	-1,640	-1,34	-2,290 [‡]	-1,66	-2,275 [‡]	-1,92
Miopia x <i>Cash holding</i> (b)	-0,016 [‡]	-1,71	-0,033 [‡]	-1,87	0,010	0,41	0,005	0,21	0,025	1,01
Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (b)	-0,046	-0,76	-0,088	-1,11	-0,140	-1,55	0,115	0,92	0,213	1,18
Miopia x Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (b) (H₃)	0,174*	2,18	0,225	1,40	0,215	0,80	0,335	1,05	0,368	1,32
Controles										
Crescimento	0,114*	2,41	-1,766	-1,58	4,399*	2,53	4,186 [‡]	1,83	4,486**	2,76
Giro do ativo	0,554*	1,96	0,546 [‡]	1,74	0,401**	2,57	0,202 [‡]	1,68	0,202	1,49
Fluxos de caixa	-0,212	-1,53	-0,070	-1,34	0,608*	2,52	0,401 [‡]	1,78	0,577**	2,67
Alavancagem	-1,286*	-2,18	0,796*	2,51	-3,338*	-2,13	-1,761	-1,32	-5,645*	-2,45
Tamanho	-0,442***	-4,23	-0,713**	-2,74	-0,934***	-3,63	-0,649***	-3,48	-0,570***	-4,64
ROA	-2,243 [‡]	-1,69	-7,990 [‡]	-1,67	5,301*	2,32	7,091 [‡]	1,75	8,068*	2,52
Lucratividade	-0,636 [‡]	-1,81	1,014 [‡]	2,07	-0,715 [‡]	-1,80	-1,366	-1,49	-3,672**	-2,60
Intensidade de capital	1,680	1,36	-2,124***	-3,61	14,072*	2,26	11,574 [‡]	1,65	26,190**	2,71
Intangibilidade	2,021*	1,97	2,762	1,55	-2,973**	-2,93	-3,930*	-2,09	-4,231**	-2,84
<i>Market-to-book</i>	-0,272***	-6,29	-0,066	-0,49	-1,082***	-3,70	-1,143**	-3,02	-2,073***	-3,54
<i>Market share</i>	0,522 [‡]	1,87	0,251	1,46	0,761*	2,24	-0,169	-0,87	-0,503*	-2,18
Turbulência tecnológica	2,125**	2,75	13,184 [‡]	1,93	-15,823*	-2,19	-24,467 [‡]	-1,71	-29,083**	-2,67
Turbulência de mercado	3,763*	2,07	-0,439	-1,29	1,005	1,21	4,463	1,46	8,828**	2,64
Termo de correção de endogeneidade	-9,270*	-2,13	-10,956 [‡]	-1,73	12,810*	2,47	11,968 [‡]	1,82	20,056**	2,76
Constante	17,904*	2,47	23,751*	2,07	-15,804 [‡]	-1,90	-14,534	-1,33	-26,721*	-2,32
Efeitos fixos por firma	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Efeitos fixos por ano	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	3.824		3.091		2.488		1.971		1.544	
Número de firmas	825		677		571		476		393	
F	14,16***		12,59***		11,81***		10,72***		6,81***	

Notas. Parâmetros estimados não padronizados. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, † sig. < 0,1.

(b) *cash holding* mensurado pela liquidez corrente.

Os resultados apresentados na Tabela 11 utilizam o *cash holding* mensurado pela metodologia de Dittmar et al. (2003). Esses resultados suportam H_{1a} , pois demonstram que não há diferença no desempenho das ações no curto prazo entre empresas míopes e não míopes (CAR_{it} : $\psi_1 = -0,03$, $p = n.s.$; CAR_{it+1} : $\psi_1 = -0,04$, $p = n.s.$). A H_{1b} também é suportada, pois o desempenho das ações no longo prazo é menor para as empresas míopes comparado ao desempenho das ações das empresas não míopes (CAR_{it+2} : $\psi_1 = -0,14$, $p < 0,01$; CAR_{it+3} : $\psi_1 = -0,15$, $p < 0,01$; CAR_{it+4} : $\psi_1 = -0,18$, $p < 0,01$).

A hipótese H_2 foi parcialmente suportada. Os resultados apresentados demonstram que a ênfase da criação de valor modera os efeitos da miopia diminuindo o desempenho das ações no curto prazo (CAR_{it} : $\psi_4 = -1,24$, $p < 0,01$; CAR_{it+1} : $\psi_4 = -1,32$, $p < 0,05$) e no longo prazo (CAR_{it+3} : $\psi_4 = -1,81$, $p < 0,1$; CAR_{it+4} : $\psi_4 = -1,99$, $p < 0,05$), exceto para $t+2$, pois não há resultados significativos (CAR_{it+2} : $\psi_4 = -1,33$, $p = n.s.$).

A hipótese H_3 foi suportada parcialmente. Nós encontramos efeitos da interação entre a gestão míope de marketing e a ênfase na criação de valor no desempenho das ações moderados pelo *cash holding* em $t0$ e em $t+4$ (CAR_{it} : $\psi_7 = 1,18$, $p < 0,01$; CAR_{it+4} : $\psi_7 = 1,86$, $p < 0,1$). Os demais períodos não apresentaram resultados com significância estatística (CAR_{it+1} : $\psi_7 = 0,73$, $p = n.s.$; CAR_{it+2} : $\psi_7 = 1,45$, $p = n.s.$; CAR_{it+3} : $\psi_7 = 1,71$, $p = n.s.$).

Ao utilizar medidas alternativas para o *cash holding*, por meio do índice da liquidez corrente e da metodologia de Dittmar et al. (2003), encontramos resultados cujos efeitos apresentam sinais semelhantes ao nosso teste de hipótese principal que considera o *cash holding* mensurado pelo índice de liquidez imediata. Contudo, os testes de checagem com as variáveis alternativas para *cash holding* não apresentaram efeitos ao longo de toda a série temporal analisada neste estudo. Portanto, apenas o modelo cuja variável de *cash holding* é mensurada pelo índice de liquidez imediata apresenta efeitos significativos para a interação com a gestão míope de marketing e a ênfase estratégica no desempenho das ações do curto e do longo prazo.

Tabela 11. Relação entre gestão míope de marketing, ênfase estratégica, *cash holding* (c) e o desempenho das ações (CAR)

	CAR_{it}		CAR_{it+1}		CAR_{it+2}		CAR_{it+3}		CAR_{it+4}	
	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>
Miopia (H_{1a,b})	-0,030	-1,40	-0,044	-1,29	-0,136**	-2,70	-0,145**	-2,87	-0,175**	-2,94
Ênfase estratégica	0,036	0,07	-0,585	-1,35	-0,365	-0,51	-0,533	-0,63	-0,969	-1,15
<i>Cash holding</i> (c)	-0,046	-1,63	-0,115**	-2,73	-0,191***	-3,51	-0,281**	-3,43	-0,244**	-2,62
Miopia x Ênfase estratégica (H₂)	-1,244**	-2,86	-1,323*	-2,02	-1,325	-1,48	-1,810 [†]	-1,74	-1,989*	-2,06
Miopia x <i>Cash holding</i> (c)	-0,058	-1,48	-0,095	-1,55	-0,050	-0,62	-0,068	-0,64	0,097	1,09
Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (c)	0,329*	2,27	0,499**	3,60	0,415*	2,25	0,693***	3,58	0,495*	2,49
Miopia x Ênfase estratégica x <i>Cash holding</i> (c) (H₃)	1,180**	2,66	0,727	0,98	1,450	1,59	1,714	1,56	1,859 [†]	1,89
Controles										
Crescimento	0,088 [†]	1,90	-2,033 [†]	-1,77	4,448*	2,50	4,523 [†]	1,94	4,753**	2,78
Giro do ativo	0,681*	2,46	0,608 [†]	1,91	0,404*	2,54	0,199 [†]	1,65	0,209	1,54
Fluxos de caixa	-0,276*	-2,03	-0,081	-1,50	0,616*	2,50	0,436 [†]	1,90	0,619**	2,73
Alavancagem	-1,551**	-2,67	0,853*	2,54	-3,357*	-2,09	-1,861	-1,39	-5,910*	-2,47
Tamanho	-0,493***	-4,84	-0,781**	-2,91	-0,957***	-3,63	-0,697***	-3,67	-0,579***	-4,78
ROA	-2,870*	-2,20	-9,117 [†]	-1,86	5,238*	2,25	7,551 [†]	1,83	8,370*	2,50
Lucratividade	-0,794*	-2,31	1,125*	2,22	-0,717 [†]	-1,77	-1,465	-1,57	-3,901**	-2,62
Intensidade de capital	2,293 [†]	1,90	-2,196***	-3,64	14,322*	2,25	12,717 [†]	1,78	28,063**	2,75
Intangibilidade	2,541*	2,53	3,262 [†]	1,79	-2,876**	-2,79	-4,199*	-2,18	-4,474**	-2,85
<i>Market-to-book</i>	-0,287***	-6,78	-0,031	-0,22	-1,082***	-3,62	-1,194**	-3,10	-2,169**	-3,51
<i>Market share</i>	0,662*	2,43	0,299 [†]	1,71	0,775*	2,24	-0,205	-1,07	-0,532*	-2,29
Turbulência tecnológica	2,268**	2,96	14,389*	2,06	-16,511*	-2,22	-26,606 [†]	-1,82	-30,661**	-2,66
Turbulência de mercado	4,563*	2,54	-0,467	-1,40	1,147	1,34	4,844	1,55	9,258**	2,61
Termo de correção de endogeneidade	-11,229**	-2,63	-12,322 [†]	-1,90	13,010*	2,44	13,031 [†]	1,94	21,355**	2,79
Constante	21,179**	2,99	26,233*	2,23	-16,120 [†]	-1,90	-16,248	-1,45	-28,857*	-2,38
Efeitos fixos por firma	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Efeitos fixos por ano	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	3.903		3.154		2.539		2.014		1.579	
Número de firmas	842		691		579		484		400	
F	13,90***		13,00***		12,44***		13,98***		12,72***	

Notas. Parâmetros estimados não padronizados. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, [†] sig. < 0,1.

