

Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

Tiago Vilas Bôas Magalhães

**Anúncios de Recompra e Preço das Ações: Uma Análise para o Mercado
Brasileiro nos anos de 2007 a 2009**

Brasília, DF

2013

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo
Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Mauro Luiz Rabelo
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Jaime Martins de Santana
Decano de Pesquisa e Pós-graduação

Professor Doutor Roberto de Góes Ellery Júnior
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais e Atuariais

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de
Pós-graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN

Professora Mestre Rosane Maria Pio da Silva
Coordenadora de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor Bruno Vinícius Ramos Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Tiago Vilas Bôas Magalhães

**Anúncios de Recompra e Preço das Ações: Uma Análise para o Mercado Brasileiro
nos anos de 2007 a 2009**

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador:
Prof.Doutor Paulo Augusto P. de Britto

Linha de pesquisa:
Contabilidade e Mercado Financeiros

Área:
Finanças

Brasília, DF

2013

MAGALHÃES, Tiago Vilas Bôas Magalhães

Curso de graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília:
uma análise crítico-reflexiva do cenário atual / Tiago Vilas Bôas
Magalhães – Brasília, 2013, .p.

Orientador: Prof.Doutor Paulo Augusto Pettenuzo de Britto

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia - Graduação) – Universidade de
Brasília, 2º Semestre letivo de 2013.

Bibliografia.

1. Política de Dividendos 2. Recompra de Ações 3. Estudo de Evento

I. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília.

II. Título.

CDD –

Tiago Vilas Bôas Magalhães

**Anúncios de Recompra e Preço das Ações: Uma Análise para o Mercado Brasileiro
nos anos de 2007 a 2009**

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de pesquisa:
Contabilidade e Mercado Financeiro

Área:
Finanças

Prof. Doutor Paulo Augusto Pettenuzo de Britto
Professor - Orientador

Prof. Doutor Marcelo Driemeyer Wilbert
Professor - Examinador

Brasília, DF

2013

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente aos meus pais que se esforçaram para me oferecer uma educação de qualidade e permitir que hoje eu esteja completando mais uma fase da minha que é de formar em um curso superior de qualidade. Agradeço também aos meus familiares de Belo Horizonte - MG e de Montes Claros - MG que, como meus pais, também me apoiaram e acreditaram no meu potencial de concluir esse trabalho.

Um grande agradecimento aos meus colegas de curso e agora colegas de profissão que sempre estiveram juntos comigo durante os últimos anos ajudando uns aos outros nessa busca por novos conhecimentos, principalmente à Layane e à Bárbara que dividiram comigo muitos momentos de estudos. Também sou grato aos meus amigos, em especial à Izabella que esteve os últimos meses ao meu lado como uma companheira e que também acreditou no meu potencial.

Sou grato ao professor Paulo Britto por ter me ajudado e orientado durante a realização desse trabalho, sendo compreensível, didático, paciente e amigo em todas as etapas da pesquisa.

“Sonhos determinam o que você quer. Ação determina o que você conquista.”
(Aldo Novak)

RESUMO

A recompra de ação por uma empresa faz com que aumente o preço da ação devido ao fato da quantidade de ação existente no mercado diminuir sem que o patrimônio líquido da empresa se modifique, aumentando assim a participação do acionista na empresa, além de ser um meio de distribuir fluxo de caixa livre. Algumas teorias e o conceito de políticas de dividendos são abordados nesse trabalho para facilitar a compreensão dos impactos que um anúncio de recompra pode ter nos preços das ações. Esse trabalho analisa os anúncios de recompra realizado por empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) no período de 26/07/2007 a 18/12/2009 para verificar se há efeito positivo ou negativo sobre os preços das ações na presença de tal evento. Para isso, a metodologia utilizada foi o estudo de evento que calculou os retornos normais e anormais de uma amostra de 46 eventos de 31 empresas diferentes. Desses eventos, 21 apresentaram retornos anormais positivos e 25 apresentaram retornos anormais negativos e as médias desses retornos foram respectivamente de 7,89% e de -8,67%. Os resultados encontrados não apresentaram evidência de que a recompra tem efeito positivo no retorno anormal das ações.

Palavras chaves: Política de dividendos, Recompra de Ações e Estudo de Evento.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	12
2.1 Avaliação do Retorno de Ações.....	12
2.2 Teorias sobre Dividendos.....	13
2.3 Políticas de Dividendos.....	13
2.4 Recompra de Ações.....	17
2.4.1 Relação entre Recompra e Dividendos.....	21
2.4.2 Métodos de Recompra.....	22
2.4.3 Recompra no Brasil.....	23
3 METODOLOGIA.....	25
3.1 Estudo de Evento.....	25
3.1.1 Definição do Evento.....	26
3.1.2 Critério de Seleção.....	37
3.1.3 Medição dos Retornos Normais e Anormais.....	29
3.1.4 Procedimento de Estimação.....	30
4 RESULTADOS.....	32
5 CONCLUSÃO.....	36
REFERÊNCIAS.....	38

1. Introdução

A política de dividendos de uma empresa representa uma das formas que os gestores possuem de repassar aos acionistas uma parte do dinheiro que foi investido. Portanto, é a estratégia que seus administradores utilizam para dar retorno ao investimento feito pelos acionistas. As decisões tomadas sobre a maneira que os resultados serão distribuídos deverão levar em consideração também as políticas de financiamento e investimento da empresa.

Algumas teorias e alguns trabalhos foram feitos na tentativa de se explicar o comportamento da política de dividendos de uma empresa. Modigliani e Miller (1961) argumentam que em mercados perfeitos e completos, a política de dividendos não afeta o valor da empresa e, portanto, é irrelevante. Porém, analisando as imperfeições que existem no mercado, alguns autores em estudos internacionais demonstram que a política de dividendos é relevante. Pettit (1972), Aharony e Swary (1980), Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) descobriram retornos anormais positivos para o valor das ações após elevações nos dividendos, e negativos após reduções. Um dos motivos para esta criação de valor, de acordo com Porta et al. (2000), é o fato dos dividendos serem uma forma de mitigar os problemas de agência entre administradores e acionistas.

A recompra de ações é uma alternativa para a empresa de distribuir o lucro, já que possibilita que seja usado o excedente de caixa, além de uma parte do próprio lucro. Além de fazer com que a quantidade de ações no mercado diminua e, conseqüentemente, com que a participação de cada acionista na aumente, sem modificar com isso o valor da empresa. A recompra, portanto, ocasiona uma valorização do preço da ação. Dessa forma, os gestores podem por meio de uma recompra de ações alterarem o valor da ação da companhia de forma positiva ou negativa.

A regulamentação de recompras no Brasil, porém deixa a desejar do ponto de vista tributário, o que faria com que a distribuição de dividendos fosse mais bem vista pelos administradores da empresa. Ainda assim, a recompra é um método utilizado no Brasil e vem crescendo o número de empresas que se utilizam dele.

O objetivo deste trabalho é o de analisar o comportamento dos preços das ações após a empresa fazer o anúncio de recompra de ações de sua própria emissão, verificando se há um impacto positivo ou negativo após este evento e comparando os resultados encontrados com aspectos e parâmetros estudados por outros autores da

mesma área.

A metodologia utilizada neste trabalho foi o estudo de eventos que possibilita fazer cálculos de retornos normais e anormais com a finalidade de observar se a recompra de ações possui impactos positivos ou negativos no preço das ações. Assim, foi feita uma análise das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) no período de 2007 a 2009.

Este trabalho, além dessa introdução, apresenta a seguinte estrutura: o capítulo 2 que faz uma resenha da literatura a respeito da avaliação do retorno de ações, teorias sobre dividendos, política de dividendos e recompra de ações; o capítulo 3 apresenta a metodologia de estudo de evento que foi usada no trabalho; o capítulo 4 apresenta os resultados obtidos e no capítulo 5 é feita a conclusão.

2. Fundamentação Teórica

2.1. Avaliação do Retorno de Ações

É explicado na obra de Berk e Demarzo (2010) que existem duas formas para uma empresa que possui ações conseguir fluxos de caixa. A primeira é por meio de pagamentos que as empresas podem fazer aos seus acionistas na forma de um dividendo. E a segunda é por meio da venda de ações pelo investidor que poderá gerar dinheiro em alguma data futura. O valor total dos dividendos e da venda das ações que será recebido depende do horizonte de investimento do investidor.

