

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

Layane Ramalho Evangelista

Um Estudo do Impacto dos Anúncios de Recompra no Preço das Ações no Mercado  
Brasileiro nos anos de 2010 a 2012

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

Layane Ramalho Evangelista

Um Estudo do Impacto dos Anúncios de Recompra no Preço das Ações no Mercado  
Brasileiro nos anos de 2010 a 2012

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

EVANGELISTA, LayaneRamalho

Curso de graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília:  
uma análise crítico-reflexiva do cenário atual / Layane Ramalho  
Evangelista– Brasília, 2013, 39 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 –

Layane Ramalho Evangelista

Um Estudo do Impacto dos Anúncios de Recompra no Preço das Ações no Mercado Brasileiro  
nos anos de 2010 a 2012

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 Paulo Roberto Barbosa Lustosa  
Professor - Examinador

Brasília, DF

2013

## **AGRADECIMENTOS**

*Agradeço primeiramente a Deus, porque só com ele tudo se torna possível. Aos meus pais, que sempre presentes me apoiaram e incentivaram em todas minhas escolhas, e são exemplo de dedicação e fé. Também ao meu irmão que todos os dias me ensina a importância de se lutar por um sonho, e que sem eles não somos nada.*

*Um grande agradecimento a minhas amigas de infância, e de adolescência que se tornaram família e caminham sempre ao meu lado.*

*Sou grata ao professor Paulo Britto pelo seu apoio, compreensão e jeito amigo em todas as etapas da realização desta pesquisa. Agradeço profundamente a meus colegas, que sempre me acompanharam no decorrer do curso, principalmente ao Tiago e à Bárbara, que foram peças chave para que eu completasse este ciclo.*

*“O futuro pertence àqueles que acreditam na beleza de seus sonhos.”*  
(Eleanor Roosevelt)

## **RESUMO**

Um anúncio de recompra pode interferir no valor de uma ação, já que faz com que a quantidade de ações no mercado diminua. A pesquisa a seguir procura identificar se anúncios de recompra em empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA – no período de 01/01/2010 a 31/12/2012 geram impactos positivos ou negativos no preço das ações. A metodologia utilizada foi um estudo de eventos com uma amostra que totalizou 49 eventos para 34 empresas. No decorrer do trabalho foram discutidas teorias de dividendos que poderiam explicar o comportamento dos preços das ações ante os anúncios de recompra. A definição de recompra e o procedimento de recompra no Brasil também foram itens tratados neste trabalho. Os resultados encontrados não apresentaram valores que possam levar a um padrão como os encontrados em outros trabalhos da mesma área e com o mesmo objetivo. Essa diferença de retornos encontrada pode ser justificada pelas diferenças das características da amostra previamente escolhidas.

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



## SUMÁRIO

1. Introdução.....	10
2. Fundamentação Teórica.....	11
2.1 Avaliação do Retorno de Ações .....	11
2.2 Teorias sobre dividendos .....	12
2.2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos .....	12
Teoria do “Pássaro na Mão” .....	13
2.2.3 Teoria da Preferência Tributária .....	13
2.3 Política de Dividendos.....	14
2.4 Recompra de ações .....	15
2.4.1. Relação entre recompra e dividendos.....	17
2.4.2. Métodos de Recompra .....	18
2.4.3Recompra no Brasil .....	19
3. Metodologia.....	20
3.1 Estudo de Evento .....	20
3.1.1 Definição do Evento .....	22
3.1.2 Critérios de Seleção .....	22
3.1.3 Medição dos Retornos Normais e Anormais .....	25
3.1.4 Procedimento de Estimativa .....	26
4. Resultados.....	28
4.1 Discussão dos Resultados.....	33
5. Conclusão .....	35
6. Referências Bibliográficas.....	36

## **1. Introdução**

A política de dividendos de uma empresa é uma estratégia que seus administradores utilizam para pagar o investimento feito pelos acionistas. As decisões de pagamento de dividendos tomadas deverão levar em consideração também as políticas de financiamento e investimento da companhia, pois o reinvestimento do retorno é uma alternativa ao pagamento de dividendos.

Diversas teorias tentam buscar formas de provar que um evento fora do normal pode interferir no preço das ações, baseando-se no fato de que o mercado poderia reagir a esses diversos eventos, tanto positivamente quanto negativamente.

A recompra de ações surge como uma forma de se distribuir o lucro, ela faz com que a quantidade de ações no mercado diminua, aumentando a participação de cada acionista na empresa, sem alterar o valor econômico da empresa. Sendo assim o anúncio de uma recompra pode ser um fator estimulante para modificar positivamente ou negativamente o preço de uma ação.

No mercado internacional, estudos revelam que o anúncio de recompra pode afetar sim e positivamente o preço das ações, e a hipótese que melhor explica isso é a da sinalização do mercado.

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.

Este trabalho tem como objetivo verificar se há um impacto positivo ou negativo de um anúncio de recompra no preço das ações, comparando os resultados obtidos com aspectos e parâmetros estudados por outros autores da mesma área.

A metodologia a ser utilizada é o estudo de eventos que se baseia em cálculos de retornos normais e anormais, a fim de se mensurar um possível impacto no preço das ações.

## 2. Fundamentação Teórica

### 2.1 Avaliação do Retorno de Ações

Em sua obra Berk e Demarzo (2009) explicam que há duas maneiras principais de se obter fluxo de caixa quando uma empresa possui ações. A primeira opção seria realizar pagamentos a seus acionistas na forma de dividendos. A outra opção seria o investidor gerar dinheiro vendendo as ações em uma data futura.

Se um investidor decidir por comprar ações, ele pagará o preço corrente de mercado,  $P_0$ . E enquanto possui-las, ele terá direito a quaisquer dividendos pagos por elas. Sendo  $Div_1$ , o total de dividendos pagos por ação durante o ano. No fim do ano, o investidor venderá suas ações pelo novo preço de mercado,  $P_1$ .

Seguindo a ideia de que todos os dividendos sejam pagos no fim do ano, o investidor estará disposto a pagar um preço hoje até que esta transação tenha um preço menor ou igual ao valor presente do dividendo futuro esperado e do preço de venda.

Não é possível descontar os fluxos de caixa utilizando a taxa livre de risco, já que esses fluxos são arriscados, assim eles serão 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. A fórmula a seguir apresenta o preço das ações:

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

Se o preço atual das ações for menor do que o valor presente do dividendo mais o ganho de capital, o investimento trará um ganho anormal para o investidor, e se exceder essa quantia, o investimento trará perda para o investidor.