(c) *cash holding* mensurado pela ponderação do caixa e equivalentes de caixa pelas receitas.

5 Discussão geral

5.1 Principais resultados

Efeitos diretos da gestão míope de marketing no desempenho das ações

Nosso estudo demonstra achados similares aos de Chakravarty & Grewal (2016), Chung & Low (2017), Currim et al. (2018) e Mizik (2010), pois não encontramos diferentes níveis de desempenho das ações entre empresas míopes e não míopes relativo ao período em que houve gestão míope de marketing ($t0$) e no ano seguinte ($t+1$). Encontramos efeitos negativos da miopia no desempenho das ações no longo prazo compatíveis com a literatura anterior (Mizik & Jacobson, 2007, Saboo et al., 2016) porque os resultados do nosso estudo mostram que o retorno acumulado das ações em $t+2$, $t+3$ e $t+4$ é significativamente menor em empresas míopes comparado ao retorno das ações de empresas não míopes para o mesmo período.

Os resultados apresentados permitem suportar H_{1a} e H_{1b} e mostram que, em um contexto geral, as evidências empíricas são convergentes com o pressuposto teórico de que o mercado financeiro não diferencia empresas míopes e não míopes no curto prazo (Mizik & Jacobson, 2007). A Teoria da Miopia Gerencial justifica que a precificação das ações no curto prazo seria diminuída caso a miopia fosse reconhecida pelos investidores (Mizik & Jacobson, 2007). Como não há desvalorização das ações das empresas míopes no curto prazo, sem considerar demais fatores contingentes, os resultados dos efeitos diretos da miopia contrapõem a hipótese de mercado eficiente (Roychowdhury et al., 2019).

A Teoria da Miopia Gerencial defende que a diminuição dos investimentos para “inflar” os resultados atuais é uma prática gerencial contraproducente (Stein, 1989) que deteriora o poder dos ativos intangíveis de marketing no médio e longo prazo, influenciando negativamente no valor da firma (Chung & Low, 2017; Currim et al., 2018). Esses efeitos negativos no longo prazo ocorrem porque é quando se torna mais evidente para os investidores a desvalorização dos ativos intangíveis de marketing que perderam capacidade de gerar futuros benefícios econômicos por falta de investimentos sustentados (Chakravarty & Grewal, 2011). Esses pressupostos teóricos mostram-se plausíveis ao reconhecer evidências empíricas de que a sobreavaliação dos preços das ações que ocorreu no curto prazo é corrigida no longo prazo em empresas que praticaram gestão míope de marketing (Mizik & Jacobson, 2007).

Todos esses fundamentos teóricos e evidências empíricas demonstrados em estudos anteriores são compatíveis com os resultados que apresentamos neste estudo quanto aos efeitos diretos da gestão míope de marketing no desempenho das ações. Contudo, há outras condições

e contingências que podem influenciar esse efeito que justificam a necessidade de análises complementares das consequências da gestão míope de marketing (Edeling et al., 2020). Por isso, neste estudo nós propomos que os efeitos da gestão míope de marketing devem ser avaliados considerando a ênfase estratégica e o *cash holding* das firmas.

Efeitos da gestão míope de marketing no desempenho das ações moderados pela ênfase estratégica

Conforme a literatura da gestão míope de marketing avançou, os estudos incluíram fatores contingenciais nas análises para avaliar os condicionantes dos efeitos da gestão míope no desempenho das ações. Nosso estudo foi estruturado neste mesmo sentido e buscou compreender, primeiro, a influência da ênfase estratégica na relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações. Os resultados que nós encontramos demonstram que a ênfase da criação de valor tem capacidade de moderar os efeitos da gestão míope de marketing, pois amplifica o efeito negativo no desempenho das ações no longo prazo e gera efeitos negativos no desempenho de curto prazo, ainda não encontrados nos estudos anteriores. Esse efeito foi encontrado nos testes que avaliaram o desempenho das ações no curto e no longo prazo, permitindo suportar H₂.

O efeito moderador da ênfase na criação de valor na relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações apresentado em nossos testes amplia os resultados demonstrados no estudo de Saboo et al. (2016), que avaliaram o papel moderador da ênfase estratégica na gestão míope de marketing sob a condição de IPO. Demonstramos que o desempenho das ações de firmas com ênfase na criação de valor é menor em comparação às empresas com ênfase na apropriação de valor, quando há práticas gerenciais míopes. Encontramos essa condição no desempenho das ações de longo prazo, assim como foi demonstrado no estudo de Saboo et al. (2016).

Também demonstramos em nosso estudo que o mercado financeiro reage rápido à gestão míope de marketing em firmas com ênfase na criação de valor. Os resultados da nossa pesquisa mostram que a capacidade de avaliar e reagir às práticas míopes no curto prazo são possíveis porque os investidores diferenciam as firmas a partir da estratégia empregada para competir. Esse resultado era esperado porque a ênfase na criação de valor é uma estratégia mais arriscada em comparação ao investimento na apropriação de valor, despertando mais atenção, escrutínio e receio dos investidores (Mizik & Jacobson, 2003; Wang et al., 2020). O receio dos investidores está calcado no fato de que uma empresa que prioriza investimentos em inovação, enquanto investe menos em publicidade, demonstra que atua no mercado aplicando uma

estratégia de “inovação aberta”, pois se preocupa em conservar práticas disruptivas, mas, não evita que suas inovações sejam acessadas e copiadas por empresas retardatárias, o que torna os seus ativos intangíveis e a respectiva capacidade de gerar valor rapidamente perecíveis (Aspara & Tikkanen, 2013).

A literatura apresentou discussões teóricas de que a flutuação nos investimentos presentes em firmas com ênfase da criação de valor pode diminuir a capacidade de gerar resultados futuros, amplificando mais ainda os riscos da ênfase na criação de valor (Srivastava & Gnyawali, 2011). Os resultados do nosso estudo indicam que os investidores reconhecem essa condição, pois diminuem os preços das ações das empresas com ênfase na criação de valor que praticaram gestão míope de marketing tão logo que as demonstrações financeiras dessas firmas são expostas publicamente. Assim, tais resultados mostram que o mercado financeiro nem sempre é enganado pela gestão míope de marketing, como proposto pela Teoria da Miopia Gerencial, pois o mercado pode reagir negativamente no curto prazo após a “manipulação” dos investimentos de marketing. Nesse sentido, os resultados do nosso estudo convergem com a pesquisa de Bendig et al. (2018), que também apresentou evidências empíricas da reação negativa do mercado financeiro no curto prazo diante das práticas míopes em conjunto com a recompra de ações.

As evidências apresentadas aproximam os achados do nosso estudo com o comportamento esperado para o mercado financeiro segundo a hipótese de mercado eficiente. Esses achados pontuam que os investidores apresentam reações imediatas diante de sinais que podem descortinar as estratégias ocultas da gestão míope de marketing (Mizik & Jacobson, 2007).

Efeitos da gestão míope de marketing no desempenho das ações moderados conjuntamente pela ênfase estratégica e pelo cash holding

A literatura de finanças dedicou atenção aos efeitos do *cash holding* no preço das ações, contudo, os resultados são amplamente díspares e demonstram que a liquidez financeira organizacional pode atuar tanto como impulsionador como um recurso de deterioração do valor de mercado de uma empresa (Weidemann, 2018). Essa amplitude de resultados é explicada por diversas teorias que discutem os contextos organizacionais e de mercado que ajudam a compreender as distintas abordagens do *cash holding* para as empresas e para os investidores. Nosso estudo se apoiou na Teoria Pecking Order e no pressuposto da flexibilidade financeira da Teoria da Agência.

Após apresentar os efeitos nos retornos das ações a partir da gestão míope de marketing considerando a ênfase estratégica, apresentamos os resultados desta moderação interagindo juntamente com o *cash holding*. Os testes demonstraram que, existindo alto *cash holding*, são positivos os efeitos da interação entre gestão míope de marketing e ênfase da criação de valor no desempenho das ações, no curto e no longo prazo. Quando há baixo *cash holding*, o desempenho das ações permanece negativo em empresas míopes com ênfase na criação de valor, convergindo com os resultados da pesquisa de Deb et al. (2017). Esses efeitos existem no curto e no longo prazo a partir do ano que ocorreu a prática de miopia, suportando H₃.

Os resultados do nosso estudo demonstram que o *cash holding* influencia a percepção e as expectativas dos investidores quanto à gestão míope de marketing em empresas com ênfase na criação de valor. Ao manter alto *cash holding*, as empresas com ênfase na criação de valor são capazes de convencer o mercado financeiro de que a diminuição dos orçamentos de marketing e P&D não é uma prática de subinvestimento e que não influenciará a capacidade da empresa em gerar futuros fluxos de caixa (He & Ciccone, 2019). Os investidores podem ser convencidos porque a disponibilidade de caixa permite flexibilidade financeira para retomar investimentos que podem potencializar ou estabilizar os fluxos de caixa futuros sem a necessidade de buscar investimentos externos (Jensen, 1986; Myers & Majluf, 1984).

