EFETIVIDADE DA RECOMPRA DE AÇOES E SEUS (POSSÍVEIS) EFEITOS NOS ANUNCIOS FUTUROS: UM ESTUDO NO MERCADO BRASILEIRO.

Caren Urzina de Oliveira Ccamargo - UNISINOS - Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Clênia de Oliveira Pires - UNISINOS - Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Roberto Frota Decourt - UNISINOS - Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Valeria Siebel - UNISINOS - Universidade do Vale do Rio dos Sinos

ABSTRACT

This study provides a discussion towards the returns on repurchase stocks of Brazilian firms listed on BM&FBOVESPA in the period from October 2010 to September 2011, according to the theories of market efficiency by Modigliani and Miller (1958), Fama (1970), Michael (1978) and market signaling and mechanisms revealed by Akerlof (1970), Grinblatt and Hwang (1986) among others. The period is relevant via-à-vis the scenario in Brazilian economy by that time, with many companies evidencing financial strength and cash flow surplus that could signalize as motivating factors to stock buyback. As main point, the study questions the effectiveness of buyback from past announcements and their (possible) effects in future announcements. The study includes an initial sample of 78 announcements of buyback offers, down to 51 after careful exclusions to match with its proposal. The results of the tests were consistent with the hypothesis of abnormal returns in those companies that are more effective in the stock repurchase in previous announcements, compared with other companies which made stock repurchase programs. In addition, it was also found out that companies that do not keep continuously open for repurchase programs are better evaluated by the market.

Keywords: repurchase stocks, signaling, abnormal return.

RESUMO

Este estudo estabelece uma discussão acerca dos retornos na recompra de ações das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA no período de outubro de 2010 a setembro de 2011, à luz das teorias da eficiência de mercado de Modigliani e Miller (1958), Fama (1970), Michael (1978) e da sinalização e mecanismos do mercado, elucidados nos estudos de Akerlof (1970), Grinblatt e Hwang(1986) entre outros. O período é pertinente *vis-à-vis* o cenário da economia brasileira naquele momento, com muitas empresas evidenciando robustez financeira e excedentes de caixa, o que poderia sinalizar como fatores de motivação para a recompra de ações. Como ponto central, questiona se a efetividade de recompra de ações em anúncios passados e seus (possíveis) efeitos nos anúncios futuros. O estudo abarca uma amostra inicial de 78 anúncios de ofertas de recompra de ações de própria emissão, reduzindo para 51 após criteriosas exclusões para aderência à proposta. Os resultados dos testes realizados foram condizentes à hipótese de retornos anormais nas empresas mais efetivas na recompra das ações em anúncios anteriores em relação àquelas empresas que ofertaram programas de recompra de ações. Também se constatou que a empresas que não mantém programas continuamente abertos para recompra, são melhores avaliadas pelo mercado.

Palavras-Chave: recompra de ações, sinalização, retornos anormais.

1. INTRODUÇÃO

Uma importante decisão das finanças corporativas é a destinação do excesso de caixa da empresa. Esta decisão envolve estrutura de capital, investimentos e remuneração de acionistas e executivos. Almeida, Campello e Weisbach (2011) consideram que os executivos não reagem às restrições financeiras somente quando elas ocorrem, mas se antecipam às restrições financeiras futuras de modo a minimizar seus efeitos.

A conclusão de Almeida, Campello e Weisbach (2011) pode ser uma explicação de porque a crise de 2008 encontrou diversas empresas brasileiras com um caixa muito robusto. Nesta situação, seria esperada a redução da remuneração aos acionistas, ou seja, pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio ou recompra de ações, que segundo Black (1976) é uma forma alternativa de remunerar os acionistas com menor custo tributário.

Todavia, tanto após a crise em 2008 como em agosto de 2011, quando uma forte volatilidade atingiu o mercado financeiro, diversas empresas lançaram planos de recompra de ações. Monteiro e Torres (2011) publicaram em um jornal especializado em economia e finanças (Valor Econômico), que somente nos primeiros dias de agosto/11, algumas empresas lançaram R$ 15 bilhões em ofertas de recompra.

No Brasil, a oferta de recompra de ações é regulamentada pela instrução CVM IN 10/80 e suas alterações, a qual prevê um prazo máximo de 365 dias para a realização da operação. Há casos de empresas que ao fim de um Programa de Recompra de ações de Própria emissão, lançam outro mantendo sempre uma possibilidade de recompra de acordo com as opções do mercado.

Estes casos de recompra de ações não apresentam características de remuneração ao acionista, mesmo porque no Brasil a recompra de ações não proporciona economia fiscal, pelo contrário, no Brasil, neste período, o ganho de capital era tributado e a distribuição de dividendos não.