No momento em o investidor decide comprar ações, o preço pago por elas é denominado de preço corrente de mercado, P_0 . E enquanto tiver posse dessas ações, terá direito aos dividendos pagos por elas. Considerando Div_1 o total de dividendos pagos por ação durante o ano, o investidor venderá no final do ano suas ações pelo novo preço de mercado, P_1 . O fluxo de caixa para este investimento no final do ano será, portanto, de $Div_1 + P_1$, supondo que todos os dividendos sejam pagos.

De acordo com Berk e Demarzo os valores dos pagamentos futuros de dividendos e do preço futuro das ações são baseados na expectativa futura do investidor que estará disposto a pagar um preço no momento atual até o ponto em que a transação tenha um valor presente (NPV) igual, considerando que N é a data terminal ou horizonte previsto e PV é o valor presente. Portanto, é até o ponto em que o preço corrente seja igual ao valor presente do dividendo futuro esperado e do preço de venda. Pelo fato dos fluxos de caixa ser arriscados, devem ser descontados com base no custo de capital próprio, r_E , das ações, que é o retorno esperado de outros investimentos disponíveis no mercado com risco equivalente ao das ações da empresa. O preço das ações é representado pela seguinte equação:

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{1 + r_E}$$

Assim, caso o preço atual das ações forem menor do que valor presente do dividendo, o investimento trará um ganho para o investidor. Da mesma forma, caso o preço das ações excedesse este valor, vendê-las traria uma perda para o investidor e o preço das ações cairia rapidamente.

O retorno total é obtido usando a equação acima, multiplicando por $(1 + r_E)$, dividindo por P_0 , e subtraindo por 1 ambos os lados. Assim, a equação fica da seguinte forma:

$$r_E = \frac{Div_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

sendo que $\frac{Div_1}{P_0}$ é a rentabilidade do dividendo e $\frac{P_1 - P_0}{P_0}$ é a taxa de ganho de capital.

2.2. Teorias sobre Dividendos

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos foi desenvolvida por Modigliani e Miller (1961) e segundo os autores é somente pela capacidade de geração de lucros e por meio dos riscos dos negócios da empresa que se determina um valor para a companhia. O valor atribuído a uma empresa seria indicado somente pelo resultado que seus ativos proporcionavam e não como esse resultado iria ser diferenciado entre dividendos e lucros acumulados. Desta forma, os investidores não estariam interessados se a valorização de suas ações foi causada por dividendos ou ganhos de capital. Além disso, os autores afirmam que os acionistas podem fazer investimentos independentes de forma que a política de dividendos seja compensada.

De acordo com Gordon (1963) e Lintner (1962), a Teoria do “Pássaro na Mão” diz respeito ao fato dos acionistas preferirem dividendos correntes e ganhos de capital do que dividendos futuros. Esse comportamento é explicado pelo motivo dos investidores serem contrários ao risco. Os dividendos correntes reduzem as incertezas dos investidores e os ganhos de capital seriam descontados a uma taxa menor, elevando os preços das ações. Porém, se os dividendos diminuíssem ou se não fossem pagos, os investidores teriam uma incerteza maior e assim os preços das ações reduziriam.

Outra teoria sobre os dividendos é a da preferência tributária que de acordo com Brealey e Myers (1998) é baseada no argumento de que caso faça distinção na tributação sobre os dividendos e ganhos de capital, os acionistas irão escolher a alternativa que menos impostos incidir. E por esta razão os investidores podem fazer a sua escolha por uma baixa distribuição de dividendos a uma alta distribuição no momento de optar a investir em alguma empresa.

2.3. Política de Dividendos

A política de dividendos é uma das principais políticas de investimento e de financiamento de uma empresa e consiste em uma importante tomada de decisão para os

investidores individuais que possuem interesse sobre a rentabilidade dos seus capitais investidos e na gestão de suas carteiras. Isso se deve ao fato de que tal política é responsável por determinar se a empresa pagará dividendos aos acionistas ou se reterá seus lucros.

Procianoy e Poli (1993) afirmam que a política de dividendos é uma escolha por parte dos gestores de uma empresa entre o ato de pagar dividendos e a decisão de reter os lucros obtidos. E que se for analisar somente os elementos de risco e segurança, a gestão tende a dar preferência pela manutenção da posição de caixa, preferindo, assim, optar por reter seus lucros do que distribuir dividendos. Segundo a teoria financeira de Brealey (1992), a meta principal dos gestores de uma empresa é a de maximizar a riqueza dos acionistas. Assim, a gestão terá que estipular, por meio da política de dividendos, a melhor escolha entre a retenção de lucros e o pagamento de dividendos.

Um dos trabalhos que introduziu este assunto no meio acadêmico foi um artigo elaborado por John Lintner(1956), em que foi feito um levantamento com mais de 600 empresas, além de entrevistas com os gestores de 28 empresas americanas durante os anos de 1947 a 1953. O objetivo era de analisar a política de dividendos destas empresas de forma ampla e teve como conclusão quatro pontos importantes.

A primeira conclusão observada por Lintner (1956) foi a de que os gestores das empresas são resistentes em mudar a política de dividendos da empresa por temerem a possibilidade de terem que alterar sua escolha posteriormente. O que preocupava os gestores, segundo o pesquisador, era o fato de que uma possível suspensão dos dividendos fosse mal interpretada pelos investidores e assim não conseguirem manter um alto índice de *payout* (relação entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido do exercício), ocasionando uma diminuição do valor de negociação das ações.

Por causa disso, foi possível obter a segunda conclusão de seu trabalho que consiste no fato da série histórica de dividendos ser suavizada pela relutância dos gestores. Isso se deve pelo motivo de que os dividendos são determinados com base nos lucros apontados pela contabilidade. Assim, se houver um aumento nos lucros, haverá um aumento dos dividendos, mas não na mesma extensão. Da mesma forma, se houver uma queda nos lucros, haverá também uma redução dos dividendos em uma proporção menor do que a do lucro. Concluiu-se, portanto, que grandes mudanças nos lucros têm impacto proporcionalmente menor nos dividendos.

A terceira constatação se deve a esse comportamento. Lintner (1956) observou que os gestores estavam mais preocupados com as variações percentuais nos dividendos do que com o seu valor absoluto em unidades monetárias. Os gestores acreditavam que o mercado favorecia as empresas que conseguissem manter estável a série de pagamentos de dividendos. Assim, se a empresa sentisse que era preciso ajustar sua política de dividendos, seria de forma gradual, com o objetivo de amenizar as possíveis reações negativas do mercado, que, segundo o autor prefere um *payout ratio* estável.

A quarta e última conclusão do autor foi a de que os dividendos tinham uma relação com o ciclo de vida da empresa. Se a empresa estivesse nos estágios iniciais, em um período de elevado crescimento, pagavam o mínimo de dividendo possível ou então nem existia tal pagamento. Porém, se a empresa já estivesse consolidada no mercado e com uma grande previsão de obter lucros futuramente, apresentavam um pagamento de dividendo mais significativo e que elevariam moderadamente com o tempo e com raras quedas.

O trabalho de Lintner (1956) possibilitou que outros autores também analisassem os elementos que determinavam a política de dividendos. Como também o surgimento daqueles que acreditavam que os dividendos eram irrelevantes para os acionistas. Franco Modigliani e Merton Miller foram os primeiros a acreditarem nesta teoria e em 1961 publicaram um trabalho afirmando que para aqueles que tinham a posse das ações não importava receber dividendos ou se os lucros fossem usados para ter um investimento na empresa. Isso se deve ao fato de que os ganhos provocados por tal investimento na valorização da ação seriam semelhantes aos ganhos dos dividendos que seriam adquiridos pelos acionistas.

Esse pensamento de Modigliani e Miller (1961) teve como base de sustentação um cenário hipotético que tinha como característica algumas condições:

- Nenhum investidor é capaz de alterar, individualmente, a cotação de uma ação com as suas compras e vendas;
- Não há taxas de corretagem e nenhum custo de transação com ações;
- Não há tributação sobre o ganho com a valorização da ação ou incidência de impostos sobre os dividendos;

- Os investidores possuem comportamento racional, sendo indiferentes ao recebimento de dividendos hoje ou ao aguardo da valorização das ações em um momento futuro;
- Não existe assimetria de informações no mercado de capitais, ou seja, todos os investidores têm acesso à mesma informação no mesmo instante;
- Mudanças nas políticas de distribuição de lucros das empresas não afetam a decisão de investimentos.