Por meio dos resultados apresentados, encontramos indícios de que as empresas com ênfase na criação de valor e que não apresentam gestão míope não desfrutam das mesmas vantagens do alto *cash holding* que as empresas míopes. Isso ocorre porque os investidores aceitam altos níveis de dinheiro em caixa quando outros interesses são atendidos (Chen & Chuang, 2009). As empresas míopes apresentam surpresas positivas nos lucros, uma condição avaliada positivamente pelos investidores por causa das expectativas de fluxos de caixa, além de ser uma condição compatível com alto *cash holding*. Contudo, as empresas não míopes podem sacrificar os lucros atuais para manter seus investimentos. Nestas condições, o alto *cash holding* pode ser compreendido pelo mercado como uma situação incoerente com o lucro apresentado (Breuer et al., 2016), por indicar que as empresas, mesmo dispostas de recursos financeiros, não conseguem equilibrar resultados de curto e longo prazo (Chakravarty & Grewal, 2016).

O baixo *cash holding* em empresas com ênfase na criação de valor e miopia na gestão de marketing geram efeitos negativos no desempenho das ações, pois emitem dois sinais negativos ao mercado. O primeiro é o corte dos investimentos que pode desestabilizar os ativos intangíveis e, conseqüentemente, a capacidade de gerar fluxos de caixas futuros (Srivastava et al., 1998). O segundo é o forte comprometimento do caixa com a liquidação das obrigações da

firma indicando que a ampliação dos investimentos pode ser dependente de financiamentos que gerarão custos financeiros ou da emissão de novas ações, que diluirá a participação dos investidores nos lucros da firma (Myers & Majluf, 1984). O receio dos investidores com essas duas condições gera diminuição do preço das ações.

Destacamos que o índice do *cash holding* utilizado em nossa pesquisa mede a liquidez financeira em face das obrigações que as firmam apresentam. Os resultados demonstram que os investidores consideram não apenas o volume de recursos em caixa, mas se esses recursos estão comprometidos com os passivos assumidos pela empresa. Portanto, quanto mais uma empresa apresenta disponibilidade de recursos financeiros excedentes ao valor das obrigações já assumidas, mais forte é a evidência de que a empresa não necessitará recorrer a novos financiamentos externos para liquidar suas obrigações e realizar investimentos (Myers, 1984). Além de sinalizar folga financeira, o *cash holding* sinaliza flexibilidade financeira e ameniza o receio do mercado financeiro quanto aos riscos da “manipulação” dos investimentos em atividades de criação de valor (Weidemann, 2018).

Ao demonstrar a reação dos investidores no curto prazo, os resultados do nosso estudo convergem com a pesquisa de Bendig et al. (2018) que apresentou as primeiras evidências empíricas da capacidade do mercado em reagir à gestão míope de marketing imediatamente após a divulgação das informações financeiras. Contudo, a perspectiva da capacidade de monitoramento do mercado financeiro apresentada em nosso estudo é diferente dos resultados do estudo de Bendig et al. (2018). Segundo esse estudo, a gestão míope de marketing é tratada com mais severidade pelo mercado financeiro quando há recompra de ações porque emite sinais de possíveis restrições financeiras, considerando que diminui os recursos financeiros líquidos, ampliando o escrutínio dos investidores (Bendig et al., 2018). Esses sinais, entretanto, provêm de um evento esporádico (recompra de ações).

Nós também mostramos como os investidores podem reagir à miopia no curto prazo. Para isso, apresentamos, primeiro, a ênfase na criação de valor como elemento que diminui o preço das ações, e, segundo, junto a essa interação, incorporamos o *cash holding*, que aumenta o preço das ações. A ênfase estratégica é um posicionamento que a empresa assume para competir no mercado (Kim & McAlister, 2011) enquanto o *cash holding* está ligado às políticas financeiras da entidade (Gao, 2011). Apesar destas estratégias sofrerem variância ao longo dos anos, não são tão atípicas quanto a recompra das ações.

Defendemos que o mercado financeiro tem capacidade de identificar a gestão míope de marketing no curto prazo existe porque os resultados demonstraram que o desempenho das ações no curto prazo (negativo para a moderação da ênfase da criação de valor e positivo quando

incluída a moderação do *cash holding*) permanece no mesmo sentido no longo prazo. Essas evidências indicam que os investidores não se enganaram ao precificar as ações no curto prazo após a prática de gestão míope porque não houve alteração no padrão do desempenho (de negativo para positivo e vice-versa ou de efeito significativo para não significativo) das ações ao longo de 5 anos.

Apesar de existir assimetria de informações entre empresas e o mercado financeiro, destacamos que as avaliações das firmas feitas pelos *shareholders* são cada vez mais sofisticadas em razão dos inúmeros recursos de análise de dados financeiros, do acesso a profissionais especializados em análise de investimentos e da pressão dos reguladores contábeis e do próprio mercado de capitais (*shareholder activism*) para práticas de transparência da gestão das firmas (Edeling et al., 2020). Há também muitas formas de sinalização das informações privadas que as empresas empregam para auxiliar os investidores a precificar as ações (Spence, 1973). Essas condições contribuem com a avaliação da qualidade dos lucros atuais e com a estimação da capacidade da firma em gerar valor no longo prazo (Hanssens, 2019), influenciando a precificação das ações no mercado financeiro.

Nossos resultados também demonstraram que a interação entre a gestão míope de marketing e o *cash holding* gera efeitos negativos no desempenho das ações do curto prazo ($t0$ e $t+1$). Esses efeitos indicam que o *cash holding* é capaz de influenciar negativamente o preço das ações das empresas míopes quando não há a moderação pela ênfase estratégica. Ou seja, sem diferenciar a estratégia de competição adotada pelas empresas, o alto *cash holding* também contribui com a sinalização das políticas financeiras (Stein, 1989) porque amplia a capacidade do mercado financeiro em identificar a gestão míope de marketing e desvalorizar o preço das ações das respectivas firmas no curto prazo. Destacamos que encontramos efeitos diretos negativos do *cash holding* no desempenho das ações. Esse resultado contribuiu com a compreensão de que, em contexto amplo, a ampla disponibilidade de recursos financeiros no caixa é reconhecida pelos investidores como uma consequência de uma gestão ineficiente porque o dinheiro ocioso gera custos (Almeida et al., 2004) e a falta de compreensão de qual será a destinação deste recurso gera conflitos de agência (Mikkelson & Partch, 2003).

Os resultados listados na Tabela 7 e na Figura 2 mostram ainda que o desempenho das ações para as empresas míopes, no cenário de alto (vs. baixo) *cash holding*, é positivo (vs. negativo), no curto e no longo prazo, quando há ênfase da criação de valor. O desempenho das ações das empresas não míopes, apesar de ser sempre menor (vs. maior) em comparação às empresas míopes com alto (vs. baixo) *cash holding*, apresenta tendências diferentes ao longo do tempo, conforme aumenta a ênfase da criação de valor. Esses resultados sugerem que o

desempenho de longo prazo das empresas que aderem à gestão míope de marketing é mais estável em comparação ao desempenho de longo prazo das ações de firmas sem gestão míope de marketing.

5.2 Discussão teórica

Esta pesquisa apresenta quatro principais contribuições teóricas. Primeiro, nós contribuímos com a literatura de gestão míope de marketing ao ampliar os resultados da pesquisa de Saboo et al. (2016) utilizando a ênfase estratégica como moderadora dos efeitos da gestão míope de marketing no desempenho das ações. Enquanto o estudo de Saboo et al. (2016) apresentou efeitos apenas no longo prazo e a partir de um contexto específico (IPO), nós estimamos nossos modelos em um contexto amplo, sem restringir a um evento específico, encontrando efeitos negativos no desempenho das ações no curto e no longo prazo. O efeito negativo no desempenho das ações no curto prazo converge com o estudo de Bendig et al. (2018) e o desempenho negativo no longo prazo converge com estudos que avaliaram a miopia de marketing diante da pressão de analistas (Chakravarty & Grewal, 2016; Currim et al., 2018), de recessões econômicas (Currim et al., 2016) e da turbulência de mercado e tecnológica (Chung & Low, 2017). Assim, ao apresentar o papel moderador da ênfase estratégica no desempenho das ações de curto e longo prazo, nosso estudo encorpa a corrente defendida pela literatura da miopia gerencial de que a diminuição dos investimentos para “inflar” resultados no curto prazo pode gerar perda da capacidade de criação de valor ao acionista no longo prazo.

Segundo, nós contribuímos com a literatura de gestão míope de marketing ao apresentar um motivo pelo qual as empresas continuam aderindo às práticas míopes depois de diversos estudos demonstrarem a capacidade depreciativa desta estratégia no valor de mercado das firmas no longo prazo. Nós demonstramos que é possível gerar efeitos positivos no desempenho das ações no curto prazo e manter esses efeitos ao longo dos anos seguintes após cortes míopes. As evidências apresentadas em nosso estudo indicam que esse efeito positivo ocorre, no curto e no longo prazo, em empresas com ênfase na criação de valor e que mantêm alto *cash holding*.

A pesquisa de Saboo et al. (2016) demonstrou que há efeitos positivos no desempenho das ações no longo prazo quando as empresas míopes apresentam amplo número de clientes importantes, indicando que relações fortes com o mercado consumidor podem ajudar a dissipar os efeitos prejudiciais da miopia. Nós utilizamos a ênfase estratégica e o *cash holding* como moderadores, sendo, respectivamente, uma condição de estratégia competitiva e uma estratégia financeira. Oferecemos, portanto, uma nova perspectiva de análise das consequências da gestão

míope de marketing no desempenho das ações e elucidamos a questão dos motivos para a continuidade de práticas míopes. Ou seja, há evidências de que a desvalorização das ações no longo prazo após práticas gerenciais míopes não é uma condição irreversível conforme indicam os pressupostos da Teoria da Miopia Gerencial. A literatura anterior apresentou que a miopia também está presente na avaliação feita por investidores porque podem ser convencidos de que os possíveis efeitos negativos da diminuição de investimentos no período corrente serão sanados por outros investimentos futuros (Garel, 2017). Os resultados da nossa pesquisa demonstram justamente essa possibilidade, indicando que há condições organizacionais, como a ênfase na criação de valor junto com alto *cash holding*, em que os investidores acreditam que as consequências negativas da miopia não ocorrerão ou que poderão ser contornadas. Essa expectativa existe porque as empresas que priorizam investimentos em P&D atraem investidores que reconhecem a necessidade de estimar os resultados de longo prazo considerando especialmente a capacidade financeira de manutenção dos projetos em andamento (Breuer et al., 2016).

