

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

SANDRO DE FREITAS NASCIMENTO

DETERMINANTES PARA A RECOMPRA DE AÇÕES:
Um estudo empírico no mercado de ações brasileiro

**VITÓRIA
2009**

SANDRO DE FREITAS NASCIMENTO

DETERMINANTES PARA A RECOMPRA DE AÇÕES:

Um estudo empírico no mercado de ações brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Caio Galdi

**VITÓRIA
2009**

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pelo Setor de Processamento Técnico da Biblioteca da FUCAPE

Nascimento, Sandro de Freitas.

Determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro. / Sandro de Freitas Nascimento. Vitória: FUCAPE, 2009.

51p.

Dissertação – Mestrado.

Inclui bibliografia.

1. Recompra de ações 2. Dividendos 3. Análise fundamentalista I.Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças II.Título.

CDD – 658

Dedico este trabalho a minha esposa
Élida e meus filhos Danilo e Murilo.
Sem vocês nada disso seria possível

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, autor de toda vida, por mais essa vitória.

A minha amada esposa Élide e meus filhos queridos Danilo e Murilo, pela compreensão e amor que me impulsiona.

Agradeço aos meus pais Antônio e Izis, pelo apoio e incentivo em todas as horas, aos meus irmãos Márcio e Victor, minhas avós queridas, e todos de minha família. Obrigado pela intercessão e carinho de sempre, amo todos vocês.

Ao meu orientador Fernando Caio Galdi e demais professores da Fucape pela dedicação e por fazerem parte desta conquista.

A Silvania Neris Nossa pelos direcionamentos e pelo apoio constante, aos demais funcionários da Fucape também meus agradecimentos.

Aos meus amigos “da turma” Amire Tauil, Beatriz Bastos, Gustavo Carvalhal, Luiz Apolinário, Miriam Dantas e Ulisses T. Martins. Foi muito bom ter convivido com vocês todo esse tempo.

E não vos conformeis com este mundo, mas transformai-vos pela renovação do vosso entendimento, para que experimenteis qual seja a boa, agradável e perfeita vontade de Deus.

Romanos 12:2

RESUMO

Este trabalho procurou evidenciar se as motivações encontradas na literatura para as empresas recomprarem suas próprias ações se aplicam ao mercado brasileiro. Investigou-se a relação entre as motivações e o programa de recompra de ações das empresas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2008. Utilizando-se a base de dados Economatica de onde foram extraídos os dados para realização dos testes empíricos efetuados por meio de regressão múltipla de dados tipo *Pooled* por meio dos métodos *LS (Least Squares)* e TOBIT. Com base nas teorias de Ajuste da estrutura do capital, Agência, Substituição de dividendos e Sinalização, são testadas respectivamente as seguintes motivações: ajuste da estrutura do capital, redução do fluxo de caixa disponível, substituição do pagamento de dividendos e a subavaliação do valor da empresa. Considerando-se os resultados encontrados em relação a variável dependente RECOMPRA, as motivações que se mostram estatisticamente significantes são: a substituição do pagamento de dividendos, a subavaliação do valor da empresa e a redução do fluxo de caixa disponível. Outro teste proposto neste trabalho, no intuito de evitar o efeito escala, foi a divisão da variável dependente RECOMPRA pelo valor do ativo da firma. Neste caso, a única motivação que permanece estatisticamente significativa é a redução do fluxo de caixa disponível.

Palavras-chave: **Recompra de ações, dividendos, sinalização.**

ABSTRACT

This work tried to evidence the motivations found in the literature for the companies repurchase their own actions are applied to the Brazilian market. The relation was investigated between the motivations and the program of stock repurchases of companies in Bovespa in the period from 1995 to 2008. Using the data base Economatica from where were extracted the data for accomplishment of the empiric tests made through multiple regression type Pooled through the methods LS (Least Squares) and TOBIT. With base in the theories of Adjustment of the structure of the capital, Agency, Substitution of dividends and Signaling, they are tested the following motivations respectively: adjust of the structure of the capital, reduction of the available cash flow, substitution of the payment of dividends and the undervaluation of the company. Considering the results found in relation to dependent variable REPURCHASES, the motivations that significant statistically are: the substitution of the payment of dividends, the undervaluation of the company and the reduction of the available cash flow. Another test proposed in this work, was the division of the dependent variable REPURCHASES for the value of the assets of the firm. In this case, the only motivation that significant statistically was the reduction of the available cash flow.