Decourt e Procianoy (2009) identificaram que no Brasil, a recompra de ações é tratada como uma alternativa de investimentos, desta forma, o mercado pode entender que a recompra de ações em período de restrição financeira é uma forte sinalização de que as ações da empresa estão subavaliados, ou seja, o valor da firma é maior que o valor de mercado.

Um dos motivos que levam os executivos a decidirem pela oferta de recompra é sinalizar ao mercado de que os papéis estão subavaliados, é que a empresa vale mais do que a cotação de mercado. Esta hipótese contraria uma das mais importantes e sólidas teorias financeiras, a teoria de mercados eficientes, que se originou ao fim dos anos 50 sob a rubrica de "*theory of random walks*" (Michael C, 1978).

Fama (1965) definiu que em um mercado eficiente, a concorrência entre os investidores leva a uma situação onde, em que, em qualquer ponto do tempo, os preços reais de títulos individuais já refletem os efeitos da informação, com base tanto em eventos que já ocorreram quanto em eventos futuros. Se as discrepâncias entre os preços reais e os valores intrínsecos são mais sistemáticas do que aleatória, quando os muitos investidores tentarem tirar proveito desse conhecimento tendem a neutralizar tal comportamento, fazendo com que os preços convirjam para seus valores reais.

Considerando-se que num mercado ideal os preços fornecem sinais precisos para a alocação de recursos, ou seja, pode-se ter a segurança de que os preços refletem plenamente todas as informações disponíveis, (Fama, 1970). Outros estudos apontam que após anúncios de fatores importantes pelas empresas, as ações teriam um retorno anormal.

A hipótese das sinalizações, ou da assimetria informacional, tem se apresentado como o melhor caminho para o estudo destes casos. Decourt e Procianoy (2009), em seus estudos identificaram que 54% dos executivos entrevistados concordaram com a assertiva "A recompra de ações é um indicativo de que o preço das ações da sua empresa está abaixo de seu real valor".

Os executivos cientes de que a recompra de ações é uma sinalização ao mercado, e como o anúncio de recompra de ações não os obriga a realmente a realizar a recompra, pode-se imaginar que algumas empresas apenas ofertam recompras na expectativa de que o anúncio aumentará a cotação de seus ativos. Outras realmente recompram os papéis, mantendo as ações em tesouraria e ganhando com futura valorização ou simplesmente cancelando-as, aumentando o valor das ações remanescentes. Nestes casos, a estratégia irá gera valor aos acionistas se a valorização das ações for duradoura no longo prazo.

A partir do cenário apresentado suscita a questão problema:

A efetividade de recompra de ações em anúncios passados afeta os anúncios futuros?

Para buscar respostas à questão apresentada, este estudo tem como objetivo identificar se ocorrem reações diferenciadas entre as ações das empresas que anteriormente tenham ofertado e efetivamente recompradas as ações de emissão própria e as empresas que somente anunciaram a recompra, valendo-se da teoria das sinalizações como um instrumento de marketing.

Este estudo, para a melhor apresentação e realização do objetivo proposto, está dividido em cinco seções, incluindo esta Introdução. Na seção 2, apresenta-se a revisão da literatura seguida dos procedimentos metodológicos e da análise dos resultados obtidos no estudo. Ao fim serão apresentadas as considerações finais e reflexões acerca dos resultados encontrados, bem como sugestões de pesquisas futuras.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Mercados Eficientes

Michael C. (1978) em seus estudos afirma acreditar que "não há nenhuma outra proposição em economia que tem mais sólida evidência empírica que a sustenta que a Hipótese dos Mercados Eficientes".

Fama (1970) preconiza na sua teoria de mercados eficientes que os preços das ações fornecem sinais precisos para a alocação de recursos. Os investidores podem escolher entre os títulos, seguros de que os preços refletem plenamente todas as informações disponíveis em qualquer momento.

Embora muitos estudos confirmem a ideia de que os mercados são eficientes, alguns estudos apontam o contrário, que não há eficiência de mercado e que é possível obter retornos superiores com informações privilegiadas (Jaffe e Winkler, 1976). Uma nova geração de economistas enfatiza elementos psicológicos e comportamentais para a determinação do preço das ações, passando a acreditar que os preços das ações futuras são previsíveis, com base em padrões anteriores de preços (Malkiel, 2003). O próprio Fama (1991) num artigo mais recente, concluiu que a versão extrema da eficiência de mercado é certamente falsa.

Greenwald e Stiglitz (1990), nos seus estudos, buscaram focar nos problemas de informação existentes entre os detentores do capital e os gestores das empresas, concluindo que as empresas são avessas ao risco e as suas ações e decisões serão consoantes a essa aversão. Em outras palavras, a

preocupação dos gestores com estrutura financeira e alterações no patrimônio das empresas afetaria o seu comportamento.