Terceiro, os resultados da nossa pesquisa contribuem com os estudos da ênfase estratégica. A literatura reconhece a importância de ambas as ênfases estratégicas (criação e apropriação de valor) para o valor da firma (Mizik & Jacobson 2003; Swaminathan et al., 2008). Demonstramos que as empresas com ênfase na criação de valor são mais penalizadas pelo mercado financeiro quando ocorre redução nos investimentos de marketing. Isso demonstra que, dado o caráter de longo prazo dos projetos de inovação e o risco comumente presente nos projetos das firmas com ênfase na criação de valor (Han et al., 2017), o mercado financeiro considera a “manipulação” dos investimentos de marketing ao estimar os futuros fluxos de caixa e precificar as ações no curto prazo. Além disso, os nossos resultados indicam que as empresas com ênfase na apropriação de valor e baixo *cash holding* não apresentam diferenças no desempenho das ações com e sem gestão míope (ver Figura 2). Considerando que a ênfase na apropriação de valor gera resultados principalmente no curto prazo, os cortes míopes pouco interferem nos futuros fluxos de caixa das empresas que adotam essa ênfase estratégica (Wang et al., 2020), dado que os principais efeitos negativos da miopia é o enfraquecimento dos resultados que ocorrerão no longo prazo a partir da reduções dos investimentos atuais (Mizik & Jacobson, 2007). Também demonstramos que o mercado pode ser mais condescendente com as empresas com ênfase na criação de valor quando há alto *cash holding*. A expectativa é que o *cash holding* proporcione flexibilidade financeira (Jensen, 1986) para essas firmas superarem as dificuldades que ocorrerão na utilidade dos ativos de marketing que serão a consequência da diminuição dos investimentos.

Quarto, nosso estudo contribui com a lacuna na literatura de marketing acerca dos efeitos conjuntos das estratégias de marketing e teorias financeiras, considerando que o *cash holding* é um elemento que não foi discutido nos estudos que avaliam os efeitos das estratégias de marketing no valor da firma. Nós demonstramos que o *cash holding* tem capacidade de minimizar o efeito negativo da gestão míope de marketing no desempenho das ações das empresas com ênfase na criação de valor. Esse efeito indica que os investidores preferem assumir o risco de subinvestimento em marketing no período atual do que assumir o risco de que, para dar continuidade aos seus projetos no futuro (Jensen, 1986), as empresas com ênfase na criação de valor dependam da emissão de títulos patrimoniais ou de fundos externos, que gerarão custos de agência associados à dívida e ao patrimônio líquido (Myers, 1984).

As atividades de criação de valor são sustentadas por projetos de longo prazo que implicam mais riscos, enquanto a apropriação de valor busca resultados imediatos (Han et al., 2017). Ao reconhecer os distintos efeitos temporais das ênfases estratégicas de marketing e a expectativas de futuras perdas com a adoção da gestão míope de marketing, torna-se compreensível que o alto *cash holding* e sua capacidade de flexibilidade financeira, que preza especialmente pela continuidade dos projetos de longo prazo, implique em um efeito mais incisivo na suavização do receio dos investidores nas empresas que priorizam investimentos em P&D, que, em geral, demandam longo prazo para alcançar a fase de comercialização dos seus produtos/serviços e obtenção de resultados financeiros. É natural e esperado, portanto, que as firmas com ênfase nos investimentos em publicidade que buscam a manutenção do valor criado anteriormente e conduzidas com objetivos de curto alcance, serão pouco afetadas pelas políticas financeiras do alto *cash holding* que proporcionam benefícios no longo prazo.

A literatura sugere que as empresas movidas por inovações, com resultados futuros incertos, ao acumular dinheiro em caixa obtêm benefícios como o fortalecimento dos vínculos com agentes financiadores e mitigação dos riscos de subinvestimentos futuros (He & Ciccone, 2019; He & Wintoki, 2016). Contudo, apresentamos que o *cash holding* é reconhecido pelos investidores como um ativo estratégico apenas na presença da gestão míope de marketing, condição em que a disponibilidade de recursos em caixa sinaliza que os gestores têm tomado medidas de controle das condições financeiras da firma no curto e no longo prazo (Myers & Majluf, 1984). Sem a presença de indícios de gerenciamento de resultados por meio de atividades reais, os efeitos do alto *cash holding* são menos incisivos, indicando que os investidores percebem a retenção de dinheiro em caixa como resultado da ociosidade de investimentos, o que por sua vez, aumenta as incertezas quanto ao uso e retorno futuro desse recurso (Almeida et al., 2004; Deb et al., 2017; Tong 2011).

5.3 Discussão gerencial

Primeiro, os resultados indicam que a reação do mercado financeiro diante da gestão míope de marketing pode ocorrer no curto prazo. Além disso, demonstramos que os efeitos da miopia no desempenho das ações de curto prazo se mantêm ao longo dos próximos anos. Diferente da maioria das pesquisas anteriores que defenderam que os efeitos da miopia no valor da firma ocorrem apenas no longo prazo (Chakravarty & Grewal, 2016; Chung & Low, 2017; Currim et al., 2018; Mizik, 2010; Mizik & Jacobson, 2007), destacamos que os gestores devem se afastar de tais estratégias. Apresentamos essa recomendação considerando que é irreal a expectativa de que haverá tempo suficiente para tentar “manipular” a reação do mercado financeiro nos períodos seguintes, antes que ocorra a materialização da desvalorização dos ativos intangíveis de marketing e a respectiva redução da capacidade de gerar resultados econômicos e financeiros, especialmente para empresas que realizam investimentos com ênfase na criação de valor e baixo *cash holding*.

Segundo, os resultados mostram que os efeitos da miopia no desempenho das ações sofrem variabilidade a partir da heterogeneidade das empresas. As consequências da miopia podem ser mascaradas ou agravadas, dependendo de quão bem as empresas podem implantar seus recursos e estratégias quando decidem agir de forma a diminuir investimentos de marketing para aumentar os lucros atuais (Saboo et al., 2016). A prática de diminuir investimentos para aumentar o lucro presente sempre é uma condição contraproducente (Chung & Low, 2017), pois ainda que a empresa empregue outros meios para “manipular” os resultados futuros, se entende que se não houvesse variabilidade nos investimentos em ativos intangíveis, os lucros e fluxos de caixa poderiam ser ainda melhores (Srivastava et al., 1998). Considerando a pressão por resultados a curto prazo, para que as empresas não se obriguem a adotar uma gestão míope, é necessário ampliar as práticas de transparência, munindo os investidores com mais informações para esclarecer as estratégias organizacionais que foram adotadas (Bendle & Wang, 2017; Chakravarty & Grewal, 2011; Stewart, 2009).

Terceiro, os resultados do nosso estudo oferecem novas orientações para ajudar as empresas a decidir estrategicamente as alocações de recursos entre as ênfases na criação e na apropriação de valor (Aspara & Tikkanen, 2013). Nós demonstramos que a prioridade dos investimentos em inovação pode gerar melhores influências nos preços das ações quando as empresas não se envolvem em práticas gerenciais míopes.

Por fim, demonstramos que o alto *cash holding* fortalece as defesas organizacionais contra os efeitos negativos na diminuição dos investimentos de marketing em empresas com

ênfase na criação de valor. Destacamos que o efeito moderador do *cash holding* no desempenho das ações é esperado para as empresas que investem em inovação e que apresentam alto nível de recursos financeiros líquidos excedentes às obrigações de curto prazo. Ou seja, não é apenas o volume de dinheiro em caixa que deve ser considerado para prever as reações dos investidores (Faulkender & Wang, 2006), mas, os sinais da flexibilidade financeira para reagir diante de condições imprevistas e a capacidade de demonstrar que os recursos internos são suficientes para financiar as obrigações operacionais e os projetos presentes e futuros (He & Wintoki, 2016).

5.4 Limitações e futuras pesquisas

Primeiro, essa pesquisa se limita à análise do gerenciamento das despesas de marketing considerando as reduções em tais gastos. A literatura demonstrou que existem outras formas de gerenciamento de resultados por intermédio das atividades de marketing, como a troca de investimentos de longo prazo por investimentos em recursos que geram lucros rápidos, como promoções (Chapman & Steenburgh, 2011). Essas condições não fazem parte da nossa análise, pois nos preocupamos em avaliar especialmente as reduções da execução de orçamentos globais das atividades de marketing. Sugerimos que futuras pesquisas utilizem dados gerenciais para investigar as consequências financeiras da gestão míope de marketing no curto e longo prazo (lucros, fluxos de caixa, valor de mercado, etc.). As novas análises podem considerar se, dentre os diversos tipos de investimentos de marketing, existem alvos específicos ou se a gestão míope de marketing atinge igualmente todos os investimentos de marketing, assim como as respectivas consequências mercadológicas e financeiras. A possibilidade de conhecer efeitos mais específicos da gestão míope dos orçamentos de marketing é uma direção promissora para as futuras pesquisas (Chakravarty & Grewal, 2016).