Key-words: Stock repurchases, dividends, signaling.

LISTA DE FIGURAS E TABELAS

FIGURA 1..... 30

FIGURA 2..... 32

TABELA 1..... 37

TABELA 2..... 39

TABELA 3..... 39

TABELA 4..... 40

TABELA 5..... 41

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR- American Depositary Receipt

BOVESPA- Bolsa de Valores de São Paulo

CVM- Comissão de Valores Mobiliários

DOAR- Demonstrativo de Origem e Aplicação de Recursos

IBRX- Índice Brasil

LS- Least Squares

OPA- Oferta Pública de Aquisição

PTB- Price-to-book

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REVISÃO DE LITERATURA.....	17
2.1 REGULAMENTAÇÃO SOBRE RECOMPRA.....	17
2.2 MODALIDADE DE RECOMPRA.....	19
2.3 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA.....	21
2.4 MOTIVOS PARA RECOMPRA.....	23
2.4.1 Teoria do Ajuste na Estrutura de Capital.....	23
2.4.2 Teoria de Agência e a Redução do Fluxo de Caixa Livre.....	24
2.4.3 Teoria da Substituição do Pagamento de Dividendos.....	25
2.4.4 Teoria da Sinalização e a Subavaliação do Valor das Ações.....	26
3 HIPÓTESE.....	31
4 METODOLOGIA.....	33
5 ANÁLISE DOS DADOS.....	37
6 CONCLUSÃO.....	43
REFERÊNCIAS.....	45

1 INTRODUÇÃO

Tanto no mercado brasileiro, quanto no mercado internacional os investidores buscam identificar eventos que possam explicar movimentos estratégicos por parte das empresas. Neste trabalho procurou-se evidenciar as motivações que levam as empresas a recomprarem suas próprias ações. A partir dos indicadores financeiros das empresas estudadas, foram aplicados testes empíricos que procuraram investigar quatro motivos para explicar a recompra de ações: i) o interesse das empresas em ajustar a estrutura de capital (GRINBLATT e TITMAN, 2002); ii) redução do fluxo de caixa disponível, evitando com isso o conflito de agência (JENSEN, 1986; DITTMAR, 2000); iii) na intenção de substituir o pagamento de dividendos, que em vários países do mundo incide uma tributação maior do que a recompra de ações (GRULLON e MICHAELLY, 2002); iv) a sinalização de que a empresa está subavaliada no mercado (DANN, 1981; VERMAELEN, 1981; IKENBERRY, LAKONISHOK e VERMAELEN, 2000).

Na tentativa de obter um modelo ótimo de estrutura de capital (DURAND, 1952; MODIGLIANI E MILLER, 1958 e 1963; ROSS, 1977) as empresas têm utilizado a recompra de ações, entre outros, como instrumento de ajuste entre o capital próprio e o capital de terceiros.

A recompra de ações também tem sido utilizada como ferramenta para reduzir o fluxo de caixa disponível nas empresas. Utilizando a teoria de Agência, Jensen (1986) argumenta em seu estudo que, ao contrário do financiamento com recursos próprios, o financiamento por meio de dívida reduz os conflitos entre o agente e o principal.

Em relação à política de distribuição de dividendos, Modigliani e Miller (1961) defendem que o efeito dessa política é irrelevante para o preço das ações, por outro lado Gordon (1963) e Lintner (1962) argumentam que os acionistas preferem receber dividendos a possíveis ganhos de capital no futuro.