A justificativa para isto, segundo os autores, era a de que se uma empresa escolhesse manter todo o seu lucro, o acionista teria com a valorização da ação uma recompensa futuramente. E caso a empresa preferisse fazer a distribuição de todo o seu lucro, aumentaria a riqueza do acionista ocasionada pelos dividendos no presente momento que seria compensado pela baixa valorização da ação devido à ausência de investimentos na empresa no momento atual.

As empresas buscam determinar suas políticas de dividendos analisando o que os seus acionistas preferem da mesma forma que estes procuram aplicar seus recursos em empresas que possuem políticas conforme as suas preferências. Esse comportamento, segundo Elton e Gruber (1970) e Brito e Rieti (1981), é determinado como “efeito clientela”. Desta forma, investidores interessados em altos valores de dividendos irão investir em empresas que possam proporcionar isso e não ganhos de capital. De maneira semelhante irá acontecer com os investidores que já preferem os ganhos de capital. Outros fatores são importantes para uma empresa determinar sua política de dividendos e alguns foram agrupados em quatro categorias pelos autores Brigham e Ehrhardt (2006): Restrições ao pagamento de dividendos; Oportunidades de investimento; Disponibilidade e custo das fontes alternativas de capital; Efeitos da política de dividendos sobre a taxa de retorno.

Restrições ao pagamento de dividendos: pode ser por meio de contratos de dívidas que dificultam os pagamentos mesmo depois da quitação do empréstimo, além de determinarem que devam ser efetuados apenas se alguns índices de segurança como o índice de liquidez sejam maiores que os índices mínimos estabelecidos. Outra restrição é o fato de que empresas não podem pagar dividendos das ações ordinárias sem antes pagar as das preferenciais. Além disso, existe a regra de Redução do Capital que determina que os dividendos não possam ser superiores ao item “lucros

acumulados” do balanço patrimonial. E por último, os dividendos pagos em dinheiro devem ser efetuados apenas em moeda corrente.

Oportunidades de investimento: o número de oportunidades de investimentos lucrativos que a empresa apresentar determinará o quanto de dividendos serão pagos. Quanto maior for esse número, menor será o valor dos dividendos. A possibilidade de acelerar ou atrasar projetos também influencia na política de dividendos por torná-la mais estável e isso seria mais vantajoso para os acionistas devido ao fato de diminuir suas incertezas e por evitar problemas e despesas que poderiam aparecer caso precisem vender suas ações se a empresa cortasse por algum motivo os dividendos.

Disponibilidade e custo das fontes alternativas de capital: Os altos custos da emissão de novas ações podem ser um fator a ser considerado nos casos em que uma empresa precise fazer um investimento que requer um nível maior de recurso empregado. Nesse caso, seria melhor reter os seus lucros para financiar tal empreendimento e fazer uma baixa distribuição de dividendos. Porém, caso a empresa tenha um baixo custo para fazer emissão de novas ações ordinárias, é mais viável essa opção para o financiamento do investimento desejado, além de possibilitar que tenha uma política de dividendo mais flexível. Assim, a empresa poderá optar por fazer o levantamento de capital patrimonial para financiar determinado investimento de duas formas: venda de novas ações ou retenção de lucro.

Efeitos da política de dividendos sobre a taxa de retorno: É necessário observar quatro fatores que possuem relação com os efeitos da política de dividendos sobre a taxa de retorno. A preferência por um rendimento corrente e não por um rendimento futuro por parte dos acionistas é o primeiro deles. A compreensão dos riscos envolvidos nos dividendos em relação aos dos ganhos de capital é o segundo deles. A vantagem fiscal que os ganhos de capital possuem comparados aos dos dividendos é o terceiro deles. E o quarto fator refere-se ao conteúdo informacional que os dividendos possuem. Analisando a importância que esses quatro fatores têm em relação aos efeitos sobre a taxa de retorno, a empresa poderá determinar sua política de dividendos.

2.4. Recompra de Ações

Uma possibilidade diferente para fazer a distribuição de fluxo de caixa livre no lugar de distribuir dividendos é a de usar a alternativa de oferecer aos acionistas a opção

de recompra de ações. Por esse caminho, a empresa permite que a quantidade de suas ações existentes no mercado reduza e conseqüentemente faça com que aumente a participação que os acionistas possuem na empresa. A recompra de ações possibilita também que o valor contábil e o valor financeiro da empresa não se modifiquem. Dessa forma, o valor da ação é valorizado pelo o que foi gasto na recompra.

Diversas explicações que justifiquem a prática de recompra de ações de sua própria emissão pelas empresas são propostas pela teoria financeira. Algumas dessas teorias que explicam o uso da recompra de ações pela teoria financeira são:

- Hipótese da sinalização;
- Hipótese da substituição dos dividendos;
- Hipótese do fluxo de caixa livre ou da redução nos custos de agência;
- Hipótese do entrincheiramento dos gestores;
- Hipótese da pressão sobre os preços;

Segundo Copeland e Weston (1992), a hipótese da sinalização que também é conhecida como hipótese da informação considera a recompra de ações pela empresa um evento que tem um efeito sobre o mercado devido ao seu conteúdo informacional. Dessa forma, duas respostas são esperadas do mercado diante do evento de recompra. A primeira delas diz respeito do mercado interpretar como um bom sinal a recompra por considerar que a empresa pode ter bons retornos no futuro. A segunda interpretação possível a é a de o mercado considerar que a recompra indique que estão esgotadas as possibilidades da empresa de se fazer novos investimentos. Porém, evidências empíricas encontradas por Howe et al. (1992), Comment e Jarrell (1991) e Copeland e Weston (1992) demonstram que o mercado é mais otimista em relação ao evento de recompra de ações e consideram como um bom sinal as perspectivas futuras da empresa.

A hipótese da substituição dos dividendos ocorre quando há o uso da recompra de ações pela empresa no lugar de se utilizar os dividendos. Segundo Poli (1993), essa substituição acontece nos momentos em que os tributos que incidem sobre os dividendos são superiores aos que são tributados sobre os ganhos de capital.

Masulis (1980) identificou três outras diferenças entre as recompras de ações e os dividendos além da tributação. A primeira diferença é que ao se fazer uma recompra, a quantidade de ações existente no mercado diminui, enquanto que o dividendo não produz esse efeito. A segunda diferença diz respeito à vontade dos acionistas em se

fazer a transação, já que em uma recompra de ações os acionistas vendem parte ou todas aquelas que possuem de forma voluntária enquanto os dividendos são involuntários e não afetam a propriedade relativa. E a terceira diferença é que a recompra permite que a empresa modifique sua estrutura de capital por meio do aumento na alavancagem.

A hipótese do fluxo de caixa livre ou da redução nos custos de agência está associada ao problema de agência entre gestores e acionistas de acordo com a hipótese apresentada por Jensen (1986) como afirmam Vafeas (1997), Howe et al. (1992) e Lakonishok e Vermaelen (1990). Jensen (1986) afirma que empresas que realizam investimentos com valor presente negativo provavelmente receberão uma resposta desfavorável do mercado no momento de anunciá-los. Dessa forma, uma saída para este problema, segundo os autores, seria um aumento de pagamento de dividendos e/ou uma recompra de ações com o objetivo de diminuir a quantidade de dinheiro disponível que poderia ser usado em investimentos não lucrativos. Assim, seria esperada uma resposta mais favorável no preço das ações por causa de um aproveitamento melhor do excesso de caixa livre disponível sem que haja um desperdício do mesmo.

A hipótese do entrincheiramento dos gestores está relacionada com uma diminuição da eficiência dos procedimentos de controle corporativo para resolver problemas de agência e também com uma ineficiência administrativa segundo os autores Copeland e Weston (1992) e Vafeas (1997). Este também afirma que quanto mais os gestores adquirem uma proporção maior de ações, conseguem maior poder de voto e isto reduz a capacidade de controle dos acionistas. Segundo Morcket al (1988), como os gestores terão uma porcentagem maior do capital da empresa também possuirão um poder maior de voto, que permitirá que fiquem imunes com algumas questões administrativas como votações em assembleias gerais e *takeovers*, além de garantir o seu posto de trabalho e permitir a expropriação de riqueza para benefício próprio.