Segundo, nós utilizamos as despesas de vendas, gerais e administrativas menos as despesas de P&D para medir os investimentos de marketing. Essa medida, apesar de ser amplamente aplicada na literatura de marketing (Bendig et al., 2018; Chung & Low, 2017; Currim et al., 2018; Saboo et al., 2016; Mizik, 2010; Mizik & Jacobson, 2007; Srinivasan & Ramani, 2019), inclui também outros tipos de gastos desassociados com o marketing. Essa limitação não pode ser sanada por essa pesquisa porque os dados fornecidos pela Compustat não são separados por itens de despesas.

Terceiro, a literatura de finanças apresenta diversas *proxies* para mensurar o *cash holding*. Nós propomos neste estudo uma nova medida (índice da liquidez imediata) que buscou

atender aos pressupostos teóricos e ser aplicável ao contexto do marketing. Apesar de nós apresentarmos testes com outras duas *proxies* (índice da liquidez corrente e metodologia de Dittmar et al. (2003)) que geraram resultados no mesmo sentido, a medição do *cash holding* por meio da liquidez imediata demanda mais estudos para confirmar sua validade preditiva e moderadora dos investimentos de marketing e os respectivos efeitos no desempenho das ações.

Considerando a cadeia de produtividade do marketing proposta por Rust et al. (2004), sugerimos que futuras pesquisas investiguem os efeitos da gestão míope de marketing, juntamente à ênfase estratégica e o *cash holding*, nos ativos intangíveis de marketing (*brand equity*, *customer equity*, etc.), na posição de mercado (*market share*, vendas, etc.) e na posição financeira (fluxos de caixa, lucros, etc.) para explicar em profundidade os processos que ligam os investimentos de marketing ao valor da firma apresentada em nossa pesquisa. A compreensão do papel dos elementos intermediários entre os investimentos e o valor da firma ajuda a demonstrar a responsabilidade do marketing em criar valor (Edeling & Fischer, 2016; Hanssens & Pauwels, 2016, Stewart, 2009). Recomendamos também que os futuros estudos investiguem os reflexos da gestão míope de marketing no mercado de produtos para compreender, além das dificuldades financeiras, os efeitos de ordem operacional (Moorman et al., 2012), assim como Bendig et al. (2018) que demonstraram a associação entre a gestão míope de marketing e o número de *recalls* de produtos.

Por fim, considerando que as práticas míopes representam uma conduta que produz risco moral aos investidores (Roychowdhury et al., 2019), sugerimos a investigação da propensão das empresas míopes em agir oportunisticamente em outras situações organizacionais, como por exemplo, em relação à amplitude da divulgação voluntária de informações de marketing (Simpson, 2008, Stewart, 2009). Sugerimos ainda que futuras pesquisas ampliem a análise apresentada em nosso estudo controlando os efeitos da presença de investidores institucionais (Boo & Kim, 2020) e demais aspectos relacionados à entidade controladora, assim como os eventos de reorganização societária (fusão, cisão, incorporação).

Referências

- Aspara, J., & Tikkanen, H. (2013). Creating novel consumer value vs. capturing value: Strategic emphases and financial performance implications. *Journal of Business Research*, 66(5), 593-602. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.04.004>
- Ahearne, M. J., Boichuk, J. P., Chapman, C. J., & Steenburgh, T. J. (2016). Real earnings management in sales. *Journal of Accounting Research*, 54(5), 1233-1266. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12134>
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, 18(1), 47-82. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(82\)90095-1](https://doi.org/10.1016/0304-4076(82)90095-1)
- Bahadir, B., & Bahadir, S. C. (2020). Financial development and country-level advertising spending: The moderating role of economic development and national culture. *Journal of International Marketing*, 28(3), 3-20. <https://doi.org/10.1177/1069031X20936278>
- Bendig, D., Willmann, D., Strese, S., & Brettel, M. (2018). Share repurchases and myopia: Implications on the stock and consumer markets. *Journal of Marketing*, 82(2), 19-41. <https://doi.org/10.1509/jm.16.0200>
- Bendle, N. T., & Wang, X. S. (2017). Marketing accounts. *International Journal of Research in Marketing*, 34(3), 604-621. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2017.03.002>
- Bharadwaj, N., Hanssens, D. M., & Rao, R. K. (2020). Corporate brand value and cash holdings. *Journal of Brand Management*, 27, 408-420. <https://doi.org/10.1057/s41262-020-00188-5>
- Boo, C., & Kim, C. (2020). Institutional ownership and marketing myopic management. *Applied Economics Letters*, 27(15), 1-5. <https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1739608>
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878. <https://www.jstor.org/stable/2327950>
- Breuer, W., Rieger, M. O., & Soyepak, K. C. (2016). Corporate cash holdings and ambiguity aversion. *Review of Finance*, 21(5), 1933-1974. <https://doi.org/10.1093/rof/rfw025>
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333. <https://www.jstor.org/stable/248542>
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Casenave, E., & Klarmann, M. (2020). The accountability paradox: How holding marketers accountable hinders alignment with short-term marketing goals. *Journal of Business Research*, 112, 95-108. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.02.047>
- Chakravarty, A., & Grewal, R. (2011). The stock market in the driver's seat! Implications for R&D and marketing. *Management Science*, 57(9), 1594-1609. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1317>

- Chakravarty, A., & Grewal, R. (2016). Analyst earning forecasts and advertising and R&D budgets: Role of agency theoretic monitoring and bonding costs. *Journal of Marketing Research*, 53(4), 580-596. <https://doi.org/10.1509/jmr.14.0204>
- Chapman, C. J., & Steenburgh, T. J. (2011). An investigation of earnings management through marketing actions. *Management Science*, 57(1), 72-92. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1100.1254>
- Chen, Y. R., & Chuang, W. T. (2009). Alignment or entrenchment? Corporate governance and cash holdings in growing firms. *Journal of Business Research*, 62(11), 1200-1206. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.06.004>
- Chung, T. S., & Low, A. (2017). The impact of investor impatience and environmental turbulence on myopic marketing management and stock performance. *International Journal of Research in Marketing*, 34(3), 660-677. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2017.01.004>
- Currin, I. S., Lim, J., & Kim, J. W. (2012). You get what you pay for: The effect of top executives' compensation on advertising and R&D spending decisions and stock market return. *Journal of Marketing*, 76(5), 33-48. <https://doi.org/10.1509/jm.11.0225>
- Currin, I. S., Lim, J., & Zhang, Y. (2016). Commitment to marketing spending through recessions. *European Journal of Marketing*, 50(12), 2134-2161. <https://doi.org/10.1108/EJM-08-2015-0541>
- Currin, I. S., Lim, J., & Zhang, Y. (2018). Effect of analysts' earnings pressure on marketing spending and stock market performance. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 46(3), 431-452. <https://doi.org/10.1007/s11747-017-0540-y>
- Daniel, K., & Titman, S. (1997). Evidence on the characteristics of cross sectional variation in stock returns. *The Journal of Finance*, 52(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03806.x>
- Deb, P., David, P., & O'Brien, J. (2017). When is cash good or bad for firm performance?. *Strategic Management Journal*, 38(2), 436-454. <https://doi.org/10.1002/smj.2486>
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133. <https://www.jstor.org/stable/4126766>
- Edeling, A., & Fischer, M. (2016). Marketing's impact on firm value: Generalizations from a meta-analysis. *Journal of Marketing Research*, 53(4), 515-534. <https://doi.org/10.1509/jmr.14.0046>
- Edeling, A., Srinivasan, S., & Hanssens, D. M. (2020). The marketing–finance interface: A new integrative review of metrics, methods, and findings and an agenda for future research. *International Journal of Research in Marketing*, (in press). <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2020.09.005>
- Faleye, O. (2004). Cash and corporate control. *The Journal of Finance*, 59(5), 2041-2060. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00691.x>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>

- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- Feng, C., Patel, P. C., & Xiang, K. (2020). The well-trodden path: Complementing market and entrepreneurial orientation with a strategic emphasis to influence IPO survival in the United States. *Journal of Business Research*, 110, 370-385. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.065>
- Feng, H., Morgan, N. A., & Rego, L. L. (2017). Firm capabilities and growth: The moderating role of market conditions. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(1), 76-92. <https://doi.org/10.1007/s11747-016-0472-y>
- Fine, M. B., Gleason, K., & Mullen, M. (2017). Marketing spending and aftermarket performance of IPO firms. *Marketing Intelligence & Planning*, 35(4), 560-576. <https://doi.org/10.1108/MIP-05-2016-0083>
- Fornell, C., Mithas, S., Morgeson III, F. V., & Krishnan, M. S. (2006). Customer satisfaction and stock prices: High returns, low risk. *Journal of Marketing*, 70(1), 3-14. <https://doi.org/10.1509/jmkg.70.1.003.qxd>
- Frésard, L., & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 359-384. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.04.004>
- Gao, N. (2011). The adverse selection effect of corporate cash reserve: Evidence from acquisitions solely financed by stock. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 789-808. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.002>
- Garel, A. (2017). Myopic market pricing and managerial myopia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(9-10), 1194-1213. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12262>
- Gruca, T. S., & Rego, L. L. (2005). Customer satisfaction, cash flow, and shareholder value. *Journal of Marketing*, 69(3), 115-130. <https://doi.org/10.1509/jmkg.69.3.115.66364>
- Hamilton, B. H., & Nickerson, J. A. (2003). Correcting for endogeneity in strategic management research. *Strategic Organization*, 1(1), 51-78. <https://doi.org/10.1177/1476127003001001218>
- Han, K., Mittal, V., & Zhang, Y. (2017). Relative strategic emphasis and firm-idiosyncratic risk: The moderating role of relative performance and demand instability. *Journal of Marketing*, 81(4), 25-44. <https://doi.org/10.1509/jm.15.0509>
- Hanssens, D. M. (2019). The case for research on the marketing–finance interface. *Recherche et Applications en Marketing*, 34(3), 138-142. <https://doi.org/10.1177/2051570719826454>
- Hanssens, D. M., & Pauwels, K. H. (2016). Demonstrating the value of marketing. *Journal of Marketing*, 80(6), 173-190. <https://doi.org/10.1509/jm.15.0417>
- Hanssens, D. M., Parsons, L. J., & Schultz, R. L. (2003). *Market response models: Econometric and time series analysis* (2nd ed.). New York: Kluwer Academic Publishers.
- Hanssens, D. M., Wang, F., & Zhang, X. P. (2016). Performance growth and opportunistic marketing spending. *International Journal of Research in Marketing*, 33(4), 711-724. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2016.01.008>
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179>

- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002>
- Hauser, J., Tellis, G. J., & Griffin, A. (2006). Research on innovation: A review and agenda for marketing science. *Marketing Science*, 25(6), 687-717. <https://doi.org/10.1287/mksc.1050.0144>
- He, Z., & Ciccone, S. (2019). Too much liquidity? Seemingly excess cash for innovative firms. *Financial Review*, 55(1), 121-144. <https://doi.org/10.1111/fire.12210>
- He, Z., & Wintoki, M. B. (2016). The cost of innovation: R&D and high cash holdings in US firms. *Journal of Corporate Finance*, 41, 280-303. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.10.006>
- Hughes, M., Hughes, P., Yan, J., & Sousa, C. M. (2019). Marketing as an investment in shareholder value. *British Journal of Management*, 30(4), 943-965. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12284>
- Jain, B. A., Li, J., & Shao, Y. (2013). Governance, product market competition and cash management in IPO firms. *Journal of Banking & Finance*, 37(6), 2052-2068. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.01.032>
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jia, X. (2020). Corporate social responsibility activities and firm performance: The moderating role of strategic emphasis and industry competition. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 65-73. <https://doi.org/10.1002/csr.1774>
- Josephson, B. W., Johnson, J. L., & Mariadoss, B. J. (2016). Strategic marketing ambidexterity: Antecedents and financial consequences. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 44(4), 539-554. <https://doi.org/10.1007/s11747-015-0438-5>
- Joshi, A., & Hanssens, D. M. (2010). The direct and indirect effects of advertising spending on firm value. *Journal of Marketing*, 74(1), 20-33. <https://doi.org/10.1509/jmkg.74.1.20>
- Kashmiri, S., Gala, P., & Nicol, C. D. (2019). Seeking pleasure or avoiding pain: Influence of CEO regulatory focus on firms' advertising, R&D, and marketing controversies. *Journal of Business Research*, 105, 227-242. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.08.022>
- Kim, M., & McAlister, L. M. (2011). Stock market reaction to unexpected growth in marketing expenditure: Negative for sales force, contingent on spending level for advertising. *Journal of Marketing*, 75(4), 68-85. <https://doi.org/10.1509/jmkg.75.4.68>
- Kim, M., Xiong, G., & Kim, K. H. (2018). Where does pride lead? Corporate managerial hubris and strategic emphasis. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 46(3), 537-556. <https://doi.org/10.1007/s11747-017-0547-4>

- Kothari, S. P., Mizik, N., & Roychowdhury, S. (2016) Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. *The Accounting Review*, 91(2), 559-586. <https://doi.org/10.2308/accr-51153>
- Lepak, D. P., Smith, K. G., & Taylor, M. S. (2007). Value creation and value capture: A multilevel perspective. *Academy of Management Review*, 32(1), 180-194. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.23464011>
- Levitas, E., & McFadyen, M. A. (2009). Managing liquidity in research-intensive firms: Signaling and cash flow effects of patents and alliance activities. *Strategic Management Journal*, 30(6), 659-678. <https://doi.org/10.1002/smj.762>
- Liu, Y., & Mauer, D. C. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 183-198. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.008>
- Luo, X. (2008). When marketing strategy first meets Wall Street: Marketing spendings and firms' initial public offerings. *Journal of Marketing*, 72(5), 98-109. <https://doi.org/10.1509/jmkg.72.5.098>
- Luo, X. (2009). Quantifying the long-term impact of negative word of mouth on cash flows and stock prices. *Marketing Science*, 28(1), 148-165. <https://doi.org/10.1287/mksc.1080.0389>
- Madden, T. J., Fehle, F., & Fournier, S. (2006). Brands matter: An empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(2), 224-235. <https://doi.org/10.1177/0092070305283356>
- McAlister, L., Srinivasan, R., & Kim, M. (2007). Advertising, research and development, and systematic risk of the firm. *Journal of Marketing*, 71(1), 35-48. <https://doi.org/10.1509/jmkg.71.1.035>
- Mikkelsen, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275-294. <https://www.jstor.org/stable/4126751>
- Mishra, S., & Ewing, M. T. (2020). Financial constraints and marketing investment: Evidence from text analysis. *European Journal of Marketing*, 54(3), 525-545. <https://doi.org/10.1108/EJM-01-2019-0090>
- Mizik, N. (2010). The theory and practice of myopic management. *Journal of Marketing Research*, 47(4), 594-611. <https://doi.org/10.1509/jmkr.47.4.594>
- Mizik, N., & Jacobson, R. (2003). Trading off between value creation and value appropriation: The financial implications of shifts in strategic emphasis. *Journal of Marketing*, 67(1), 63-76. <https://doi.org/10.1509/jmkg.67.1.63.18595>
- Mizik, N., & Jacobson, R. (2007). Myopic marketing management: Evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the SEO context. *Marketing Science*, 26(3), 361-379. <https://doi.org/10.1287/mksc.1060.0261>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Moorman, C., Wies, S., Mizik, N., & Spencer, F. J. (2012). Firm innovation and the ratchet effect among consumer packaged goods firms. *Marketing Science*, 31(6), 934-951. <https://doi.org/10.1287/mksc.1120.0737>

- Morgan, N. A., & Rego, L. L. (2009). Brand portfolio strategy and firm performance. *Journal of Marketing*, 73(1), 59-74. <https://doi.org/10.1509/jmkg.73.1.059>
- Morgan, N. A., Slotegraaf, R. J., & Vorhies, D. W. (2009). Linking marketing capabilities with profit growth. *International Journal of Research in Marketing*, 26(4), 284-293. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2009.06.005>
- Morgan, T., Anokhin, S., & Wincent, J. (2018). When the fog dissipates: The choice between value creation and value appropriation in a partner as a function of information asymmetry. *Journal of Business Research*, 88, 498-504. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.11.032>
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nikolov, A. N. (2018). Managerial short-termism: an integrative perspective. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 26(3), 260-279. <https://doi.org/10.1080/10696679.2018.1450633>
- Palazzo, B. (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 162-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.009>
- Palomino-Tamayo, W., Timana, J., & Cerviño, J. (2020). The firm value and marketing intensity decision in conditions of financial constraint: A comparative study of the United States and Latin America. *Journal of International Marketing*, 28(3), 21-39. <https://doi.org/10.1177/1069031X20943533>
- Rao, R. K., & Bharadwaj, N. (2008). Marketing initiatives, expected cash flows, and shareholders' wealth. *Journal of Marketing*, 72(1), 16-26. <https://doi.org/10.1509/jmkg.72.1.016>
- Roychowdhury, S., Shroff, N., & Verdi, R. S. (2019). The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. *Journal of Accounting and Economics*, 68(2-3), 101246. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.101246>
- Rubera, G., & Kirca, A. H. (2012). Firm innovativeness and its performance outcomes: A meta-analytic review and theoretical integration. *Journal of Marketing*, 76(3), 130-147. <https://doi.org/10.1509/jm.10.0494>
- Rust, R. T., Ambler, T., Carpenter, G. S., Kumar, V., & Srivastava, R. K. (2004). Measuring marketing productivity: Current knowledge and future directions. *Journal of Marketing*, 68(4), 76-89. <https://doi.org/10.1509/jmkg.68.4.76.42721>
- Saboo, A. R., Chakravarty, A., & Grewal, R. (2016). Organizational debut on the public stage: Marketing myopia and initial public offerings. *Marketing Science*, 35(4), 656-675. <https://doi.org/10.1287/mksc.2015.0970>
- Shah, D., Kumar, V., Kim, K. H., & Choi, J. B. (2017). Linking customer behaviors to cash flow level and volatility: Implications for marketing practices. *Journal of Marketing Research*, 54(1), 27-43. <https://doi.org/10.1509/jmr.15.0158>
- Sharma, A., Saboo, A. R., & Kumar, V. (2018). Investigating the influence of characteristics of the new product introduction process on firm value: The case of the pharmaceutical industry. *Journal of Marketing*, 82(5), 66-85. <https://doi.org/10.1509/jm.17.0276>