É fácil perceber, então, que se o pagamento atual for inferior ao valor das ações, vários investidores comprarão essa ações e o oposto ocorrerá se o pagamento atual for maior que o valor das ações.

O retorno total será a mesma equação acima multiplicada por  $(1 + r_E)$ , dividida por  $P_0$ , e subtraída de 1 de ambos os lados:

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

Sendo que  $\frac{Div_1}{P_0}$  é a rentabilidade do dividendo, ou seja é o dividendo anual esperado das ações dividido por seu preço atual e  $\frac{P_1 - P_0}{P_0}$  é a taxa de ganho de capital, ele reflete o ganho de capital que o investidor obterá sobre as ações.

O reinvestimento só será lucrativo para os acionistas se o Retorno do Investimento (ROI) for suficientemente elevado.

## **2.2 Teorias sobre dividendos**

Uma política de dividendos não é somente quanto se deve pagar ao acionista, mas também de quando ficará retido na entidade, e os motivos que levam a essa tomada de decisão.

### *2.2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos*

Para Modigliani e Miller (1961) o valor de uma empresa depende apenas do fluxo gerado pelos seus ativos e do seu risco econômico. Eles se baseiam na ideia de que as mudanças nas políticas de dividendos não afetam o retorno das ações, considerando que o valor presente do seu fluxo de caixa líquido futuro não é alterado.

Sendo assim, o valor da empresa permanece inalterado ainda que ocorra uma reorganização estrutural do financiamento, como por exemplo, alterando a política de retenção de lucros.

Para chegar a essa conclusão, os autores partiram de certos pressupostos: não existe imposto de renda para pessoas físicas nem jurídicas; não existem custos para se lançar ações no mercado; a política de endividamento da empresa não afeta seu custo de capital; tanto investidores como gerentes da empresa têm o mesmo nível de informação; a divisão do lucro entre dividendos e lucros retidos não tem efeito sobre o custo de capital da empresa; a política de investimento de capital da empresa é independente de sua política de dividendos.

Para Mota (2007) as evidências empíricas mostram que a política de dividendos é relevante sim e cria valor para a empresa, visto que gera retornos anormais duradouros para as ações.

### *2.2.2 Teoria do “Pássaro na Mão”*

Para Gordon (1963) e Lintner (1962), os acionistas preferem dividendos correntes e ganhos de capital a dividendos futuros. Partindo do pressuposto de que o investidor é avesso ao risco, os dividendos correntes diminuem a incerteza dos investidores e dessa forma descontariam os ganhos a uma taxa menor, o que elevaria o preço das ações. Por outro lado, caso os dividendos fossem reduzidos ou não viessem a ser pagos, a incerteza dos investidores seria maior, o que proporcionaria queda no preço das ações.

Para Gitman (1997), ainda que existam diversos estudos que tentam provar tal teoria, nenhum delas conseguiu proporcionar a efetividade das argumentações. Porém, é evidente que o comportamento e atitudes de administradores e investidores denotam que a política de dividendos pode sim afetar o valor das ações.

### *2.2.3 Teoria da Preferência Tributária*

Essa teoria explica que existindo a taxação de impostos de forma diferenciada sobre ganhos de capital e dividendos, os acionistas tenderão a ficar com a opção que menos tributos lhes trouxer. Assim, quando os dividendos forem tributados de forma mais significativa (pesada) que os ganhos de capital, as empresas deveriam pagar os dividendos nos níveis mais baixos possíveis.

Para Bueno (2000) ainda que a taxação fosse idêntica para ganhos de capital e dividendos, ainda haverá preferencia pelo não recebimento dos dividendos, visto que, neste caso, há o benefício da postergação do pagamento do referido imposto.

Os fundos disponíveis deveriam ser retidos ou aplicados na aquisição de ações. Dessa forma, as empresas podem converter os dividendos em ganhos de capital. Esse é o ponto defendido por Brealey e Myers (1998), uma preferencia na baixa distribuição de dividendos.

Em função das vantagens fiscais, os investidores podem querer ter suas reservas em empresas que retenham a maior parte dos lucros. Nesse caso, os investidores estariam tendenciosos a pagar mais por empresas com baixa distribuição de dividendos do que por aquelas com alta distribuição.

### **2.3 Política de Dividendos**

A partir dos resultados financeiros obtidos por uma empresa, em determinado exercício social, é possível tomar duas decisões: o montante é reinvestido na empresa ou é distribuído para os acionistas na forma de dividendos, isso pode ser feito de forma total ou parcial. A política de dividendos escolhida pela empresa indicará a decisão a ser adotada. (BERK E DEMARZO, 2009).

A decisão escolhida é adotada de forma colegiada. Os gestores, junto com os membros do conselho de administração, com aval do conselho fiscal e com aprovação dos acionistas decidirão o que fazer com o lucro da empresa.

Dentre as maneiras de se destinar dividendos, a mais comum é a distribuição em dinheiro; os chamados dividendos regulares, que costumam ser distribuídos quatro vezes ao ano (ROSS, WASTERFIELD E JAFFE, 2009). A escolha por esse método acarreta redução do saldo de caixa da empresa assim como do lucro retido.

Outra forma de se pagar dividendos é a chamada bonificação. Nessa metodologia, ao invés de, simplesmente, repassar dinheiro, as empresas distribuem ações. Nesse caso não há saída de numerário da empresa, mas há aumento do número de ações em poder de terceiros, acarretando a redução no valor de cada ação.

Essa prática, de desdobramento, ocorre quando a empresa aumenta o número de ações representativas do capital. Como consequência, verifica-se a queda o preço de cada ação, haja vista que cada uma dará menor direito de percentagem do fluxo de caixa da empresa. Cada empresa determinará por meio do Conselho de Administração a política a ser seguida, se pagará ou não dividendos e de que forma.

As decisões de distribuição de dividendos dependem de outras, assim como também interfere nelas. Tais decisões são de investimento e decisões de financiamento, que seguem parâmetros internacionais, diferente da distribuição de dividendos que dependem da legislação tributária de cada país.

Para Procianoy e Poli (1993) os dividendos funcionam como um valor informativo sobre a rentabilidade futura da firma, e o seu pagamento ou não, pode influenciar na valorização das ações no mercado.

Por outro lado Brigham e Ehrhardt (2006) relacionam fatores que podem influenciar a tomada de decisão por meio de dividendos:

- a) Restrições ao pagamento de dividendos;
- b) Oportunidades de investimento;
- c) Disponibilidade e custo das fontes alternativas de capital;
- d) Efeitos da política de dividendos sobre a taxa de retorno.