Ainda segundo Greenwald e Stiglitz (1990), a visão tradicional de informação assimétrica nos mercados financeiros sofreu alterações em dois importantes aspectos: Primeiro, a informação para compradores e vendedores é divulgada de forma diferenciada, consequentemente alguns mercados, como o mercado de ações, podem vir a falir ou ainda se tornar severamente limitados e, sendo assim, "o livre acesso a todas as formas de financiamento previstas pela teoria de Modigliani e Miller (1958) pode não existir" afirmam. Segundo, se a informação é assimetricamente distribuída entre os agentes com poder de decisão (os quais, teoricamente seriam os beneficiários dessas decisões), então essas funções "recompensadas" que governam a tomada de decisões nas empresas podem não ser o modelo de maximização de valor assumido pela teoria neoclássica. A nova teoria da firma é construída a partir desses fundamentos e representam importantes consequências comportamentais que a distinguem das teorias neoclássicas anteriores.

Procianoy e Moreira (2000) analisaram o comportamento dos preços das ações nos anúncios de recompra na BMF&BOVESPA num período de observação de dezessete meses, compreendido entre maio de 1997 e outubro de 1998. Este período foi interessante para o estudo, devido ao grande volume de recompra de ações e permitiu entender como o mercado brasileiro reagiu a crise asiática que ocorria na época. Os resultados obtidos foram pequenos retornos anormais obtidos imediatamente após o anuncio da recompra e uma reação lenta dos preços das ações às informações do mercado.

Esses resultados não sustentariam a hipótese da sinalização, afirmam os autores, haja vista o período de tempo analisado ser curto. Entretanto, enfatizam que os resultados são diferentes num período de tempo mais longo e são justificados por outros fatores impactantes, como o comportamento dos estoques, não contemplados pela teoria da sinalização.

Ressaltam ainda que a eficiência de mercado, a racionalidade dos investidores, a teoria da agencia são fatores a se considerar na coerência dos resultados obtidos na recompra de ações. "Dadas às características do mercado brasileiro, cabe também à hipótese de que quando os gerentes anunciarem uma recompra de ações de mercado aberto, eles estão agindo no melhor interesse dos acionistas da empresa".

Grinblatt e Hwang (1986) desenvolveram um modelo de sinalização de mercado para explicar a depreciação no preço das ações quando de uma nova emissão. Afirmam que "tanto a fração da nova edição retida pelo emitente quanto o seu preço de oferta, revelam aos investidores o inobservável valor intrínseco da empresa e a variação de seus fluxos de caixa".[1] Há uma relação positiva entre o grau de depreciação do valor das ações que pode ser inferida pela observação de algumas variáveis em relação ao preço das ações da empresa após a sua emissão. Há uma relação positiva entre o grau de depreciação do valor das ações que pode ser inferida pela observação de algumas variáveis em relação ao preço das ações da empresa após a sua emissão.

Num primeiro momento, admitem que retornos elevados para eventos previsíveis pareçam contradizer o paradigma dos mercados eficientes. Entretanto, argumentam que os estudos revelam

[1]Grinblatt e Hwang (1986) *Both the fraction of the new issue retained by the issuer and its offering price convey to investors the unobservable "intrinsic" value of the firm and the variance of its cash flows.(tradução nossa)*

que o fenômeno da depreciação do valor das ações pode ser uma consequência de ações de agentes racionais. Apresentam um modelo de sinalização onde a subvalorização é resultado de um equilíbrio.

A partir da hipótese de que o mercado não é eficiente, surgem estudos sobre as mensagens que a empresa transmite ao mercado em seus anúncios. Há ainda a expectativa de que estes anúncios tragam possíveis retornos anormais ao investidor. Esta expectativa será apresentada a seguir, com a Teoria das Sinalizações.

2.2. Teoria da Sinalização

Akerlof (1970), em seus estudos buscou explicar o mecanismo da sinalização do mercado através da teoria *The Market for Lemons*[2]. O mecanismo do mercado se depara com dois principais paradigmas – as diferenças de níveis de qualidade e incerteza. Segundo ele, "existem muitos mercados onde os compradores se valem de estatísticas de mercado para avaliar a qualidade das compras em potencial. Nesse caso, há incentivo aos vendedores em negociar produtos de má qualidade, uma vez que os retornos para bens de boa qualidade aumentariam principalmente a todo o grupo afetado pela estatística em detrimento ao vendedor individual".[3] Como consequência, o autor sinaliza uma tendência à redução na qualidade média dos bens e também do tamanho do mercado.