- Silveira, C. S., de Oliveira, M. O. R., Heldt, R., & Luce, F. B. (2020). Trade-off between value creation and value appropriation?. *Marketing Intelligence & Planning*, (in press). <https://doi.org/10.1108/MIP-11-2019-0592>
- Simpson, A. (2008). Voluntary disclosure of advertising expenditures. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(3), 403-36. <https://doi.org/10.1177/0148558X0802300306>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://www.jstor.org/stable/1882010>
- Srinivasan, R., & Ramani, N. (2019). With power comes responsibility: How powerful marketing departments can help prevent myopic management. *Journal of Marketing*, 83(3), 108-125. <https://doi.org/10.1177/0022242919831993>
- Srinivasan, S., Pauwels, K., Silva-Risso, J., & Hanssens, D. M. (2009). Product innovations, advertising, and stock returns. *Journal of Marketing*, 73(1), 24-43. <https://doi.org/10.1509/jmkg.73.1.024>
- Srivastava, M. K., & Gnyawali, D. R. (2011). When do relational resources matter? Leveraging portfolio technological resources for breakthrough innovation. *Academy of Management Journal*, 54(4), 797-810. <https://doi.org/10.5465/amj.2011.64870140>
- Srivastava, R. K., Shervani, T. A., & Fahey, L. (1998). Market-based assets and shareholder value: A framework for analysis. *Journal of Marketing*, 62(1), 2-18. <https://doi.org/10.1177/002224299806200102>
- Steenkamp, J. B. E., & Fang, E. (2011). The impact of economic contractions on the effectiveness of R&D and advertising: Evidence from US companies spanning three decades. *Marketing Science*, 30(4), 628-645. <https://doi.org/10.1287/mksc.1110.0641>
- Stein, J. C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669. <https://doi.org/10.2307/2937861>
- Stewart, D. W. (2009). Marketing accountability: Linking marketing actions to financial results. *Journal of Business Research*, 62(6), 636-643. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.02.005>
- Sun, W., & Ding, Y. (2020). Corporate social responsibility and cash flow volatility: The curvilinear moderation of marketing capability. *Journal of Business Research*, 116, 48-59. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.05.016>
- Sung, J. K., Park, J., & Yoo, S. (2019). Exploring the impact of strategic emphasis on advertising versus R&D during stock market downturns and upturns. *Journal of Business Research*, 94, 56-64. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.09.018>
- Swaminathan, V., Murshed, F., & Hulland, J. (2008). Value creation following merger and acquisition announcements: The role of strategic emphasis alignment. *Journal of Marketing Research*, 45(1), 33-47. <https://doi.org/10.1509/jmkr.45.1.033>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Tong, Z. (2010). CEO risk incentives and corporate cash holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), 1248-1280. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02208.x>
- Tong, Z. (2011). Firm diversification and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 741-758. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.05.001>

- Tunyi, A. A., Ntim, C. G., & Danbolt, J. (2019). Decoupling management inefficiency: Myopia, hyperopia and takeover likelihood. *International Review of Financial Analysis*, 62, 1-20. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.004>
- Uotila, J., Maula, M., Keil, T., & Zahra, S. A. (2009). Exploration, exploitation, and financial performance: Analysis of S&P 500 corporations. *Strategic Management Journal*, 30(2), 221-231. <https://doi.org/10.1002/smj.738>
- Vorhies, D. W., Morgan, R. E., & Autry, C. W. (2009). Product-market strategy and the marketing capabilities of the firm: Impact on market effectiveness and cash flow performance. *Strategic Management Journal*, 30(12), 1310-1334. <https://doi.org/10.1002/smj.798>
- Wang, X., Dass, M., Arnett, D. B., & Yu, X. (2020). Understanding firms' relative strategic emphases: An entrepreneurial orientation explanation. *Industrial Marketing Management*, 84, 151-164. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2019.06.009>
- Wang, X., & Lou, T. (2020). The effect of performance feedback on firms' unplanned marketing investments. *Journal of Business Research*, 118, 441-451. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.07.015>
- Weidemann, J. F. (2018). A state-of-the-art review of corporate cash holding research. *Journal of Business Economics*, 88(6), 765-797. <https://doi.org/10.1007/s11573-017-0882-4>
- Wies, S., Hoffmann, A. O. I., Aspara, J., & Pennings, J. M. (2019). Can advertising investments counter the negative impact of shareholder complaints on firm value?. *Journal of Marketing*, 83(4), 58-80. <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0022242919841584>
- Wies, S., & Moorman, C. (2015). Going public: How stock market listing changes firm innovation behavior. *Journal of Marketing Research*, 52(5), 694-709. <https://doi.org/10.1509/jmr.13.0289>

Apêndice A – Parâmetros estimados do modelo probit para o primeiro estágio do termo de correção de endogeneidade

<i>Gestão míope de marketing</i>	<i>t0</i>		<i>t+1</i>		<i>t+2</i>		<i>t+3</i>		<i>t+4</i>	
	<i>b</i>	<i>z-value</i>	<i>b</i>	<i>z-value</i>	<i>b</i>	<i>z-value</i>	<i>b</i>	<i>z-value</i>	<i>b</i>	<i>z-value</i>
Crescimento	0,009	0,09	0,218*	2,11	0,401**	2,92	0,418**	2,88	0,271 [‡]	1,77
Giro do ativo	-0,080	-1,51	-0,057	-1,06	0,030	0,45	0,014	0,20	0,012	0,15
Fluxos de caixa	0,040	0,89	0,009	0,20	0,054	0,87	0,041	0,57	0,036	0,46
Alavancagem	0,171	1,01	-0,058	-0,32	-0,348	-1,34	-0,229	-0,80	-0,379	-1,17
Tamanho	0,028	0,58	0,047	0,89	-0,060	-0,86	-0,036	-0,46	-0,012	-0,14
ROA	0,374	0,77	0,920 [‡]	1,90	0,534	0,85	0,753	1,15	0,531	0,74
Lucratividade	0,104	0,86	-0,095	-0,86	-0,090	-0,52	-0,168	-1,09	-0,243	-1,62
Intensidade de capital	-0,358	-0,84	0,106	0,24	1,435**	2,57	1,294*	2,13	1,649*	2,46
Intangibilidade	-0,293*	-2,12	-0,342*	-2,28	-0,222	-1,03	-0,333	-1,43	-0,243	-0,97
<i>Market-to-book</i>	0,012	0,46	-0,025	-0,96	-0,066	-1,91	-0,070 [‡]	-1,80	-0,097*	-2,27
<i>Market share</i>	-0,077	-0,89	-0,027	-0,31	0,068	0,61	-0,023	-0,19	-0,028	-0,21
Turbulência tecnológica	-0,159	-0,20	-1,276	-1,51	-1,636	-1,57	-2,561*	-2,24	-1,842	-1,49
Turbulência de mercado	-0,515 [‡]	-1,68	0,006	0,02	0,165	0,42	0,542	1,30	0,569	1,28
Constante	-1,174***	-5,18	-1,348***	-5,62	-1,078***	-3,62	-1,145***	-3,44	-1,080**	-2,90
Observações	3.903		3.154		2.539		2.014		1.579	
N	842		691		579		484		400	
Wald qui-quadrado	64,91***		37,42***		45,65***		39,01***		29,03**	

Notas. Parâmetros estimados não padronizados. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, ‡ sig. < 0,1.

Apêndice B - Relação entre gestão míope de marketing e desempenho das ações (CAR)

	CAR_{it}		CAR_{it+1}		CAR_{it+2}		CAR_{it+3}		CAR_{it+4}	
	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>
Miopia	-0,054**	-2,88	-0,086**	-2,85	-0,162***	-3,77	-0,177***	-4,20	-0,184***	-3,65
Ênfase estratégica	0,424	1,01	0,109	0,19	0,212	0,33	0,544	0,73	-0,255	-0,40
Cash holding (a)	-0,018*	-2,16	-0,043***	-3,91	-0,060***	-4,89	-0,059***	-3,82	-0,034 [‡]	-1,84
Controles										
Crescimento	0,123**	2,57	-1,716	-1,54	4,523**	2,59	4,453 [‡]	1,94	4,540**	2,78
Giro do ativo	0,511 [‡]	1,81	0,528 [‡]	1,69	0,402*	2,56	0,209 [‡]	1,72	0,206	1,52
Fluxos de caixa	-0,190	-1,37	-0,065	-1,23	0,630**	2,60	0,435 [‡]	1,92	0,589**	2,70
Alavancagem	-1,202*	-2,03	0,771*	2,45	-3,443*	-2,18	-1,899	-1,43	-5,708*	-2,47
Tamanho	-0,431***	-4,12	-0,712**	-2,75	-0,961***	-3,72	-0,680***	-3,61	-0,580***	-4,66
ROA	-2,045	-1,54	-7,790	-1,63	5,458*	2,37	7,532 [‡]	1,85	8,145*	2,52
Lucratividade	-0,584 [‡]	-1,66	0,996*	2,04	-0,737 [‡]	-1,84	-1,460	-1,59	-3,709**	-2,61
Intensidade de capital	1,476	1,19	-2,148***	-3,67	14,428*	2,31	12,337 [‡]	1,76	26,462**	2,72
Intangibilidade	1,871 [‡]	1,82	2,701	1,52	-3,036**	-2,99	-4,132*	-2,20	-4,255**	-2,84
Market-to-book	-0,267***	-6,16	-0,073	-0,55	-1,101***	-3,74	-1,187**	-3,13	-2,089***	-3,54
Market share	0,482 [‡]	1,72	0,245	1,43	0,774*	2,28	-0,179	-0,92	-0,502*	-2,17
Turbulência tecnológica	2,063**	2,64	12,993 [‡]	1,92	-16,255*	-2,23	-25,756 [‡]	-1,80	-29,112**	-2,66
Turbulência de mercado	3,487 [‡]	1,92	-0,464	-1,36	1,034	1,23	4,766	1,55	8,914**	2,64
Termo de correção de endogeneidade	-8,630*	-1,98	-10,707 [‡]	-1,70	13,151*	2,52	12,700 [‡]	1,93	20,270**	2,77
Constante	16,838*	2,32	23,298*	2,04	-16,334 [‡]	-1,95	-15,795	-1,44	-27,116*	-2,35
Efeitos fixos por firma	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Efeitos fixos por ano	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	3.824		3.091		2.488		1.971		1.544	
Número de firmas	825		677		571		476		393	
F	15,35***		13,36***		12,44***		11,63***		6,95***	