## **2.4 Recompra de ações**

Uma opção para a empresa livrar-se de excedentes de caixa, ao invés de pagar dividendos em dinheiro seria a de readquirir ações de sua própria emissão. Essa opção tornou-se bastante viável, nos últimos anos, para os acionistas das empresas que pretenderam diminuir o pagamento de impostos.

Entende-se por recompra de ações o mecanismo que se inicia com o anúncio de uma empresa que informa ao mercado sobre a sua intenção de adquirir determinada quantidade de ações de sua própria emissão. A partir daí a empresa estará autorizada a fazer a recompra na Bolsa de Valores. As ações recompradas são mantidas em tesouraria antes de serem colocadas novamente no mercado de ações. (GABRIELLI, 2004).

Percebe-se no mercado internacional, nos últimos anos, maior atenção para com esse tipo de operação, ela cresceu bastante se comparada ao pagamento de dividendos, isso ocorre em função do lucro proporcionado aos acionistas. Para Kim e Schremper (2002) esse aumento na recompra de ações deve-se à falta de legislação específica nos países que utilizam esse tipo de transação.

Brighman e Ehrhardt (2006) falam sobre as vantagens e desvantagens para as empresas na compra de ações de emissão própria:

Vantagens:

- a) O anúncio de recompra é visto pelos investidores como um sinal positivo, uma vez que esse tipo de operação pode ser motivada na crença de que as ações da empresa estão subavaliadas;
- b) A segunda vantagem é que a recompra pode ser uma alternativa de retirar ações do mercado que estejam a baixo preço;
- c) Se a administração acredita que o fluxo de caixa excedente é apenas temporário, prefere fazer a distribuição na forma de recompra de ações em vez de declarar um dividendo

em dinheiro mais alto que não possa ser mantido;

d) A empresa fica com mais flexibilidade no ajuste da distribuição total do que teria se a totalidade fosse distribuída em forma de dividendos em dinheiro, porque as recompras podem variar de um ano para outro sem sinalizar negativamente;

e) As recompras podem ser mecanismos eficientes para produzir mudanças desejadas na estrutura de capital;

f) As empresas que usam as opções de ações como um componente importante de remuneração do funcionário podem recomprar as ações e, então, usá-las quando os funcionários exercerem suas opções. Esse procedimento evita a necessidade de emitir novas ações e, dessa forma, diluir os lucros.

Dentre as desvantagens são apresentados:

a) Se os acionistas não possuem preferência por qual forma receber seus investimentos, então pode-se dizer que os acionistas podem ter benefícios maiores em determinadas situações recebendo dividendos em dinheiro. Isso devido ao fato de os dividendos em dinheiro possuírem segurança maior que as recompras.

b) Os acionistas que desejem vender suas ações podem não ter conhecimento suficiente sobre as complicações que envolvem a recompra ou alguma informação relevante sobre as operações da empresa.

c) 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.

O trabalho de Gabrielli (2004) revela quatro motivos principais para uma empresa realizar a recompra:

1. Uma empresa possui capital próprio além do necessário, está pouco endividada, logo a recompra pode balancear de forma mais adequada o capital de terceiros e o próprio. Ao se retirar do mercado uma parcela de suas ações a empresa diminui a participação do capital próprio na estrutura de financiamento, aumentando a sua alavancagem.

2. Outro motivo é a redução dos custos de agência ou excesso dos fluxos de caixa, esse excesso, não investido, poderá ser utilizado de forma inadequada se for



deixado na empresa. Para Jensen e Meckling (1976) esse fato tende a diminuir os conflitos de agência entre administradores e acionistas de uma mesma empresa.

3. O terceiro motivo é considerado um dos mais vantajosos, de forma que a recompra se torna uma alternativa mais flexível e revela vantagens fiscais sobre o pagamento de dividendos.

4. O último motivo é a sinalização de uma companhia para o mercado cujo preço de suas ações se encontre subavaliada pelo próprio mercado. Um exemplo dado pelo autor foram as duas semanas seguintes ao atentado de 11 de setembro, quando foram anunciados mais de 300 programas de recompras.

#### *2.4.1. Relação entre recompra e dividendos*

A recompra de ações se revela como ótima alternativa para distribuição do fluxo de caixa livre. Ela faz com que a quantidade de ações no mercado diminua, aumentando a participação de cada acionista na empresa, sem alterar, do ponto de vista financeiro, o valor da empresa, valorizando assim o preço da ação pelo montante gasto na recompra.

Dittmar (2000) descobriu que as empresas utilizam as recompras de ações não só para distribuir excessos de caixa aos seus acionistas, mas também para se beneficiar de uma queda no preço da ação, alterar a alavancagem financeira, defender-se de aquisições hostis, conter a diluição do valor da ação, e manter as ações em tesouraria para distribuição no exercício das opções de ações recebidas pelos administradores.

Para Gordon (1963) os dividendos são desejados pelos acionistas que possuem maior aversão ao risco, pois dividendos são ganhos certos no presente, ao passo que a valorização das ações é um evento incerto no futuro.

Motta (2007) faz um estudo que tenta entender as motivações das empresas para escolher entre dividendos, juros sobre o capital próprio (JSCP) e recompra. Na conclusão de seu trabalho ele explica que as recompras são utilizadas como complemento aos dividendos quando as ações da empresa possuem liquidez na Bolsa de Valores. Além do que as recompras, em sua maioria, ocorrem com intuito de distribuição de caixa aos acionistas e não para posterior fechamento de capital, e também as empresas que recompram são aquelas que possuem uma política estável.

Motta (2007) lista ainda práticas que podem ser utilizadas por gestores financeiros

das empresas instaladas no Brasil:

- ❖ Realizar uma política estável de distribuição de dividendos;
- ❖ Sempre que houver condições propícias, distribuir dividendos, pois isso pode ser uma fonte de criação de valor para a empresa;
- ❖ Utilizar toda a disponibilidade de JSCP antes de se utilizar os dividendos;
- ❖ Empresas mais preocupadas com a governança corporativa distribuem uma parcela maior de seus lucros aos acionistas, para assegurar ao mercado que não expropriam os acionistas minoritários, e preferem os dividendos/JSCP às recompras de ações, pois são mais eficientes;
- ❖ As recompras de ações podem ser utilizadas como complemento aos dividendos quando as ações da empresa possuírem liquidez e o resultado a ser distribuído não for sustentável a médio ou longo prazo.