Uma aplicação prática e de fácil entendimento para exemplificar a teoria do *"The Market for Lemons"* é o mercado de automóveis. Há uma diferença significativa de preços dos carros novos em relação aos carros usados. Um carro novo pode ser um bom carro ou representar um "limão", assim como um carro usado, a partir do momento que um proprietário de um carro novo forma uma ideia ou conceito do produto que comprou. A assimetria da informação esta no fato de que o proprietário (vendedor) possui uma informação diferente do possível comprador.

No mundo dos negócios existe a dificuldade de discernir boa qualidade de má qualidade. "Isso pode de fato explicar muitas instituições econômicas e pode realmente ser um dos aspectos mais importantes da incerteza" (Akerlof,1970).

Numa mesma linha de raciocínio, Damodaran e Liu (1993) realizaram um estudo utilizando como amostra os fundos de investimento imobiliário – *Real Estate Investment Trusts* – REITs - e concluíram que há evidencias de que as operações de *insider tradings* estejam presentes em anúncios corporativos desses investimentos. Estes mesmos *insider tradings* são motivados por informações privilegiadas, reforçando a teoria da sinalização dos mercados. Os estudos realizados encontraram forte apoio na hipótese que os *insiders* efetuam a compra após receberem a informações de avaliação favoráveis ou a venda após receberem a informações de avaliação desfavoráveis.

Com relação aos testes realizados com os REITs escolhidos como favoráveis aos acionistas, Damodaran e Liu (1993) concluíram que "*insiders* têm sucesso em prever quando as suas firmas estão subvalorizadas e contratam avaliadores para comunicar esse fato ao mercado". Os *insiders* parecem acreditar neste valor avaliado e efetuar negócios em cima deste valor, com vistas ao lucro,

---

[2] *Market for Lemons* – expressão americana no mercado automobilístico para carros de má qualidade.

[3] *Akerlof, (1970) there are many markets in which buyers use some market statistic to judge the quality of prospective purchases. In this case there is incentive for sellers to market poor quality merchandise, since the returns for good quality accrue mainly to the entire group whose statistic is affected rather than to the individual seller.*

revelando a informação privilegiada a terceiros. Consequentemente, a divulgação pública das avaliações não resulta em uma resposta significativa dos mercados financeiros, concluem.

Grinblatt e Ross (1985) realizaram estudos em dois contextos distintos, um onde os investidores possuem informações de mercado idênticas e outro onde as informações são diferentes. Concluíram que o mero conhecimento que um investidor bem informado tenha para negociar pode aumentar significativamente os efeitos de seu pequeno volume de negócios em relação ao mercado. Caso um investidor possua uma informação privilegiada "atentará para utilizá-la e divulgar alguma dessa informação e instantaneamente reduzirá seu valor".

Nas análises de subavaliação dos preços das ações de Grinblatt e Hwang (1989), pressupõe-se que o emitente das ações seja detentor de melhores informações a respeito dos fluxos de caixa futuros de sua empresa do que as informações disponíveis aos investidos externos. No intuito de superar o *tradeoff* da assimetria informacional, os autores sublinham que "o emitente sinaliza o verdadeiro valor da empresa através da oferta de ações a um desconto e retém algumas das ações da nova edição em sua carteira pessoal".

Os estudos empíricos de Comment e Jarrell (1991) compararam três formas de recompra de ações, utilizando dados de 165 ofertas públicas de *dutch-auctio*n e *fixed-price self tender* anunciadas pelas empresas americanas entre 1984 e 1989. Conjecturam que "a efetividade da sinalização é plausivelmente relacionada com o desempenho específico da empresa recente, mas não para o desempenho do mercado recente em geral, uma vez que é pouco provável que o mercado tenha a percepção de que os gerentes das empresas possuam informações privadas sobre o desempenho do mercado de ações".

Santicola (2011) construiu um modelo preditivo para a recompra de ações, utilizando-se de variáveis[4] que exercem influência na decisão de recompra, identificando, por meio de uma *probit* as empresas suscetíveis de conduzir programas de recompra.

No Brasil, Procianoy e Verdi (2009) analisaram e validaram a hipótese de sinalização no mercado de ações no período entre 1996 e 2000, em que as empresas brasileiras vivenciavam dois regimes de informação. Utilizaram uma amostra com 394 observações, concluindo que em 39% o preço da ação foi maior no primeiro dia *ex-dividend* do que no último dia de *cum-dividend*. O volume de contratos negociados foi maior na data não antecipada de dividendo, não se verificando, entretanto, volumes anormais de negociações por volta das datas pré-anunciadas de dividendos. Os fatos constatados mostraram-se coerentes com a Teoria da Sinalização.