A hipótese da pressão sobre os preços está relacionada, segundo Shillinglaw e Meyer (1983), com o fato da recompra e venda de ações em tesouraria poderem alterar os preços das ações no mercado. E esse movimento dos preços pode ser explicado como resultado de um desequilíbrio temporário entre oferta e demanda. Scholes (1972) afirma que os preços são alterados temporariamente por causa da demanda, mas que retornaria ao valor anterior depois de terminado o aumento da demanda. Davidson III et al. (1996) encontraram resultados sustentam essa hipótese ao constatarem um ganho superior a

13% com os anúncios de recompras que permanece durante o evento e diminui ao término do período.

O efeito da governança corporativa ao utilizar dividendos e recompra de ações em empresas norte-americanas no período de 1992 a 2003 foi analisado por John e Knyazeva (2006) e os autores encontram os seguintes resultados:

- Os dividendos geram um comprometimento de longo prazo e são mais eficientes para solucionar problemas de agência. Dessa forma, menores serão os dividendos de empresas com melhores governanças corporativas. Ao comparar com recompras de ação, isso significa que a empresa incorrerá que menores custos que envolvem a tributação dos dividendos.
- Quando os índices de governança externos são bons, os administradores precisam ter uma maior preocupação com o valor de mercado da empresa e assim a recompra de ações é mais indicado por resultar em uma valorização.
- Tanto nos casos de recompras de ações quanto nos de distribuição de dividendos diminui a necessidade de distribuição quando a empresa possui uma boa governança interna por mitigar a assimetria de informação.
- Quanto maior forem os níveis de governança, tanto interno quanto externo, menor será os valores dos dividendos e das recompras de ações.
- As recompras de ações e os dividendos do período anterior têm conseqüências positivas nas recompras e dividendos atuais.
- Quanto maior o retorno sobre o ativo (ROA) que representa um fluxo de caixa maior, maiores serão os dividendos e recompras.
- Quanto maiores forem as oportunidades de crescimento e de investimento de uma empresa, menor será a necessidade de se distribuir dividendos e fazer recompra de ação. Empresas que possuem projetos de valor presente positivo tendem a ter menores problemas de agência e um custo de oportunidade de distribuição mais elevado
- Quando os administradores recebem opções de ações, os dividendos são menores e as recompras maiores. Isso ocorre porque não existe compensação pela perda de valor da ação devido à distribuição de dividendos
- Uma baixa distribuição de dividendos e recompra de ações acontece quando ocorre uma maior alavancagem, pois o pagamento de juros eleva os custos.

2.4.1. Relação entre recompra e dividendos

A opção de recompra de ações possui algumas vantagens se comparada com a opção de distribuir dividendos por uma empresa. Um dos motivos para isso é possibilidade que a recompra proporciona aos acionistas de prorrogar o pagamento de impostos sobre os ganhos devido ao fato deste evento permitir que o tributo seja pago no momento que o acionista considerar melhor.

Algumas vantagens e algumas desvantagens de se fazer uma recompra de ações de própria emissão foram encontradas por Brigham e Ehrhardt (2006). As vantagens de fazer uma recompra são:

- O dividendo em dinheiro faz com que os acionistas paguem impostos ao aceitar o pagamento. Então, se for o caso do acionista precisar de dinheiro, pode-se vender algumas de suas ações.
- A recompra pode retirar do mercado uma grande quantia de ações, mantendo baixo o preço da ação.
- A empresa pode estabelecer uma distribuição de caixa entre dividendos e recompra. Assim, haverá uma maior flexibilidade no ajuste da distribuição total do que aconteceria se a empresa optasse apenas por dividendo em dinheiro pelo fato da recompra poder variar de um período para outro sem ter uma sinalização negativa.
- As recompras podem ser adotadas no caso da empresa precisar mudar a estrutura de capital em larga escala.
- As empresas podem recomprar ações para remuneração de funcionários. Assim, poderiam utilizá-las quando os funcionários exercerem suas opções de ações. Com a recompra, a empresa não precisa emitir novas ações e diluir seus lucros.

As desvantagens encontradas pelos autores para se fazer uma recompra são:

- Os acionistas podem ter benefícios maiores recebendo dividendos em dinheiro se comparado com as recompras no caso de não terem preferência por qual forma recebam os ganhos de capital. Isso devido ao fato dos dividendos em dinheiro possuírem segurança maior que as recompras.

- Os acionistas que desejem vender suas ações podem não ter conhecimento suficiente sobre as circunstâncias que envolvem a recompra ou alguma informação relevante sobre as operações da empresa.
- A empresa pode gerar uma desvantagem para os acionistas que não venderam suas ações no programa de recompra caso a operação seja realizada por um valor elevado.

2.4.2. Métodos de recompra

As empresas têm três métodos possíveis de se fazer recompra de suas ações segundo Vermaelen (1981; 1984) e Lakonishok e Vermaelen (1990). A empresa pode fazer via *tender offer* que é uma recompra com prêmio, via *dutch auction* que é uma recompra com prêmio variável e via *open market share repurchase* que é uma recompra ao mercado. Existe ainda a possibilidade de se fazer uma recompra privada ou direta, apesar de ser pouco usada (Vermaelen, 1981).

De acordo com Vafeas (1997) e Vermaelen (1981), a recompra com prêmio é caracterizada por ter definido pela administração da empresa a quantidade que se pretende adquirir, a data de expiração que tipicamente varia de três a seis semanas e o preço que se pretende pagar que normalmente é superior ao que está negociado no mercado. Segundo Prociandy (2006), é um método que se refere a uma operação com data e preço definido e que possui condições claras indicadas no edital da recompra de ações que é publicado pela empresa.

A recompra com prêmio variável, de acordo com Comment e Jarrell (1991), representa uma operação de recompra em que a empresa também define a quantidade de ações que pretende comprar, mas estimula uma faixa de preços que planeja pagar. Dessa forma, o acionista precisa informar a quantidade e o valor mínimo que deseja vender suas ações dentre aqueles estipulados pela empresa. Assim, é feita a ordem das ofertas pelo menor preço oferecido pelos acionistas e a empresa estabelece o valor mínimo pelo qual pode comprar e a quantidade de ações desejada. Normalmente o menor preço ofertado é um pouco maior do mercado e o maior preço semelhante ou parecido ao da recompra com prêmio. Os autores afirmam que se a administração for capaz de comprar as ações por um valor baixo, o método da recompra com prêmio variável apresentará uma sinalização menos crível que o da recompra com prêmio. Portanto, terá menor impacto sobre os preços das ações.

A recompra ao mercado consiste na compra de ações no mercado acionário como qualquer outro investidor. Por este método, o valor pago pelas ações é o mesmo praticado no mercado e a empresa não é obrigada a recomprar todas as ações anunciadas (Ikenberry et al., 1995). E os acionistas não têm conhecimento de que é a própria companhia emissora que está comprando as ações já que na maioria das vezes a recompra é feita por uma corretora.

A recompra privada ou direta envolve a compra de uma quantia mais elevada de ações de um grande investidor via negociação direta (Vermaelen, 2005). A iniciativa para se fazer a recompra pode ser tanto do acionista quanto da empresa, mas que o motivo para a negociação normalmente é para proporcionar liquidez para investidores que desejam sair da empresa.

2.4.3. Recompra no Brasil

As políticas existentes no Brasil a respeito de recompra de ações não permitem que ocorra uma comparação com estudos internacionais, e existe uma falta de estudos brasileiros na área que identifiquem padrões, mas já é possível perceber que existe uma criação de valor das empresas na política de distribuição em determinadas situações. Não é possível fazer a comparação entre as empresas brasileiras e as empresas internacionais pelos seguintes motivos: a existência de dividendo mínimo obrigatório; possibilidade de pagamento de juros sobre capital próprio; grande concentração da propriedade; dividendos mais vantajosos que as recompras de ações.