#### 2.4.2. Métodos de Recompra

De acordo com Vermaelen (1981;1984), Lakonishok e Vermaelen (1990) existem basicamente três métodos que as empresas utilizam para realizar a recompra:

- Ofertas a preço fixo (*fixed-price tender offer*): a administração define o número de ações que pretende pagar, assim como a data de expiração e o preço que pretende pagar, ficando a cargo do acionista vender ou não suas ações. No Brasil esse método tem o nome de Oferta Pública de Aquisição de Ações, reajustado pela Instrução CVM nº 361 de 2002. O método possui as modalidades de: cancelamento de registro de companhia aberta, aquisição do controle, alienação do controle, aumento da participação do controlador, concorrente ou voluntária.

- Leilão holandês (*dutch-auction*): é quando a empresa anuncia quantidade de ações e uma faixa de preços, normalmente superiores aos de mercado; os acionistas podem oferecer suas ações a qualquer um dos preços estipulados, mas o preço mínimo estabelecido no leilão para recomprar a quantidade desejada pela empresa será pago a todos os acionistas que ofertaram. Esse método não é utilizado no Brasil.

- Recompra de ações a mercado: a empresa recompra as ações a preços de mercado como se fosse um investidor, sujeito a restrição quanto a quantidade diária e o total de ações

que a companhia poderá recomprar, ainda que precise realizar o anúncio da recompra. Assim a empresa age como um investidor comum e paga o preço de mercado, e não é obrigada a comprar a quantidade total anunciada.

#### *2.4.3 Recompra no Brasil*

A recompra de ações no Brasil é prevista na Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que regulamenta o mercado de valores mobiliários e cria a CVM, assim como na Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, a chamada Lei das Sociedades Anônimas, que regularizou o ato de adquirir ações de sua própria emissão, até então restrita às companhias com capital autorizado por disposição da Lei nº 4.728 de 1965.

Em seguida diversas outras instruções também foram baixadas a fim de regulamentar o mecanismo de recompra de ações, sendo a instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, a primeira e mais extensa a respeito do tema, e aqueles negócios que infringiram as leis de aquisição de ações de própria emissão estavam sujeitos à pena de nulidade.

A quantidade máxima de ações que podem ser recomprada teve seu percentual bastante modificado ao longo dos anos, a princípio com a instrução CVM nº 10 que fixava 5% de cada classe de ação. A instrução CVM nº 100, de 1 de junho de 1989, elevou o limite para 10%, e em seguida reduzido novamente para 5% pela instrução CVM nº 111, de janeiro de 1990. Por fim a instrução CVM nº 268, de 13 de novembro de 1997, fixou o limite em 10%.

A instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995 regulamentou as etapas de cancelamento de registro de companhia aberta, regularizando o artigo 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

E a instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999 tratou de assuntos como a alienação de controle acionário, negociação com as próprias ações e ofertas públicas para a aquisição de ações, o que dificultou o chamado “fechamento branco”. Para Gabrielli (2004) este “fechamento branco” ocorre quando acionistas majoritários de uma empresa detém um percentual que limita a liquidez das ações, o que deixa os acionistas minoritários em desvantagem, já que o ativo terá seu preço reduzido com a diminuição da liquidez.

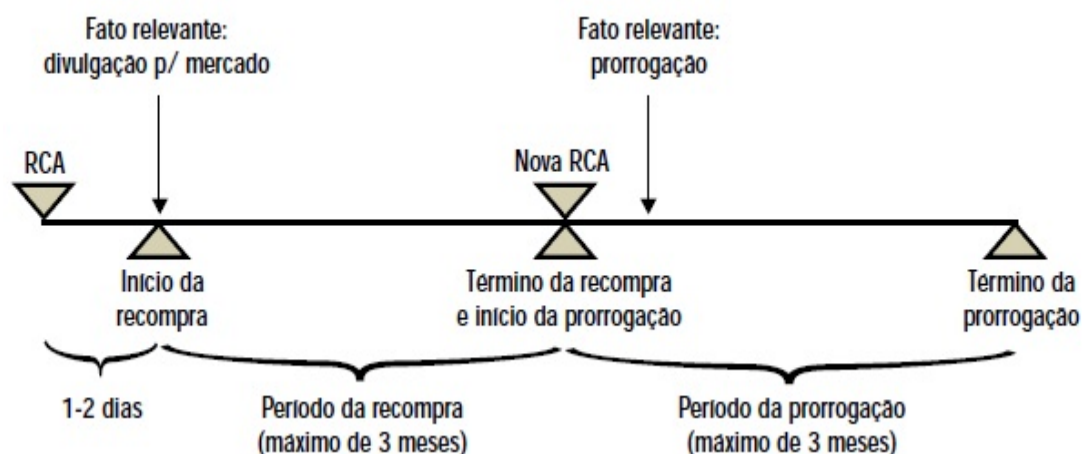
Gabrielli (2004) explica o processo de aquisições de ações de emissão própria no Brasil. Primeiro, a companhia informa à Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) sua intenção de realizar um programa de recompra de ações. Em seguida, é realizada uma

Reunião do Conselho de Administração (RCA) com as definições do programa, tais como: 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 inicia o programa de recompra de ações, no qual há a aquisição factível, não obrigatória, pela companhia de ações de sua própria emissão na bolsa de valores, pelo preço de mercado e sem redução do capital social.

Encerrado o prazo determinado previamente, uma nova RCA pode deliberar entre prorrogação do prazo, um novo programa de recompra de ações ou o destino das ações efetivamente compradas, entre outras opções.

Na figura abaixo é possível observar a sequência em um ato de 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

Ao tratar do estudo de eventos, o objetivo é mensurar o impacto da divulgação de uma informação no valor de uma empresa, especificamente no comportamento dos preços e no retorno da firma para os mercados financeiros. Sendo assim existe o pressuposto de que os efeitos de um evento possam refletir rapidamente no preço das ações.

Ele se destaca pelo processo de separação de eventos, que consiste em verificar o

impacto marginal de um tipo de evento na oscilação dos preços dos títulos para períodos em que há mais de um evento no mercado.

Um evento pode ser definido para a data da ocorrência a ser estudada, ela também passa a ser a data zero e indica o período no qual o preço das ações serão examinadas, a janela de evento.