Não menos relevantes são os trabalhos de Nossa, Lopes e Teixeira (2010). Esses analisaram a relação entre o anuncio de recompra de ações e os retornos anormais em três intervalos de tempo, correspondentes ao período antes e após a Instrução CVM 299/1999, adotando a classificação das empresas em Winners e Losers[5] proposta por Piotroski (2000). Para o período como um todo –

---

[4] O modelo de Santicola (2011), é composto por 10 variáveis: *Market conditions, under/over-valuation, percent of change in total cash flows, total outstanding stock options, industry affiliation, percent of change in annual earnings, dollar value of repurchases for 2 different periods and growth rate.*

[5] *Piotroski (2000), classificou as empresas em Winners e Losers de acordo com os relatórios das demonstrações financeiras.*

compreendido entre 1999 a 2006, os resultados revelaram não haver relação entre recompra e retornos anormais. Já no período anterior à Instrução CVM 299/1999, compreendido entre 1994 a 1999 - resultou em uma relação negativa entre a recompra e os retornos anormais para as empresas Losers, não havendo relação significativa para as empresas Winners. Após aquela Instrução, período de 2000 a 2006, no entanto, tanto as empresas Losers quanto as empresas Winners apresentaram relação positiva com o retorno anormal, oriundo da recompra de ações.

3. METODOLOGIA

3.1. População e amostra

A população estudada é formada pelas empresas de capital aberto, devidamente registradas na BM&FBovespa. Para a definição da amostra, procuraram-se as empresas que efetuaram anúncios de recompra de ações no período de outubro/2010 até setembro/2011. Identificaram-se 78 (setenta e oito) ofertas.

Dentre as ofertas encontradas, evidenciaram-se ainda alguns anúncios que seriam descartados, conforme Tabela 01.

Tabela 1: Demonstra os motivos da exclusão da amostra final

Motivo da exclusão	Qtde de Ofertas
Falta de liquidez	7
Duplicidade de ofertas no período	8
Lastrear o plano de incentivo aos administradores	12
Total de exclusões	**27**

Foram desconsiderados os anúncios de recompra de ações, cuja justificativa era a criação de lastro para programas de remuneração de diretores e funcionários. Somente os anúncios cuja justificativa “o preço da ação não reflita adequadamente a situação atual e suas perspectivas” foram analisados.

A falta de liquidez da ação e a duplicidade de anúncios no período também foram motivos para eliminar quinze ofertas. Nas empresas onde houve duplicidade de anúncios, somente o primeiro foi considerado neste estudo.

Para demonstrar se a efetividade de recompra em anúncios passados influencia em possíveis retornos anormais em ofertas futuras, a amostra foi dividida em quatro grupos (Tabela 02).

Tabela 2: Grupos Analisados

Grupo	Qtde de Ofertas
01 - Não recompraram	13
02 - Recompraram de 1 a 50%	16
03 - Recompraram mais de 50%	13
04 - Primeira Oferta	9
Total	**51**

Analisando as ofertas anteriores das empresas uma característica chamou a atenção. Algumas mantinham permanentemente programas de recompra abertos. Ao término de um imediatamente lança-se outro e assim sucessivamente. Optou-se por criar subgrupos, na tentativa de verificar se esta informação interferiria na avaliação dos investidores. Os grupos, cujos anúncios não eram a Primeira Oferta de Recompra, tiveram uma subdivisão entre recorrentes e não recorrentes. As ofertas realizadas pelas empresas que mantém permanentemente um programa de recompra aberto foram classificadas como recorrentes, enquanto as empresas que realizaram ofertas esporádicas foram classificadas como não recorrentes. Os subgrupos ficaram definidos de acordo com a Tabela 03.

Tabela 3: Subgrupos Formados

Grupo	Subgrupo	Qtde de Ofertas
01 - Não recompraram	01.1 - Recorrentes	7
	01.2 - Não Recorrentes	6
02 - Recompraram de 1 a 50%	02.1 - Recorrentes	9
	02.2 - Não Recorrentes	7
03 - Recompraram mais de 50%	03.1 - Recorrentes	4
	03.2 - Não Recorrentes	9
04 - Primeira Oferta		9
Total		**51**

Subgrupos para as ofertas classificadas como Recorrentes e Não recorrentes também foram considerados na análise.

3.2. Coleta de Dados

A coleta dos dados foi realizada em três momentos distintos. O primeiro no sitio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na seção onde são disponibilizadas as ofertas de recompra de ações de própria emissão segundo a INST 10, com o intuito de identificar quais empresas registraram programas de ofertas de recompra de ações de própria emissão. O segundo, ainda no sitio da CVM, foi o levantamento dos anúncios anteriores destas empresas com a finalidade de qualificar e evidenciar a efetividade de recompra do anúncio anterior, quando houve.