A base legal sobre a recompra de ações no Brasil encontra-se na Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976 que regulamenta o mercado de valores mobiliários e cria a CVM e também na Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 que é a Lei das Sociedades Anônimas.

A recompra ao mercado aberto é regulada no artigo 30 da Lei 6.404/76 e pelas instruções da CVM números 10, de 14/02/80 e 268, de 13/11/90. A Lei 6.404/76 estabelece que a compra das ações pela própria companhia aberta deve seguir as normas fixadas pela CVM. A instrução de número 10 da CVM permite que as empresas recomprem suas ações desde que o estatuto da companhia atribua ao conselho de administração o poder para autorizá-la. E a instrução de número 268 da CVM aumenta

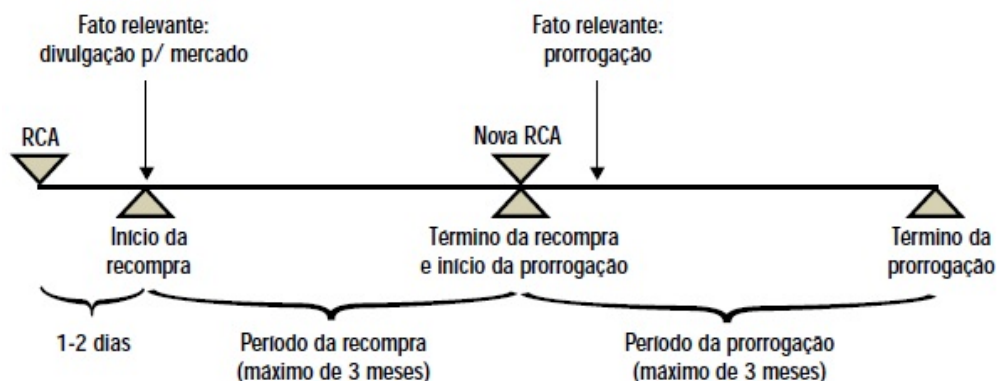
de 5% para 10% o limite de ações da própria emissão que a empresa pode manter em tesouraria.

Gabrielli e Saito (2004) explicam como é realizado o processo de aquisições de ações de emissão própria no mercado brasileiro. Primeiro, a empresa informa à Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) que pretende realizar um programa de recompra de ações de emissão própria. Em seguida, é realizada uma Reunião do Conselho de Administração (RCA) com as definições do programa, como por exemplo: data de início; período em que a companhia poderá recomprar suas ações (máximo de três meses); destino das ações a serem recompradas; e sociedades financeiras intermediárias do processo. A RCA é divulgada ao mercado por meio de fato relevante e assim se dá início ao programa de recompra de ações, no qual há a aquisição factível, não obrigatória, pela empresa de ações de sua própria emissão na bolsa de valores, pelo preço de mercado e sem redução do capital social.

Dessa forma, o programa de recompra de ações é iniciado e as aquisições podem acontecer pela empresa emissora das ações na bolsa de valores pelo valor de mercado, sem que ocorra uma redução do capital social. Após o fim do período permitido para empresa realizar a recompra de suas ações, poderá ter outra Reunião do Conselho de Administração que definirá, entre outras coisas, a prorrogação do prazo para a recompra de ações por meio de um novo programa posterior ao primeiro e também o destino das ações que foram recompradas.

Na figura a baixo é representada a seqüência de uma recompra de ações no Brasil:

Figura 1: Ilustração de uma típica recompra de ações no mercado brasileiro, com prorrogação de prazo.



Fonte: Gabrielli (2004)

3. Metodologia

3.1. Estudo de Evento

No mercado financeiro, um evento pode ser definido como um acontecimento que possui algumas informações relevantes divulgadas ao mercado que possuem, por exemplo, algum efeito sobre os preços das ações de uma empresa. De acordo com Fama (1991) essas informações podem influenciar as expectativas dos investidores e os preços dos títulos. Subscrição de ações, emissão de títulos de dívida, pagamento de dividendos, fusões ou aquisições e bonificações são alguns outros exemplos de eventos.

Kloeckner (1995) afirma que o método de estudo de evento emprega um modelo de geração de retorno que é considerado como padrão e denominado como um retorno normal ou esperado, que é apontado como o retorno que o título teria caso o evento não acontecesse. Depois disso, segundo o autor, para identificar um comportamento anormal nos períodos próximos a um evento específico analisado, é necessário calcular a diferença que existe entre o retorno esperado indicado pelo modelo e o retorno que foi observado no período de análise. Portanto, concentra-se a determinação dos retornos anormais de títulos nos dias próximos do evento ou na data do anúncio de um evento.

De acordo com MacKinlay (1997), o estudo de evento pode ser aplicado no mercado de ações. Nesses casos, se deve presumir que o efeito de um evento será imediatamente refletido nos preços das ações, de uma maneira que o impacto pode ser avaliado utilizando o preço das ações durante um período de tempo relativamente curto.

Ainda em aplicação no mercado financeiro, Brown e Warner (1980) afirmam que a maior preocupação na realização em um estudo de evento é fazer a avaliação do quanto o desempenho dos preços de títulos em dias próximos ao evento tenha sido anormal. A extensão em que retornos de títulos são diferentes daqueles classificados como normais, dado um modelo de equilíbrio de determinação de retornos esperados.

Segundo McWilliams e Siegel (1997), os dados necessários para se fazer esse tipo de estudo são os nomes das empresas negociadas na bolsa, as datas do evento e o preço das ações. Para que os resultados do estudo não apresentem vieses ou alguma imprecisão, é necessário seguir as pressuposições informadas pelos pesquisadores e seus passos quando da implementação da metodologia. Os procedimentos ou passos para se fazer a condução de um estudo de evento são simples e a maioria dos autores sugere os seguintes:

- Definir o evento que fornece nova informação ao mercado;
- Apresentar a teoria que fundamenta a resposta do mercado ao evento em questão;
- Identificar um grupo de empresas que experimentam o evento e as datas em que ocorrem;
- Escolher o período de tempo durante o qual os preços serão examinados e justificar a escolha;
- Eliminar a empresa da amostra ou proceder um ajuste no caso de outro evento relevante ocorrer no período em estudo;
- Separar o retorno específico do ativo durante um período anterior ao evento, utilizando um modelo adequado;
- Estimar o desvio padrão do retorno durante o período anterior ao evento;
- Agregar os retornos anormais e os desvios padrão de todas as ações da amostra na data do evento e no período posterior;
- Testar as hipóteses;

Os autores Campbell, Lo e Mackinlay (1997) descrevem os procedimentos de um estudo de evento de acordo com a figura a seguir:

Figura 2: Etapas de um Estudo de Evento



Fonte: Campbell, Lo e Mackinlay (1997)

3.1.1. Definição do Evento

Na etapa de Definição do Evento define-se o evento de estudo, identifica a sua data de ocorrência que é denominada como “data zero” e a janela de evento que é o período durante o qual serão analisados os preços dos títulos das firmas envolvidas

neste evento. A definição da janela engloba alguns dias antes e alguns dias depois do evento. A sua escolha é feita de forma subjetiva pelo pesquisador, porém a quantidade de observações não deve ser curta demais, de modo que não analise possíveis informações importantes, ou longa demais, de forma que capture oscilações anormais que não estão relacionadas com o evento em estudo.

O evento de estudo deste trabalho é o anúncio de recompra realizado no mercado financeiro pelas empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) de acordo com a regulamentação da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976.

3.1.2. Critério de Seleção

Na etapa do Critério de Seleção são definidos os critérios para a base de dados utilizada, para a escolha do setor econômico das empresas que farão parte do trabalho e as empresas afetadas pelo evento.

A amostra deste trabalho foi obtida primeiramente pela coleta no site da CVM das empresas que realizavam anúncio de recompra e a data que ocorreu este evento. A partir destes dados coletados, foi necessário buscar os preços das ações dos dias do evento no sítio denominado *Yahoo! Finanças* e o índice da BOVESPA disponibilizado no próprio site da BOVESPA. A amostra deste trabalho está compreendida entre o período de 26 de julho de 2007 e 18 de dezembro de 2009 e a pesquisa totalizou uma quantidade de 46 eventos para 31 empresas diferentes.