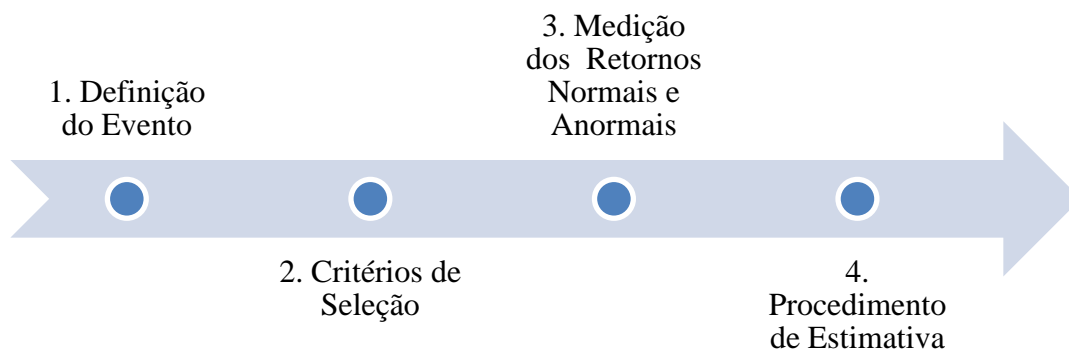
Para Kloeckner (1995) esse tipo de estudo permite isolar os movimentos do mercado e eliminar o efeito de outros eventos simultâneos, de forma que pode ser feita uma análise do impacto de um evento específico sobre o preço das ações.

O trabalho de Moreira (2000) sugere uma sequência de procedimentos a ser realizada para conduzir um estudo de eventos:

- ❖ 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 ocorreram;
- ❖ 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;
- ❖ Isolar o retorno específico do ativo durante o evento e no período posterior (retorno anormal);
- ❖ 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.

A figura abaixo identifica as principais etapas para o procedimento de estudo de eventos:

Figura 2: Etapas do Estudo de Evento



Fonte: Adaptado de Campbell, Lo e Mackinlay (1997).

### 3.1.1 Definição do Evento

Na primeira etapa do estudo de eventos se define o evento de interesse, uma data de ocorrência é identificada, e é chamada de “data zero”. O período durante o qual os preços dos títulos das firmas envolvidas serão examinadas, também é definido nesta etapa, e é chamada de janela de evento.

A definição da janela (quantidade de dias antes e depois do evento) é feita de forma subjetiva e depende essencialmente do tipo de evento estudado e também dos objetivos desejados.

Neste trabalho o evento é o anúncio da recompra de empresas listadas na BOVESPA do ano de 2010 a 2012, e o tamanho da janela foi baseado em pesquisas anteriores que têm o tipo de evento em comum. Sendo assim foi estimado um período de 5 dias antes e 5 dias depois do evento principal, a data zero, de forma a evitar erros.

### 3.1.2 Critérios de Seleção

Em seguida definem-se os critérios como a base de dados utilizada, o setor econômico, as empresas afetadas pelo evento em estudo. Campbell, Lo e Mackliney (1997) chamam atenção para o fato de que essa seleção pode envolver restrições relativas à listagem ou não das ações em determinadas bolsas de valores.

Para esta pesquisa restringiu-se a base de dados àqueles que continham todas as informações necessárias para o andamento da pesquisa, como dados diários dos preços das ações suficientes para incorporar a amostra. As empresas que compuseram os dados seguiram

as normas previstas na Lei nº 6.404/76 que trata das Sociedades por Ações, assim como o disposto pela Lei nº 6.385/76 que dispõe sobre o mercado de valores imobiliários e cria Comissão de Valores Imobiliários.

Foi realizada uma busca a respeito de anúncios de recompra no site da CVM, e a partir dos dados coletados iniciou-se uma nova busca a respeito dos preços das ações de cada um dos eventos, assim como o índice BOVESPA para cada dia das ações.

As instruções para a busca no site da CVM foram concedidas via e-mail pelo Centro de Estudos em Mercado de Capitais (COE) da Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores. A partir das instruções foi criada uma lista contendo anúncios de recompra com data de 01/01/2010 até 31/12/2012.

Em seguida no sítio denominado *Yahoo! Finanças* foi possível coletar dados do tamanho da amostra requisitada para diversas empresas contendo o preço diário de cada ação de cada empresa.

Os dados com índices diários do mercado emitido pela BOVESPA foram encontrados no próprio site da BOVESPA. Aqueles que continham todas as informações necessárias para o andamento desta pesquisa totalizaram 49 eventos e 34 empresas.

Os nomes das empresas estão no quadro a seguir:

**Quadro:** Nomes das Empresas que compõe esta pesquisa por ordem alfabética

Nome das Empresas
AllAmerica Latina Logística S.A.
Alpargatas S.A.
Anhanguera Educacional Participações S.A.
Banco Brasil S.A.
Banco Santander (Brasil) S.A.
Bhg S.A. – Brazil Hospitality Group
Braskem S.A.
Brookfield Incorporações S.A.
Cetip S.A.
Cia Providencia Industria E Comercio
Cia Siderurgica Nacional
Cremer S.A.
Cyrela Comercial Propert S.A. EmprPart
Direcional Engenharia
Estacio Participações S.A.
Hypermarcas S.A.
Iguatemi Empresa De Shopping Centers S.A.
Jsl S.A.
Localiza Rent A Car S.A.
Magnesita Refratarios S.A.
Marfrig Alimentos S.A.
Multiplan Empreend Imobiliário S.A.
ParanaBco S.A.
Porto Seguro S.A.
ProfarmaDistrib Produtos Farmacêuticos S.A.
QgepParticipacoes S.A.
RodobensNegocios Imobiliários S.A.
Rossi Residencial S.A.
São Carlos Empreend E Participações S.A.
SlcAgricola S.A.
Telefônica Brasil S.A.
Valid Soluções E Serv. Segurança Em Meios De Pagamento E Identificação S.A.

Fonte: Elaboração Própria



### 3.1.3 Medição dos Retornos Normais e Anormais

O método de estudo de eventos utiliza o modelo baseado em retornos. O retorno normal, ou padrão, é aquele que é tido como o esperado, que o título teria caso o evento não ocorresse.

Para identificar um comportamento fora do padrão nos próximos períodos, calcula-se a diferença entre o retorno esperado fornecido pelo modelo e o retorno observado no período de análise. Esse retorno anormal é considerado um desvio dos retornos dos títulos não condicionados ao evento. O fato de a variância dos retornos aumentar quando próxima à data de divulgação do evento, indica que este apresenta informações relevantes.