O terceiro e último passo para a coleta de dados foi realizado no sitio da BM&FBovespa, onde se buscou o histórico de negociação das ações e do Ibovespa. O preço das ações foi considerado pelo valor médio negociado no dia.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos dados ocorreu através de um estudo de eventos. A data de deliberação, publicada no sitio da CVM, foi definida como a data do evento.

Para estimar o retorno esperado, utilizou-se uma projeção linear considerando uma janela de 71 (setenta e um) dias. Um dos focos deste estudo é analisar a reação de curto prazo do mercado, assim a janela para o estudo foi definida utilizando o intervalo de - 60 dias até + 5 dias, sendo o dia zero a data do evento.

Apurando o retorno anormal médio dos grupos na data do evento (Tabela 4), identificamos que o grupo 04, que está na sua primeira oferta de recompra de ações, apresentou um retorno anormal negativo. O grupo que apresenta a maior efetividade de recompra em anúncios anteriores também apresenta o maior percentual de retorno anormal na data do evento. Este resultado demonstra que as empresas que recompram o maior percentual de ações em relação ao anúncio, são melhores remuneradas em suas ofertas posteriores.

Tabela 4: Retorno Anormal Médio por Grupo na Data do Evento

Grupo	Retorno Anormal Médio
01 - Não recompraram	0,0202%
02 - Recompraram de 1 a 50%	0,2515%
03 - Recompraram mais de 50%	0,4717%
04 - Primeira Oferta	-0,1384%

Ao estimar o retorno anormal médio para os subgrupos (tabela 5) identifica-se que há uma maior confiança dos investidores para os anúncios das empresas cujos anúncios não são recorrentes. O retorno anormal médio é muito superior entre as empresas do Grupo 01.2 (Não Recompraram e Não Recorrentes) em relação às empresas do Grupo 01.1 (Não Recompraram e Recorrentes). O mesmo comportamento é identificado nos Grupos 03.1 e 03.2.

Tabela 5: Retorno Anormal Médio por Subgrupo na Data do Evento

Grupo	Subgrupo	Retorno Anormal Médio
01 - Não recompraram	01.1 - Recorrentes	-0,8911%
	01.2 - Não Recorrentes	1,0835%
02 - Recompraram de 1 a 50%	02.1 - Recorrentes	0,2763%
	02.2 - Não Recorrentes	0,2196%
03 - Recompraram mais de 50%	03.1 - Recorrentes	-0,7539%
	03.2 - Não Recorrentes	1,0165%
04 - Primeira Oferta		-0,1384%

Quando o foco é a reação de curto prazo dos investidores, há a supremacia do retorno anormal obtidos pelas empresas cujos programas de ofertas de recompra são esporádicos, ou Não Recorrentes. Neste caso confirmando a hipótese de que os preços das ações da empresa estão subavaliados, sendo uma boa opção aos investidores (tabelas 6 e 7).

No gráfico abaixo (gráfico 1) há a consolidação das estimativas obtidas por grupo e subgrupo, resumindo e facilitando a interpretação dos dados das tabelas 6, 7e 8. A coluna identificada como

Geral apresenta o retorno anormal médio acumulado para o grupo. As informações pertinentes aos subgrupos podem facilmente ser visualizadas nas colunas 'Recorrentes' e 'Não Recorrentes'. O retorno anormal médio acumulado no grupo 03.2 (Recompraram mais de 50% - Não Recorrentes) apresenta o maior percentual dentre os grupos analisados, com 2,71%.