Os nomes das empresas que compõe os dados da pesquisa são:

- ALL America Latina Logística
- Banco Indusval S.A.
- Banco Patagonia S.A.
- BHG S.A. – Brazil Hospitality Group
- Brasil Brokers Participações S.A.
- Braskem S.A.
- Brookfield Incorporações S.A.
- Cia Providência Indústria e Comércio

- Cia Siderurgia Nacional
- Cielo S.A.
- Contax Participações S.A.
- Cremer S.A.
- Cyrela Comercial Propert. S.A. Empr. Part.
- EDP Energias do Brasil S.A.
- EZ TecEmpreend. e Participações S.A.
- Gerdau S.A.
- JBS S.A.
- Light S.A.
- Log-in Logística Intermodal S.A.
- Multiplan Empreend. Imobiliários S.A.
- Odontoprev S.A.
- Porto Seguro S.A.
- Profarma Distrib. Produtos Farmacêuticos S.A.
- Rossi Residencial S.A.
- São Carlos Empreend. e Participações S.A.
- Tagma Gestão Logística S.A.
- Telefónica S.A.
- Trisul S.A.
- Unibanco Holdings S.A.
- Vale S.A.
- Valid Soluções e Serv. Segurança em meios de Pagamento e Identificação S.A.

3.1.3. Medição dos Retornos Normais e Anormais

O retorno normal é definido como o retorno que seria esperado se não houvesse a ocorrência do evento. O retorno anormal avalia o impacto do evento e é determinado como a diferença entre o retorno observado de um título e o retorno normal encontrado na janela de evento. Assim, considerando que em uma empresa i e uma data t , o retorno anormal é calculado da seguinte forma:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

em que $A_{i,t}$ é o retorno anormal, $R_{i,t}$ é o retorno observado e $E(R_{i,t})$ é o retorno esperado do ativo i para o período t .

De acordo com Soares, Rostagno e Soares (2002), o cálculo dos retornos normais pela utilização de capitalização discreta é feito da seguinte maneira:

$$R = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) - 1$$

sendo que R representa a taxa de retorno, P_t representa o preço da ação no período t e P_{t-1} representa o preço da ação no período $t-1$.

Após o cálculo dos retornos normais, é necessário calcular o retorno esperado que pode ser encontrado pela conhecida fórmula de precificação de ativos:

$$E[R_{i,t}] = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

onde $E[R_{i,t}]$ representa o retorno esperado, R_f representa o retorno livre de risco que neste trabalho estará baseado nos valores do Certificado de Depósitos Interbancários, R_m representa o retorno do IBOVESPA e β representa o parâmetro de estimação que pode ser encontrado com a seguinte fórmula:

$$\beta_i = \frac{Cov_{i,m}}{Var_m}$$

sendo que $Cov_{i,m}$ é a covariância do retorno dos preços da ação i e do retorno de mercado e Var_m é a variância dos retornos de mercado, no caso da IBOVESPA no intervalo de estimações. O β_i aqui é a sensibilidade dos retornos do ativo com respeito aos retornos de mercado, definido no modelo de precificação de ativos – CAPM (Brigham e Ehrhardt, 2006).

Após o cálculo destes valores e utilizando os dados observados foi feito o

cálculo do retorno acumulado na janela. Da mesma forma, com os dados previstos foi feito o cálculo do retorno acumulado na janela conforme a fórmula:

$$(1 + A_i) = (1 + A_{i,1})(1 + A_{i,2})(1 + A_{i,3}) \dots (1 + A_{i,t})$$

em que $A_{i,t}$ é o retorno anormal de i no período t , para janela de $t = 1, \dots, t$.

3.1.4. Procedimento de Estimação

Na etapa de procedimento de estimação é definida a janela de estimação para se calcular os parâmetros do modelo de determinação dos retornos normais escolhido. É definida de forma subjetiva e arbitrária pelo pesquisador e utilizado um período anterior ao da janela de evento. O tamanho da janela de estimação deve ser grande o suficiente para que discrepâncias nos preços possam ser diminuídas sem causar grandes modificações em sua distribuição de frequência.

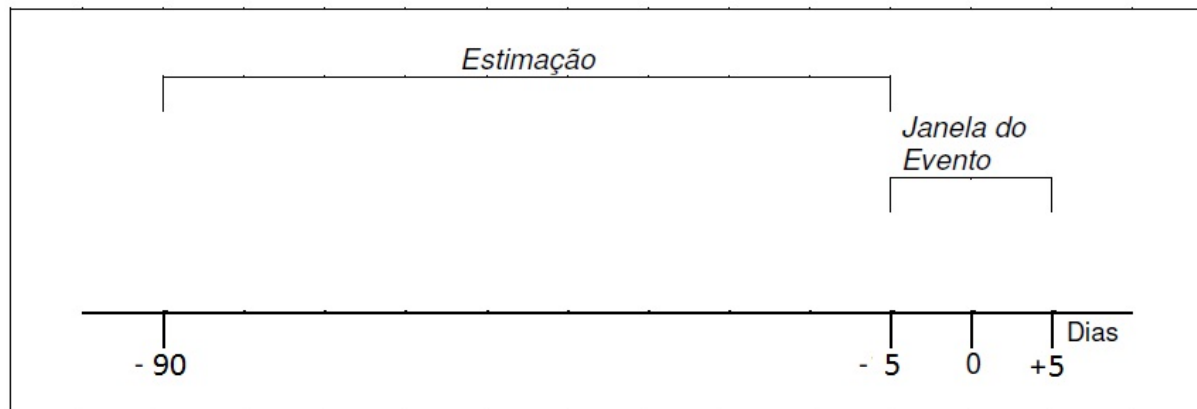
Em um início de estudo de evento é necessário observar dois aspectos: o tamanho da amostra e o tamanho da janela de evento. Os autores McWilliams e Siegel (1997) sugerem a utilização, no caso de amostras pequenas, de métodos que não requeiram a normalidade da distribuição típicas das grades amostras. Assim, maior será o risco de existir outros eventos acontecendo no mesmo período quanto maior for à janela do evento e, portanto, a confiabilidade dos resultados encontrados será menor, por isso é preciso identificar a data exata do evento.

Quanto maior a janela do evento maior o risco de existirem outros eventos ocorrendo no período e, portanto, menor a confiabilidade dos resultados (McWilliams e Siegel, 1997). Por este motivo, é necessário identificar a data exata do evento. De acordo com os autores, com um aumento da janela pode-se aumentar a possibilidade de ocorrer outros eventos significativos no período. McWilliams e Siegel (1997) sugerem que esse problema seja controlado desconsiderando-se da amostra as empresas cujos dados não estejam disponíveis ou que estejam claramente influenciados por algum outro evento perturbador.

Assim, neste trabalho a data utilizada como data “zero” é o dia do anúncio de recompra de ações feito pela empresa e a janela de evento corresponde a 5 dias de negociação antes da data do evento, mais o dia do evento em si (anúncio) e 5 dias após o evento. Totalizando 11 dias de negociação. O período de estimação foi de 90 dias

antes da data de início da janela de evento. A figura a seguir demonstra o período de estimação e a janela do evento:

Figura 3: Linha do Tempo de um Estudo de Evento



Fonte: Elaboração Própria

4. Resultados

Nas tabelas a seguir são apresentados os valores encontrados para os retornos observados, retornos previstos e retornos anormais. Além do beta utilizado para a realização dos cálculos. As tabelas foram divididas entre aqueles eventos que apresentaram valores positivos e aqueles que apresentaram valores negativos para as porcentagens encontradas de retornos anormais.