Para Barbosa e Camargos (2003) os retornos anormais são acumulados nos dias posteriores à data do evento, para que a reação dos preços no mercado ao longo da janela de evento seja avaliada, em razão da dificuldade de determinar a data exata em que o mercado recebeu a informação do evento em estudo e como a reação do mercado pode difundir-se nesses dias. A acumulação pode ser feita nas dimensões do tempo e dos títulos.

Além disso o pesquisador deverá estar atento a interferências de *outliers*, uma vez que estudos que vierem a apresentar um número limitado de observações podem ser influenciados pelo desempenho de uma ou duas empresas da amostra.

Para calcular o retorno das ações Soares, Rostagno e Soares (2002) definem dois métodos, o que deve ser escolhido depende particularmente dos dados obtidos pelo pesquisador. Os métodos levam o nome de capitalização discreta e capitalização contínua.

Para a capitalização discreta as informações chegam em instantes distintos, de forma que as variações são discretas nos preços das ações. Já a capitalização contínua pressupõe que as informações de mercado acontecem a todo momento, e as ações reagem de forma contínua a estas informações. Para este trabalho será utilizada a capitalização discreta.

O retorno calculado com base na capitalização discreta será mensurado por:

$$R_{i,t} = \left( \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) - 1$$

Sendo  $P_{i,t}$  e  $P_{i,t-1}$  são os preços da ação em  $t$  e em  $t-1$  em dias, respectivamente.

O próximo passo é o cálculo do  $\beta$ , ele é utilizado para cálculo do retorno previsto. Ele pode ser dado pela 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  $\beta_i$  aqui é a sensibilidade dos retornos do ativo com respeito aos retornos de mercado, definido no modelo de precificação de ativos – CAPM (BRIGHAM E EHRDARDT, 2006).

O retorno previsto neste trabalho é dado por:

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

Sendo  $R_f$  o retorno livre de risco, no caso baseado no Certificado de Depósitos Interbancários (CDI), o  $R_m$  representa o retorno IBOVESPA.

A partir destes valores foi calculado o retorno acumulado na janela usando dados observados e retorno acumulado na janela usando os dados previstos. O retorno anormal por sua vez é dado por:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Sendo  $A_{i,t}$  o retorno anormal,  $R_{i,t}$  o retorno observado e  $E[R_{i,t}]$  é o retorno previsto.

#### 3.1.4 Procedimento de Estimativa

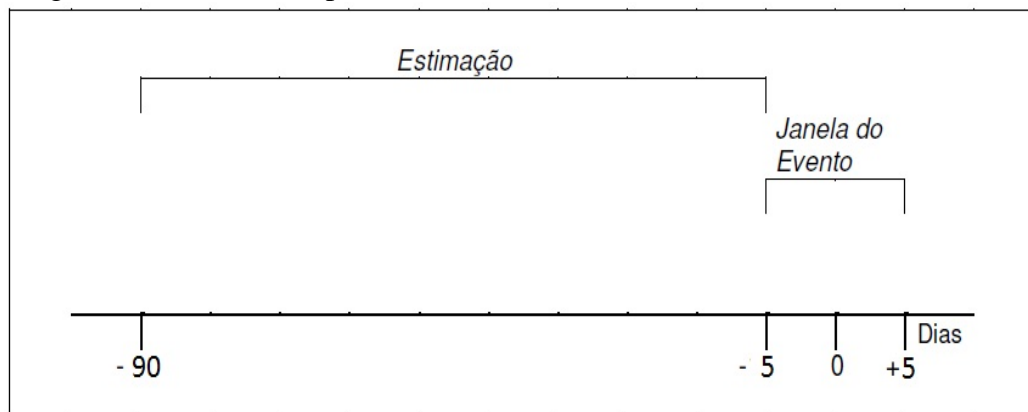
Os primeiros aspectos a serem observados num estudo de eventos são o tamanho da amostra e o tamanho da janela do evento. Para Mc Williams e Siegel (1997), o ideal é se utilizar amostras pequenas, uma vez que se considere a distribuição normal. Para Brown e Warner (1985) não há grandes alterações na especificação da estatística teste mesmo para amostras pequenas, com 5 ou 20 títulos, ainda que o grau de assimetria nessas amostras pequenas seja maior, além disso afirmam que janelas curtas são capazes de captar o efeito de um evento.

Assim quanto maior for a janela do evento, maior o risco de existirem outros eventos ocorrendo no mesmo período e, portanto, a confiabilidade dos resultados ser reduzida, por isso a data exata do evento deve ser identificada. Por fim a determinação do tamanho da janela depende da natureza do evento.

Mc Williams e Siegel (1997) sugerem que se eliminem eventos que possam modificar o resultado final do estudo de eventos. Para este trabalho foram excluídos os eventos que não possuíam dados suficientes para compor uma janela e um período de estimação.

Tendo em vista o tipo de evento, a recompra e a base em outros trabalhos na mesma área foi possível determinar a janela do evento 5 dias antes e 5 dias depois do evento, assim como o período de estimação que define a amostra em 90 dias antes da data de início da janela de evento. A figura 3 apresenta o período de estimação e a janela de evento determinadas para este trabalho:

Figura 3: Linha do Tempo de um Estudo de Evento



Fonte: Elaboração Própria

#### 4. Resultados

Após a coleta de dados foram calculado os retornos das ações de cada uma das empresas, e o retorno anormal é o indicador a ser avaliado para possível comparação de resultados.

Nas tabelas 1 e 2 abaixo são apresentados os valores encontrados para os retornos observados, retornos previstos e retornos anormais. As tabelas foram divididas entre valores positivos e 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	Retorno Observado	Retorno Previsto	Retorno Anormal %
08/11/2012	Rodobens Negócios Imobiliários S.A.	1,64	0,15	0,064	0,090
24/08/2012	Banco Santander (Brasil) S.A.	0,12	0	-0,002	0,002
20/08/2012	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	0,65	0,07	-0,025	0,092
15/08/2012	Jbs S.A.	0,35	0,05	-0,005	0,059
15/08/2012	Magnesita Refratarios S.A.	0,57	0,07	0,036	0,032
19/07/2012	Localiza Rent a Car S.A.	0,53	0,03	0,018	0,014
13/07/2012	Banco Brasil S.A.	0,88	0,13	0,006	0,120
25/04/2012	Qgep Participacoes S.A.	0,47	0	-0,029	0,027
07/03/2012	Multiplan Empreend Imobiliario S.A.	0,33	0,18	0,008	0,168