Gráfico 1: Dados Consolidados na Data do Evento

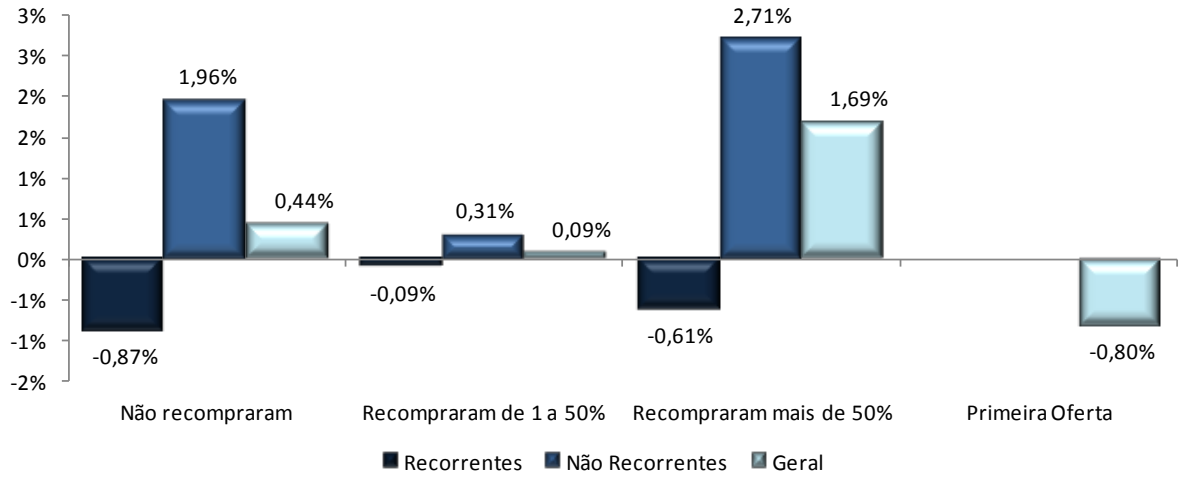

Tabela 6: Retorno Anormal Médio Acumulado por Grupo

Grupo	Retorno Anormal Acumulado Evento + 5 dias
01 - Não recompraram	0,4360%
02 - Recompraram de 1 a 50%	0,0874%
03 - Recompraram mais de 50%	1,6863%
04 - Primeira Oferta	-0,8036%

Tabela 7: Retorno Anormal Médio Acumulado por Subgrupo

Grupo	Subgrupo	Retorno Anormal Acumulado Evento + 5 dias
01 - Não recompraram	01.1 - Recorrentes	-0,8693%
	01.2 - Não Recorrentes	1,9590%
02 - Recompraram de 1 a 50%	02.1 - Recorrentes	-0,0891%
	02.2 - Não Recorrentes	0,3144%
03 - Recompraram mais de 50%	03.1 - Recorrentes	-0,6114%
	03.2 - Não Recorrentes	2,7075%
04 - Primeira Oferta		-0,8036%

Analisando os retornos anormais na data do evento e acumulado no quinto dia, considerando apenas empresas Recorrentes e Não Recorrentes na publicação de ofertas de recompras, identificamos que as que não tem programas de recompra permanentemente abertos obtém um maior retorno anormal. Ou seja, o investidor vê nesta empresa que ela realmente acredita que há subavaliação do preço de suas ações. Já para as demais empresas, há apenas "mais um anúncio" e a não a sinalização de que os preços de seus papéis estejam depreciados (tabela 8).

Tabela 8: Retorno Anormal Médio na Data do Evento e Acumulado

	Retorno Anormal Médio	Retorno Anormal Acumulado Evento + 5 dias
Recorrentes	-0,3383%	-0,4666%
Não Recorrentes	0,7812%	1,7419%

Confirmando os testes de Procianoy e Moreira (2000) não foi identificada correlação entre o preço das ações e o Ibovespa.

Dada à pequena amostra, foi utilizado como alternativa ao teste t-Student, o teste de médias de Mann-Whitney. Trata-se de uma das mais poderosas provas não paramétricas, recomendado para amostras independentes. (SIEGEL, 1979)

O teste das médias foi executado entre todos os grupos e subgrupos, considerando o retorno anormal na data do evento e o retorno anormal acumulado na data do evento mais 5 dias. Exceto na comparação entre os grupos 01.1 x 02.1 e 02.1 x 03.1 num cruzamento das médias de retornos anormais na data zero, nas demais não podemos afirmar que a hipótese das médias dos escores é significativamente diferente (ao nível de significância α de 5%).

Para o cruzamento entre os grupos 01.1 x 02.1 rejeitamos a hipótese nula (H_0), *p-value* = 0,016 < α=0,05, concluindo que a média do retorno anormal na data zero do grupo 01.1 é inferior que média do retorno anormal na data zero para o grupo 02.1. Da mesma forma, na comparação entre os grupos 02.1 e 03.1 rejeitamos a hipótese nula, *p-value* = 0,025 < α=0,05, determinando que a média do retorno anormal na data zero do grupo 03.1 seja menor a média do retorno na data zero do grupo 02.1 (ao nível de significância α de 5%).

Sendo assim, podemos afirmar que entre os resultados do subgrupo Recorrentes e na data do evento, o grupo que possui o menor retorno anormal negativo é o grupo 02 (Compram de 1% até 50%).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados como um todo parecem confirmar a hipótese de que as empresas que são mais efetivas na recompra das ações em anúncios anteriores, tem um retorno anormal superior às demais empresas que ofertaram programas de recompra de ações.