Tabela 1: Tabela contendo Data do Evento, Nome da Empresa, Beta, Retorno Observado, Retorno Previsto e Retorno Anormal em Porcentagem para os retornos anormais com valores positivos

Data do Evento	Nome da Empresa	Beta	Ret. Observado	Ret. Previsto	Ret. Anormal %
26/07/2007	Contax Participações S.A	0,25	0,000	-0,008	0,85%
18/12/2007	EDP Energias do Brasil S.A.	0,07	0,073	0,003	7,04%
13/02/2008	Unibanco Holdings S.A.	-0,02	0,098	0,004	9,41%
19/02/2008	Braskem S.A.	0,21	0,194	0,019	17,54%
15/04/2008	EZ TecEmpreend. e Participações S.A.	0,51	0,149	0,009	14,02%
08/05/2008	Tegma Gestão Logística S.A.	0,42	0,137	0,053	8,37%
03/09/2008	EZ TecEmpreend. e Participações S.A.	0,60	0,007	-0,050	5,71%
05/09/2008	Log-in Logística Intermodal S.A.	0,45	0,044	-0,028	7,25%
05/09/2008	Contax Participações S.A	0,07	0,094	0,000	9,39%
16/10/2008	Trisul S.A.	0,44	0,000	-0,047	4,69%
17/10/2008	Cremer S.A.	0,40	-0,025	-0,053	2,83%
11/11/2008	Cyrela Comercial Propert S.A. Empr. Part.	0,56	0,019	-0,058	7,66%
03/12/2008	Cia Siderurgia Nacional	1,27	0,179	0,152	2,72%
07/01/2009	Cia Siderurgia Nacional	1,28	0,181	0,035	14,66%
02/02/2009	Cia Siderurgia Nacional	1,27	0,133	0,132	0,12%
30/04/2009	Brookfield Incorporações S.A.	0,58	0,269	0,085	18,42%
22/05/2009	ProfarmaDistrib. Produtos Farmacêuticos S.A.	0,36	0,200	0,030	17,01%
23/09/2009	Vale S.A.	0,35	0,043	0,016	2,78%
30/10/2009	ProfarmaDistrib. Produtos Farmacêuticos S.A.	0,23	0,059	0,004	5,50%
06/11/2009	Light S.A.	0,08	0,013	0,010	0,22%
03/12/2009	Rossi Residencial S.A.	0,82	0,107	0,011	9,62%

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 2: Tabela contendo Data do Evento, Nome da Empresa, Beta, Retorno Observado, Retorno Previsto e Retorno Anormal em Porcentagem para os retornos anormais com valores negativos

Data do Evento	Nome da Empresa	Beta	Ret. Observado	Ret. Previsto	Ret. Anormal %
10/08/2007	Brookfield Incorporações S.A.	0,27	-0,162	-0,028	-13,37%
10/12/2007	JBS S.A	-0,10	-0,225	0,010	-23,49%
18/12/2007	Cia Providência Indústria e Comércio	0,04	-0,001	0,004	-10,50%
07/01/2008	São Carlos Empreend. e Participações S.A.	0,41	-0,018	-0,010	-0,75%
08/01/2008	Gerdau S.A	0,41	-0,043	-0,022	-2,08%
27/02/2008	Telefônica S.A	0,44	-0,013	0,019	-3,26%
04/03/2008	Log-in Logística Intermodal S.A.	0,47	-0,021	-0,016	-18,46%
07/03/2008	ALL America Latina Logística S.A.	0,40	-0,141	-0,019	-12,24%
18/04/2008	Trisul S.A.	0,58	-0,057	0,022	-7,85%
01/08/2008	Banco Patagonia S.A.	0,06	-0,058	0,000	-5,83%
09/08/2008	ProfarmaDistrib. Produtos Farmacêuticos S.A.	0,18	-0,080	-0,006	-7,31%
17/09/2008	Brasil Brokers Participações S.A.	0,22	-0,256	0,013	-26,92%
26/09/2008	Cia Siderurgia Nacional	1,45	-0,0221	-0,127	-9,43%
01/10/2008	ALL America Latina Logística S.A.	1,10	-0,350	-0,243	-10,66%
03/10/2008	EDP Energias do Brasil S.A.	0,75	-0,155	-0,145	-1,02%
16/10/2008	Vale S.A.	0,60	-0,197	-0,068	-12,98%
10/11/2008	Odontoprev S.A.	0,50	-0,022	-0,016	-0,61%
11/11/2008	Multiplan Empreend. Imobiliário S.A.	0,82	-0,135	-0,087	-4,71%
18/11/2008	ProfarmaDistrib. Produtos Farmacêuticos S.A.	0,66	-0,049	-0,001	-4,84%
05/01/2009	Valid Soluções e Serv. Segurança em meios de Pagamento e Identificação S.A.	0,37	0,000	0,035	-3,54%
17/02/2009	Porto Seguro S.A.	0,39	-0,132	-0,034	-9,81%
27/04/2009	BHG S.A. – Brazil Hospitality Group	0,20	-0,120	0,029	-14,85%
17/09/2009	Banco Indusval S.A.	0,49	0,010	0,020	-1,03%
23/11/2009	Cielo S.A.	0,66	-0,015	0,028	-4,26%
18/12/2009	Cia Siderurgia Nacional	0,73	-0,075	-0,004	-7,15%

Fonte: Elaboração Própria

De acordo com os dados demonstrados na Tabela 1 é possível observar que 21 dos 46 eventos analisados neste trabalho apresentaram retorno anormal com valor

positivo. A média encontrada para esses eventos foi de 7,89% e o desvio padrão foi de 5,68. Dentre as empresas que apresentaram retorno anormal positivo, a empresa Brookfield Incorporações foi a que obteve o maior retorno com o valor de 18,42% e a empresa Cia. Siderurgia Nacional foi a que obteve o menor retorno com o valor de 0,12%.

No período analisado nesse trabalho, o ano de 2008 foi o que apresentou a maior quantidade de eventos com retornos anormais positivos e o ano de 2007 foi o que apresentou a menor quantidade de eventos com retornos anormais positivos. No ano de 2007 foram encontrados 2 eventos, no de 2008 foram encontrados 11 eventos e no ano de 2009 foram encontrados 8 eventos.

De acordo com os dados demonstrados na Tabela 2 é possível observar que 25 dos 46 eventos analisados neste trabalho apresentaram retorno anormal com valor negativo. A média encontrada para esses eventos foi de -8,67% e o desvio padrão foi de 6,93. Dentre as empresas que apresentaram retorno anormal negativo, a empresa Brasil Brokers Participações S.A. foi a que obteve o maior retorno com o valor de -26,92% e a empresa Odontoprev S.A. foi a que obteve o menor retorno com o valor de -0,61%.

No período analisado nesse trabalho, o ano de 2008 também foi o que apresentou a maior quantidade de eventos com retornos anormais positivos e o ano de 2007 também foi o que apresentou a menor quantidade de eventos com retornos anormais positivos. No ano de 2007 foram encontrados 3 eventos, no de 2008 foram encontrados 16 eventos e no ano de 2009 foram encontrados 6 eventos.

Era de se esperar pelo menos uma quantidade maior de eventos apresentando retornos normais positivos já que conforme a teoria apresentada, quando se retém mais dividendos, o resultado para o acionista dependerá do resultado obtido pela empresa nos investimentos feito com o recurso retido.

Isso não ocorre com a recompra, que segundo o modelo de avaliação de ações apresentado no tópico 2.1 desse trabalho a recompra geraria um ganho de capital similar ao ganho decorrente da distribuição de dividendos. Note que mesmo que a empresa tenha recomprado ações com recursos de outras fontes, o ganho de capital seria positivo.

No estudo, o mercado brasileiro no período de 2007 a 2009 não indicou evidência de que recompra tem efeito positivo no retorno das ações. Isso não significa

que a teoria não é válida, mas sim que pesquisas futuras devem analisar outros fatores que possam ter influenciado o resultado.

5. Conclusão

A recompra de ações por uma empresa é uma alternativa que a companhia possui para fazer a distribuição de fluxo de caixa livre. Essa possibilidade permite que a empresa não faça distribuição de dividendos e assim oferecer aos acionistas a opção de recompra de ações. Utilizando dessa prática, a quantidade de ações existentes no mercado diminui e conseqüentemente a empresa permite que a participação que os acionistas possuem na empresa aumente. A recompra de ações possibilita também que o valor contábil e o valor financeiro da empresa não se modifiquem já que seu patrimônio líquido permanece inalterado. Dessa forma, a valorização da ação é devido ao valor gasto na recompra.

Uma recompra deve ter um impacto positivo nos retornos das ações devido ao fato do resultado dessa operação depender do resultado que empresa obtivesse em investimentos que os recursos da retenção de dividendos fossem aplicados.

Um estudo de evento foi utilizado nesse trabalho analisando o anúncio de recompra realizado no mercado financeiro pelas empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) de acordo com a regulamentação da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. A amostra estudada é composta por 46 eventos de 31 empresas diferentes que fizeram anúncio de recompra de ações entre o período de 26 de julho de 2007 e 18 de dezembro de 2009.