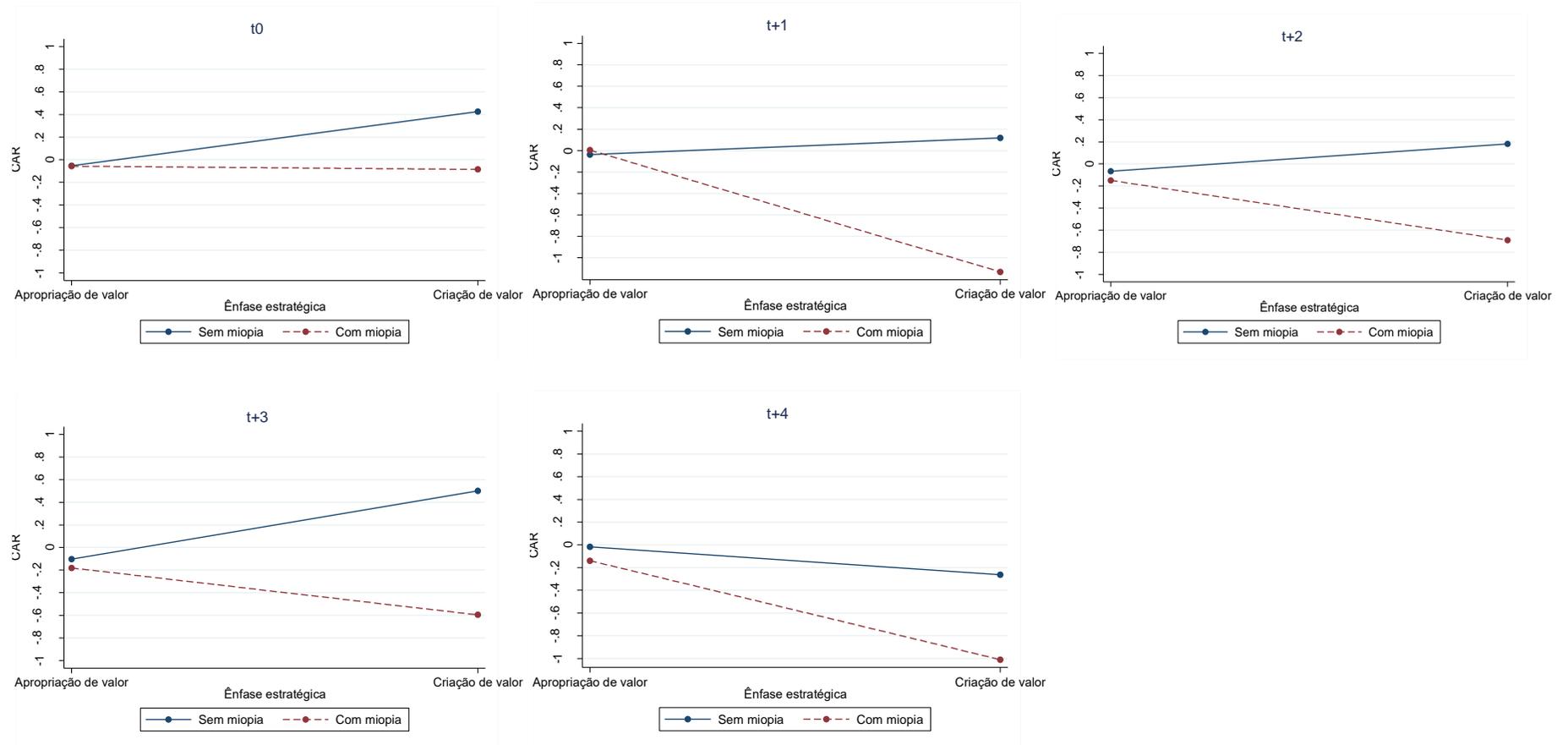
Notas. Parâmetros estimados não padronizados. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, [‡] sig. < 0,1.

Apêndice C - Relação entre gestão míope de marketing, ênfase estratégica e desempenho das ações (CAR)

	CAR_{it}		CAR_{it+1}		CAR_{it+2}		CAR_{it+3}		CAR_{it+4}	
	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>
Miopia	-0,046*	-2,36	-0,068*	-2,17	-0,150**	-3,38	-0,164***	-3,80	-0,176***	-3,41
Ênfase estratégica	0,453	1,07	0,147	0,26	0,233	0,36	0,571	0,77	-0,232	-0,37
Cash holding (a)	-0,019*	-2,22	-0,045***	-4,17	-0,061***	-5,00	-0,059***	-3,85	-0,034 [‡]	-1,83
Miopia x Ênfase estratégica	-0,480 [‡]	-1,72	-1,220**	-3,21	-0,743	-1,35	-0,963 [‡]	-1,71	-0,590	-1,05
Controles										
Crescimento	0,120*	2,52	-1,801	-1,62	4,484**	2,57	4,388 [‡]	1,91	4,508**	2,76
Giro do ativo	0,526 [‡]	1,86	0,551 [‡]	1,76	0,399*	2,54	0,207 [‡]	1,70	0,205	1,51
Fluxos de caixa	-0,198	-1,43	-0,069	-1,30	0,624**	2,58	0,428 [‡]	1,89	0,585**	2,68
Alavancagem	-1,234*	-2,09	0,788*	2,50	-3,411*	-2,16	-1,868	-1,40	-5,667*	-2,45
Tamanho	-0,435***	-4,16	-0,730**	-2,81	-0,955***	-3,70	-0,675***	-3,59	-0,579***	-4,66
ROA	-2,121	-1,60	-8,183 [‡]	-1,71	5,391*	2,35	7,407 [‡]	1,82	8,074*	2,50
Lucratividade	-0,603 [‡]	-1,72	1,033*	2,11	-0,728 [‡]	-1,82	-1,434	-1,56	-3,681**	-2,59
Intensidade de capital	1,548	1,25	-2,178***	-3,71	14,291*	2,29	12,146 [‡]	1,73	26,275**	2,70
Intangibilidade	1,927 [‡]	1,88	2,835	1,59	-3,016**	-2,97	-4,084*	-2,16	-4,225**	-2,81
Market-to-book	-0,268***	-6,19	-0,062	-0,46	-1,094***	-3,72	-1,175**	-3,09	-2,077***	-3,52
Market share	0,497 [‡]	1,77	0,257	1,50	0,769*	2,27	-0,174	-0,89	-0,497*	-2,15
Turbulência tecnológica	2,074**	2,66	13,469*	1,98	-16,131*	-2,22	-25,434 [‡]	-1,77	-28,930**	-2,64
Turbulência de mercado	3,592*	1,97	-0,464	-1,36	1,021	1,22	4,690	1,52	8,851**	2,63
Termo de correção de endogeneidade	-8,861*	-2,03	-11,194 [‡]	-1,78	13,034*	2,50	12,520 [‡]	1,89	20,130**	2,75
Constante	17,220*	2,38	24,194*	2,11	-16,143 [‡]	-1,93	-15,489	-1,41	-26,893*	-2,33
Efeitos fixos por firma	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Efeitos fixos por ano	Sim		Sim		Sim		Sim		Sim	
Observações	3.824		3.091		2.488		1.971		1.544	
Número de firmas	825		677		571		476		393	
F	15,15***		13,38***		12,57***		11,55***		7,06***	

Notas. Parâmetros estimados não padronizados. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, [‡] sig. < 0,1.

Apêndice D – Figura do efeito moderador da ênfase estratégica na relação entre a gestão míope de marketing e o desempenho das ações (CAR) (Hipótese 2)



Apêndice E - Relação entre a gestão míope de marketing, ênfase estratégica e *cash holding*

	<i>Cash Holding (a)</i>		<i>Cash Holding (b)</i>		<i>Cash Holding (c)</i>	
	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>	<i>b</i>	<i>t-value</i>
Miopia	-0,023	-0,54	-0,020	-0,41	-0,016	-1,27
Ênfase estratégica	0,228	0,24	-0,617	-0,52	0,954	1,50
Controles						
Crescimento	0,258***	3,20	0,162 [‡]	1,71	0,140***	5,01
Giro do ativo	-0,816***	-6,64	-0,734***	-5,47	-0,203***	-6,41
Fluxos de caixa	0,060	1,53	-0,034	-0,79	-0,005	-0,42
Alavancagem	0,251	0,98	0,443	1,47	-0,108	-1,10
Tamanho	-0,174 [‡]	-1,84	-0,031	-0,28	-0,005	-0,19
ROA	-0,207	-0,43	-0,069	-0,12	-0,287*	-1,97
Lucratividade	0,201 [‡]	1,73	0,199 [‡]	1,69	-0,029	-0,50
Intensidade de capital	-3,236***	-4,63	-3,079***	-4,21	-0,464**	-2,86
Intangibilidade	-3,719***	-8,85	-4,122***	-9,00	-0,871***	-9,70
<i>Market-to-book</i>	0,007	0,16	0,020	0,33	-0,001	-0,09
<i>Market share</i>	-0,144	-1,21	-0,138	-1,00	-0,113**	-2,97
Turbulência tecnológica	1,656	0,76	1,238	0,52	0,030	0,08
Turbulência de mercado	-0,185	-0,25	-0,176	-0,21	0,436*	2,06
Constante	3,562***	5,64	4,361***	5,75	0,772***	3,94
Efeitos fixos por firma	Sim		Sim		Sim	
Efeitos fixos por ano	Sim		Sim		Sim	
Observações	3.824		3.824		3.903	
Número de firmas	825		825		842	
F	6,39***		5,37***		5,86***	

Notas. Parâmetros estimados não padronizados. *** sig. < 0,001, ** sig. < 0,01, * sig. < 0,05, ‡ sig. < 0,1.

(a) *cash holding* mensurado pela liquidez imediata.

(b) *cash holding* mensurado pela liquidez corrente.

(c) *cash holding* mensurado pela ponderação do caixa e equivalentes de caixa pelas receitas.