Outra importante confirmação neste estudo foi a comprovação de que as empresas que não mantém programas continuamente abertos para recompra, são melhores avaliadas pelo mercado. Esta análise indica que, os investidores avaliam os anúncios anteriores das empresas e, dependendo se o aviso da empresa demonstra ser um verdadeiro sinal - a empresa comprou ações no mercado - ou se foi um sinal falso - a empresa não recomprou ações no mercado, pagam o retorno anormal do papel naquele período. Os resultados que consideraram somente as empresas que estavam em seu primeiro programa, foi um retorno anormal negativo, confirmando que o mercado usará o comportamento da empresa neste primeiro anúncio para precificar o retorno anormal na próxima oferta.

Recomendamos que o estudo seja aprofundado, utilizando uma amostra maior, com o intuito de se obter resultados estatísticos mais robustos que possam dar mais vigor às pesquisas realizadas nesse tema até então.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, G. A., ***The Market for "Lemons": Quality Uncertainity and the Market Mechanism***. Oxford Journals, v. 84, n. 3, p.488-500, 1970.

BLACK, F. (1976), "The Dividend Puzzle", Journal of Portfolio Management, 2, 5-8.

CAMPELLO, A. H., WEISBACH, M., *Corporate Financial and Investment Policies when Future Financing is not Frictionless.* Journal of Corporate Finance, (17) 675-693 2011

COMMENT, R., JARRELL, G. A. ***The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases***. The Journal of Finance, Vol. 46, No. 4, p. 1243-1271, 1991.

DAMODARAN, A., LIU, C. H. ***Insider Trading as a Signal of Private Information: The Review of Financial Studies***, Vol. 6, No. 1 (1993), pp. 79-119

DECOURT, R. F. ; PROCIANOY, J. L. . **O Processo Decisório da Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na Bovespa**. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 2009, São Leopoldo. Nono Encontro Brasileiro de Finanças, 2009.

FAMA, E. F. ***Random Walks in Stock Market Prices***. Financial Analysts Journal, v. 21, n. 5, p. 55-59, 1965. ISSN 0015198X. Disponível em: < http://www.jstor.org/stable/4469865 >.

_____. ***Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work***. The Journal of Finance, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970. ISSN 00221082. Disponível em: < http://www.jstor.org/stable/2325486 >.

_____. ***Efficient Capital Markets: II***. The Journal of Finance, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991. ISSN 00221082. Disponível em: < http://www.jstor.org/stable/2328565 >.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. São Paulo: Atlas, 2002. 175

GREENWALD, B.C., STIGLITZ, J. E. ***Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior.*** The American Economic Review, Vol. 80, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Second Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1990), pp.160-165

GRINBLATT, M., HWANG, C.Y. ***Signalling and the Pricing of New Issues*** The Journal of Finance, Vol. 44, No. 2 (Jun., 1989), pp. 393-420

GRINBLATT, M. S., ROSS, S. A. ***Market Power in a Securities Market with Endogenous Information***.The Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, No. 4 (Nov., 1985), pp. 1143-1167

GRINBLATT, M. S., ROSS, S. A. ***Market Power in a Securities Market with Endogenous Information***. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, No. 4 (Nov., 1985), pp. 1143-1167

GRULLON, G., IKENBERRY, D. ***What do We Know About Stock Repurchase?*** Journal of Applied Corporate Finance, V. 13, p.31-51.

JAFFE, J. F.; WINKLER, R. L. ***Optimal Speculation Against an Efficient Market***. The Journal of Finance, v. 31, n. 1, p. 49-61, 03/01 1976. ISSN 00221082. Disponível em: < http://www.jstor.org/stable/2326394 >.

MICHAEL C, J. ***Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency***. Journal of Financial Economics, v. 6, n. 2–3, p. 95-101, 1978. ISSN 0304-405X. Disponível em: < http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X78900259 >.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. ***The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment***. American Economic Review, 48, 1958.

MONTEIRO, L.; TORRES, F. **Recompra de ações chega a R$ 15 bilhões. 2011**. Disponível em: < http://www.valoronline.com.br/online/financas/28/474823/recompra-de-acoes-chega-a-r-15-bilhoes >. Acesso em: 18/08/2011.

NOSSA, S. N., LOPES, A. B., TEIXEIRA, A. **A Recompra de Ações e a Análise Fundamentalista: um estudo empírico na BOVESPA no período de 1994 a 2006**. Brazilian Business Review, Vol. 7, No. 1, p. 1-23, 2010.

PIOTROSKI, Joseph D. Value investing: ***The use of historical financial statement information to separate winners from losers***. Journal of Accounting Research, v. 38.pp. 1-41, 2000.

PROCIANOY, J. L., MOREIRA, L.F., ***Open Market Stock Repurchases at Sao Paulo Stock Exchange*** **– BOVESPA,** BALAS, 2000.

SIEGEL, S.. **Estatística Não-Paramétrica**. Tradução de Alfredo Alves de Farias. 1. ed. Recife: Editora McGraw-Hill do Brasil, 1979.