Pra os cálculos dos retornos, foram calculados os retornos normais que são os retornos que seriam esperados sem a ocorrência do evento (nesse trabalho foi utilizado o modelo de precificação de ativos - CAPM) e os retornos anormais que são a diferença entre o retorno observado e o retorno normal da janela de evento. Sendo que a janela de evento aplicada corresponde a 5 dias de negociação antes do anúncio de recompra, mais o dia do anúncio e 5 dias após a recompra, totalizando 11 dias a janela.

No período de análise desse trabalho, 21 dos 46 eventos observados tiveram retornos anormais positivos e 25 tiveram retornos anormais negativos. Sendo que a média encontrada dos retornos anormais para os eventos que apresentaram retornos positivos foi de 7,89% e a média encontrada dos retornos anormais para os eventos que apresentaram retornos negativos foi de -8,67%.

Dessa forma, o estudo desse trabalho não indicou evidências de que a recompra de ações tem efeito positivo no retorno das ações das empresas do mercado brasileiro

nos de 2007 a 2009. O resultado encontrado não significa que a teoria está errada, mas sim que pesquisas futuras deveriam analisar que fatores conjunturais estiveram presentes no Brasil no período e que influenciaram o resultado diferente do esperado.

REFERÊNCIAS

BALE, R.; HITE, G. L. *Ex-dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or taxindecided Clienteles?* Journal of Financial Economics, v. 53, p. 127-159, 1998.

BRASIL, Lei das sociedades por ações: Lei 6404, de 15-12-1976, alterada pela Lei 9757, de 5-5-1997. Legislação Complementar – Comissão de Valores Mobiliários – CVM – Instruções, Deliberações e Pareceres da CVM. 26º ed. São Paulo, Atlas, 1998.

BRASIL, Lei nº 6385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. In: Diário Oficial da União, Brasília, 1976.

BERK, J; DEMARZO, P. *Finanças Empresariais: Essencial*. Porto Alegre: Bookman, p. 708, 2010.

BREALEY, R. A. *Princípios de finanças empresariais*. 5. ed. Lisboa: Mcgraw-Hill, 1992.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. 5. ed. Lisboa: Mcgraw-Hill, 1998.

BRENNAN, M. J.; THAKOR, A. V. *Shareholder Preferences and Dividend Policy*. The Journal of Finance, v. 45, n. 4, Sept. 1990.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo: Pioneira Thompson Learning, 2006.

BRITTO, S. J.; RIETTI, R. Efeito clientela, níveis marginais de taxação e eficiência: o caso dos dividendos no mercado acionário brasileiro. Revista de Administração, São Paulo, Mar. 1981.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. *Measuring security price performance*. Journal of Financial Economics, v. 8, p. 205-258, 1980;

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. *The econometrics of financial markets*. 2.ed. New Jersey: Princeton University Press, p. 611, 1997.

COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 10, de 14 de fevereiro de 1980. Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e respectiva alienação.

COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 268, de 13 de novembro de 1997. Altera o limite previsto no art. 3º da Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980.

COMMENT, R. & JARRELL, G. A. *The relative signaling power of dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases*. The Journal of Finance, v. 46, n. 4, p. 1243-1271, Sept. 1991.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. *Financial theory and corporate policy*. 3. ed. Eddison Wesley, Reading, Chapters 19 and 20, 1992.

DAVIDSON III, W. N.; CHHACHHI, I.; GLASCOCK, J. L. *A test for price pressure effects in tender offer stock repurchases*. The Financial Review, v. 31, n. 1, p. 25-49, Feb. 1996.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. *Marginal stockholder tax rates and the clientele effect*. Review of Economics e Statistics, Mai. 1970

FAMA, E. F. *Efficient capital markets II*. The Journal of Finance. Chicago: University of Chicago, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, Dec. 1991.

FRANK, M.; JAGANNATHAN, R. *Why Do Stock Prices Drop by Less than the Value of the Dividend? Evidence from a Country Without Taxes*. Journal of Financial Economics, v. 47, p. 161-188, Mar. 1998.

GABRIELLI, M. F.; SAITO, R. *Recompra de ações: Regulamentação e proteção dos minoritários*. Revista de Administração de Empresas, São Paulo, 2004.

GORDON, M. J. *Optmal investment and financing policy*. The Journal of Finance, New York, Mai. 1963.

HOWE, K. M.; HE, J.; KAO, G. W. *One-time cash flow announcements and free cash-flow theory: share repurchases and special dividends*. The Journal of Finance, v. 47, n. 5, p. 1963-1975, Dec. 1992.

IKENBERRY, D.; LAKONISHOK, J. & VERMAELEN, T. *Market underreaction to open market share repurchases*. Journal of Financial Economics, v. 39, p. 181- 208, 1995.

JAGANNATHAN, M.; STEPHENS, C. P.; WEISBACK, M. S. *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*. Journal of Financial Economics, v. 57, p. 355-381, 2000.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Working Paper, 1976.

JOHN, K.; KNYAZEVA, A. *Payout policy, agency conflicts, and corporate governance*. Working paper, New York University, 2006.

KALAY, A. *The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect*. Journal of Finance, v. 37, p. 1059-1070, 1982.

KLOECKNER, G. O. *Estudos de eventos: A Análise de um Método*. Revista Brasileira de Administração Contemporânea, Set. 1995.

LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. *Anomalous price behavior around repurchase tender offers*. The Journal of Finance, v.45, n. 2, p. 455-477, June 1990.

LINTNER, J. *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. American Economic Review, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.

LINTNER, J. *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations*. Review of Economics and Statistics, Ago. 1962.

MACKINLAY, A. C. *Event studies in economics and finance*. Journal of Economic Literature, v. 35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997.

MASULIS, R. W. *Stock repurchase by tender offer: an analysis of the causes of common stock price changes*. The Journal of Finance, v. 35, n. 2, p. 305-321, Mai. 1980.

McWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. *Event studies in management research theoretical and empirical issues*. Academy of Management Journal, v. 40, n. 3, p. 626-657, 1997.

MICHAELY, R. *Ex-dividend day stock price behavior: the case of the 1986 tax reform act*. The Journal of Finance. New York, July 1991.

MILONAS, N.; TRAVLOS, N. *The Ex-dividend Day Stock Price Behavior in the Athenas Stock Exchange*, Working Paper Series, Jun. 2001. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274080. Acesso em: 20/09/2013.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*. Journal of Business, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. *Management ownership and market valuation – an empirical analysis*. Journal of Financial Economics, v. 20, p. 293-315, 1988.

POLI, B. T. C. *A resposta das empresas à modificação tributária de 1989: dividendos X ganhos de capital*. Porto Alegre, 1993. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

PROCIANOY, J. L. & POLI, B. T. C. *A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa*. Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v. 33, n. 4, p. 6-15, Ago. 1993.

PROCIANOY, J. L. *A política de dividendos e o preço das ações*. In: Gestão de investimentos e fundos, 2006, Rio de Janeiro: Financial Consultoria, p. 139-164, 2006.

SCHOLES, M. *The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices*. The Journal of Business, v. 45, p. 179-211, Apr. 1972.

SHILLINGLAY, G.; MEYER, P. E. *Accounting – a management approach*. 7 ed. Richard D. Irwin, Homewood, cap. 11, p. 357-359, 1983.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XXVI, *Anais...* Salvador: ANPAD, Set. 2002.

SOLOMON, E.; PRINGLE, J. J. *An introduction to financial management*. 2. ed. Scott, Foresman and Co., Glenview, cap. 21, p. 625-627, 1980.

STEPHENS, C. P.; WEISBACH, M. S. *Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs*. *The Journal of Finance*, v. 53, n. 1, p. 313-333, Feb. 1998.

VERMAELEN, T. *Common stock repurchases and market signaling: an empirical study*. *Journal of Financial Economics*, v. 9, p. 139-183, 1981.

VAFEAS, N. *Determinants of the choice between alternative share repurchase methods*. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, v. 12, n. 2, p. 101-124, Spring, 1997.

WATTS, R. *The Information Content of Dividends*. *The Journal of Business*, Chicago, v. 46, n. 2, p. 191-201, Apr. 1973