13/12/2011	ParanaBco S.A.	0,39	0,08	0,014	0,0645
16/11/2011	ProfarmaDistrib Produtos Farmaceuticos S.A.	0,41	0	-0,011	0,007
09/11/2011	Brookfield Incorporações S.A.	1,36	0	-0,024	0,024
07/11/2011	Telefônica Brasil S.A.	0,47	0,01	-0,015	0,027
12/08/2011	Hypermarcas S.A.	0,67	0,08	-0,086	0,162
20/07/2011	Ananguera Educaional Participações S.A.	0,63	0,1	-0,002	0,096
24/08/2011	Banco Santander (Brasil) S.A.	0,55	0,04	0,031	0,010
22/08/2011	Localiza Rent A Car S.A	0,45	0,06	0,021	0,004
22/08/2011	Rossi Residencial S.A.	0,95	0,07	0,015	0,056
15/08/2011	AllAmerica Latina Logistica S.A.	0,89	0,08	0,025	0,054
11/08/2011	Direcional Engenharia	0,74	0,03	-0,061	0,087
02/06/2011	Valid Soluções E Serv. Segurança Em Meios De Pagamento E Identificação S.A.	0,12	0,12	0,033	0,083
12/05/2011	Brookfield Incorporações S.A.	1,04	0,01	0,006	0,007
02/02/2011	Hypermarcas S.A.	1,1	0,03	-0,001	0,026
09/11/2010	Banco Santander (Brasil) S.A.	1,01	0,07	0,004	0,070

16/08/2010	Cyrela Comercial Propert S.A. EmprPart	0,22	0,03	0,003	0,023
07/07/2010	Bhg S.A. – Brazil Hospitality Group	0,08	0,13	0,002	0,131
15/06/2010	Jbs S.A.	0,51	0,12	0,002	0,122
21/05/2010	São Carlos Empreend E Participações S.A.	0,2	0,06	0,021	0,034

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	Retorno Observado	Retorno Previsto	Retorno Anormal %
10/12/2012	ProfarmaDistrib Produtos Farmacêuticos S.A.	0,11	-0,01	0,007	-0,020
07/12/2012	Alpargatas S.A.	0,6	0,03	0,037	-0,009
14/03/2012	São Carlos Empreend E Participações S.A.	0,18	-0,02	0,006	-0,021
09/11/2011	Cetip S.A.	0,47	-0,15	-0,06	-0,087
29/09/2011	Cia Providencia Industria E Comércio	0,85	0	-0,003	-0,0010
15/06/2011	SlcAgricola S.A.	0,14	-0,08	-0,013	-0,063
26/08/2011	Braskem S.A.	0,87	-0,07	0	-0,068
24/08/2011	Iguatemi Empresa De Shopping Centers S.A.	0,45	0	0,024	-0,025

15/08/2011	Telefônica Brasil S.A.	0,25	-0,17	-0,007	-0,017
11/08/2011	Iguatemi Empresa De Shopping Centers S.A.	0,03	-0,11	-0,036	-0,076
04/08/2011	Cyrela Comercial Propert S.A. EmprPart	-0,22	-0,03	0,003	-0,032
14/07/2011	Estacio Participações S.A.	0,24	0,03	0,027	-0,007
27/06/2011	Jbs S.A.	0,64	-0,05	-0,005	-0,049
23/02/2011	Porto Seguro S.A.	0,53	-0,05	-0,048	-0,007
07/02/2011	Marfrig Alimentos S.A.	0,81	-0,02	0,017	-0,033
06/12/2010	Jsl S.A.	-0,03	-0,12	-0,083	-0,035
03/11/2010	ProfarmaDistrib Produtos Farmaceuticos S.A.	0,23	-0,04	-0,014	-0,025
25/10/2010	Cremer S.A.	0,19	-0,06	0,01	-0,074
12/05/2010	Estacio Participações S.A.	0,26	-0,16	-0,013	-0,151
11/05/2010	Brookfield Incorporações S.A.	0,63	-0,11	-0,028	-0,083
07/05/2010	Cia Siderurgica Nacional	0,63	-0,14	0,008	-0,152

---

Fonte: Elaboração Própria

Os retornos anormais com valores positivos totalizaram 28 eventos, a média encontrada foi de 6,19%. A empresa que apresentou o maior valor positivo foi a Multiplan Empreendimentos Imobiliários com 16,89% e a empresa que mostrou o menor valor positivo foi o Banco Santander S.A. com 0,2% de retorno anormal.

O ano de 2010 foi o que apresentou a menor quantidade de dados positivos, totalizando apenas 5 empresas. Enquanto o ano de 2011 apresentou 14 empresas com retorno anormal positivo e 2012 apresentou 9 empresas com retorno anormal positivo.

O total de empresas com retorno negativo foi de 21 e a média dos retornos anormais foi de -5,60 %. A empresa com o menor valor negativo foi a Telefônica Brasil S.A. com -16,27% e a empresa com maior valor negativo foi a Estácio Participações S.A. com -0,07%.

O ano de 2012 apresentou apenas 3 empresas com valor negativo, enquanto o ano de 2011 teve 12 empresas com valores negativos para o retorno anormal, e o ano de 2010 teve 6 valores negativos para o retorno anormal.

É possível observar que no ano de 2010 de seus 15 eventos a maior parte foi de retornos anormais negativos, ao contrário de 2011 que teve a maior parte de seus eventos caracterizados por retornos anormais positivos. O ano de 2012 foi o que contou com menos eventos, em sua maioria retornos positivos.

Para os dois primeiros anos não houve grande diferença entre a quantidade de retornos anormais positivos ou negativos, 2010 e 2011 mostraram praticamente metade de seus eventos em cada uma das divisões. Diferente de 2012 que mostrou uma grande diferença entre os dois tipos de retornos, o número de retornos positivos foi 3 vezes o número de retornos negativos.



#### 4.1 Discussão dos Resultados

As políticas brasileiras de recompra impedem a comparação com estudos internacionais, e existe uma carência de estudos brasileiros na área que identifiquem possíveis padrões para se determinar a influência de uma recompra no valor das ações, mas já é possível notar que há criação de valor das empresas na política de distribuição em determinadas situações.

Os motivos que impedem a comparação com empresas internacionais são: 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 partir dos dados desta pesquisa não foi possível encontrar um padrão entre valores negativos ou positivos para os retornos anormais, o que pode ter ocorrido a partir da escolha dos anos que englobariam os eventos (2010 a 2012). Apenas 2012 mostrou uma maioria de resultados que apresentaram retornos positivos, enquanto os outros anos dividiram seus resultados entre positivos e negativos.

O trabalho de Gabrielli (2004) estudou o mercado brasileiro do mês de janeiro de 1994 até junho de 2002, no qual se obteve um retorno acumulado médio negativo de -3,48%, cujo período compreendeu o dia no anúncio do programa de recompra até o término do prazo de três meses previsto para o final do programa de recompra. Em seu trabalho ele busca formas de alegar que a legislação brasileira é responsável pela reação negativa do mercado brasileiro.

O trabalho de Reis (2008) também analisa o impacto de recompras de ações nos preços de ações do mercado brasileiro nos anos de 1999 até 2006, e em suas conclusões verificou que o anúncio leva a um efeito negativo de forma geral sobre o preço das ações. Para este autor a justificativa mais plausível para tal resultado é a hipótese do reforço do controle acionário, já que retirando parte das ações do mercado acionário a empresa, conseqüentemente, acaba diminuindo a liquidez do papel e o seu valor.

Jagannathan (2000) realizou um estudo, entre 1985 e 1996, comparando empresas que elevam o total distribuído aos acionistas para dividendos e recompra de ações. O padrão para essas empresas é serem maduras com fluxos de caixa estáveis e poucas oportunidades de

crescimento. Comparando empresas que realizam recompras com as que pagam dividendos, verifica-se que os dividendos decorrem de fluxos de caixa mais estáveis e sustentáveis, e as recompras de fluxos de caixa temporários. Além do que aquelas que realizaram a recompra são menores e possuem reduzida distribuição de dividendos.

A partir dos resultados encontrados em demais trabalhos esperava-se um resultado com maior quantidade de retornos negativos que positivos. O resultado foi influenciado pelo ano de 2012, mas ainda assim houve maioria de retornos positivos. Tendo em vista que os anos que compuseram a amostra deste trabalho não foram analisados em pesquisas anteriores não é possível comparar os resultados obtidos, nem mesmo criar padrões a partir dos mesmos.

## 5. Conclusão

O presente trabalho teve o objetivo de analisar o comportamento das ações após a empresa fazer o anúncio de recompra de ações de sua própria emissão, e assim verificar se há um impacto positivo ou negativo no preço dessas ações após esse evento.

Diversas teorias tentam explicar o comportamento do preço das ações, neste trabalho foram apresentadas três: teoria da irrelevância dos dividendos, teoria do “pássaro na mão” e teoria da preferência tributária.

A política de dividendos de uma empresa é a escolha de seus administradores sobre quanto se pagará aos acionistas, também de quando se pagará e os motivos que os levaram a tomar tal decisão. A partir do lucro obtido é possível reinvestir esse valor na empresa ou distribuir o valor para os acionistas na forma de dividendos.

A recompra de ações surge como uma alternativa para um reinvestimento na empresa, e o seu anúncio foi o objeto de estudo desta pesquisa. A metodologia escolhida foi a de estudo de eventos, em que o objetivo é mensurar o impacto da divulgação de uma informação no valor de uma empresa.

O estudo foi realizado para ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, BOVESPA. O evento considerado foi o anúncio de recompra de ações por parte de empresas listadas, no período de janeiro de 2010 à dezembro de 2012. Foram observados 49 eventos registrados nos anos analisados.

A janela de eventos considerada foi de 11 dias, sendo 5 dias antes do anúncio e 5 dias após. Para essa janela, foi calculado o retorno observado de cada ação sujeita à recompra. Esse retorno foi comparado com o retorno considerado normal, o contra factual, obtido a partir da estimação do modelo CAPM para cada papel, para preços de fechamento nos 90 dias de transação anteriores ao início da janela.

A partir dos resultados encontrados não foi possível determinar padrão algum para o impacto do anúncio sobre os preços das ações, como se esperava de acordo com pesquisas anteriores, confirmando, no caso específico, a teoria da irrelevância.

Por fim, aponta-se que esse estudo pode ser ampliado, considerando-se um intervalo maior de anos, além de testar diferentes janelas com o objetivo de buscar resultados mais gerais.

## 6. Referências Bibliográficas

BARBOSA, F.V.; CAMARGOS, M. A.. *Estudo de eventos: teoria e operacionalização. Caderno de Pesquisas em Administração*. São Paulo, v. 10, 2003.

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

BRASIL. Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRASIL. Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

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

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

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

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. *Using daily stock returns*. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 14, n. 1, mar. 1985.

BUENO, A. F. *Análise empírica do dividendyield das ações brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2000.

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

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. 100, de 13 de junho de 1989. Altera o limite previsto no art. 3º da instrução CVM nº10, de 14 de fevereiro de 1980.

COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 111, de 11 de janeiro de 1990. Altera o limite previsto no artigo 1º da Instrução CVM nº 100, de 13 de junho de 1989.

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.

COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 229, de 16 de janeiro de 1995. Dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o artigo 21 da Lei nº 6.385 de 07.12.1976.

COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 299, de 9 de fevereiro de 1999. Companhias Abertas - Dispõe sobre divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, acresce regras relativamente à negociação de ações de própria emissão, e disciplina ofertas públicas para aquisição de ações.

COMISSÃO, DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 361, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações.

DITTMAR, Amy K. Why do firms repurchase stock? *The Journal of Business*, vol. 73, n. 3,

331-335, 2000.

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

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Ed. Harbra, 1997.

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

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

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.

KIM, J.; SCHREMPER, R. *Cross-Country Examination of Open Market Repurchase Regulations: Do They Create a Conflict of Interest in the U.S.?* Working Paper, University of Oregon (USA), 2002.

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*. Journal of Finance, v. 45, n. 2, p. 455-477, 1990.

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

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.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. *Dividend Policy, Growth and the Valuation of*

*Shares*. Journal of Business, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MOREIRA, L. F.; *A Recompra de Ações na BOVESPA* (Doctoral dissertation, Universidade Federal do Rio Grande do Sul), 2000.

MOTA, D. C.; *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil*. Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo. São Paulo, 2007.

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, 1993.

REIS, F. A. S. A; *Recompra de Ações na BOVESPA*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Departamento de Ciências Administrativas. Porto Alegre, 2008.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 2009.

SCHIEHL, E. *O efeito da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações*. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, XX. Angra dos Reis: ANPAD, 1996.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. *Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal*. Dos programas de pós graduação em administração, XXVI. Salvador: ANPAD, 2002.

VERMAELEN, T. *Common Stock Repurchases and Market Signaling*. Journal of Financial Economics, v. 9, n. 2, p. 139-183, 1981.

VERMAELEN, T. *Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives*. Journal of Financial & Quantitative Analysis, v. 19, n. 2, p. 163-181, 1984.