A teoria da sinalização, baseada no artigo de Spence (1973), onde o autor argumenta que o nível educacional do indivíduo serve como sinal para o mercado de trabalho. A proposta é que um trabalhador de alta produtividade possui mais facilidade para alcançar um nível de escolaridade maior.

Posteriormente a teoria da sinalização foi utilizada para verificar fenômenos ocorridos no mercado financeiro, como o pagamento de dividendo e ganhos de capital por parte dos acionistas. A política de dividendos atua como sinal crível de que as empresas gozam de boa saúde financeira, não podendo ser imitada por todo o mercado por ser uma sinalização muito cara para aqueles que não podem suportar os custos dessa política a longo prazo (LELAND e PYLE, 1977; ROSS, 1977; BHATTACHARYA, 1979).

A sinalização também busca explicar os efeitos do anúncio da recompra sobre o mercado acionário. Copeland e Weston (1992) consideram duas possíveis interpretações: i) em uma sinalização positiva, os investidores entendem que os gestores esperam bons retornos futuros ou que o preço da ação está subavaliado e ii) de forma negativa os investidores entendem que as possibilidades de bons investimentos estão esgotadas. Stewart (1976) argumenta ainda em seu estudo que no curto prazo os efeitos da recompra de ações são neutros, mas no longo prazo esse efeito torna-se positivo.

Para efeito metodológico neste estudo utilizou-se como *proxy* as seguintes variáveis: i) para **ajuste na estrutura de capital**, a variável **DÍVIDA/AT** que mede o

grau de endividamento da firma; ii) para **redução no fluxo de caixa disponível**, a variável **DISP/AT** que mede a disponibilidade a curto prazo da empresa; iii) para **substituição ao pagamento de dividendos**, a variável **DID/AÇÃO** que representa o percentual pago de dividendo por ação e o último motivo analisado iv) **subavaliação do valor das ações**, utilizou-se a variável *Price-to-book* - **PTB** que representa o preço da ação no mercado dividido pelo valor patrimonial da empresa.

Algumas variáveis de controle foram utilizadas na amostra selecionada, que são: **LL/AT** é o lucro líquido da empresa *i* no período *t* dividido pelo seu ativo, com o objetivo de identificar a rentabilidade da empresa; **ADR** é uma variável *dummy* representando se a empresa *i* tem ou não ações listadas em bolsas norte americanas no período *t*, sendo 1 em caso positivo e 0 em caso negativo; **OSC-IBRX** é a oscilação do fechamento da ação *i* no período *t*, subtraindo a oscilação do IBRX no período *t*, para identificar se a empresa apresenta retorno maior do que o oferecido pelo mercado; **VOLUME/AT** é o volume negociado da empresa *i* no período *t* dividido pelo valor do seu ativo, como forma de análise da liquidez das empresas incluídas na amostra.

Diante do exposto, este trabalho propõe a seguinte questão de pesquisa:

No mercado de ações brasileiro quais têm sido as motivações determinantes para as empresas recomprarem suas próprias ações?

O objetivo desta pesquisa é investigar por meio de um conjunto de indicadores financeiros a existência da relação entre as motivações propostas e o programa de recompra de ações das empresas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2008.

Diante do aumento do número de recompra de ações em vários mercados do mundo (STEWART, 1976; LAMBA e RAMSAY, 2000; IKENBERRY, LAKONISHOK e

VERMAELEN 2000; LASFER, 2002; GRULLON e MICHAELLY, 2002). Conforme Jagannathan et al (2000) o anúncio de programas de recompra de ações entre as empresas norte americanas cresceu 650% entre 1985 e 1996, representando um acréscimo de monetário de 750%, saltando de US\$15,4 bilhões para US\$113 bilhões. Faz-se necessário identificar se as principais motivações encontradas na literatura sobre recompra aplicam-se ao mercado brasileiro.

Pode-se destacar também crescimento nos anúncios de programas de recompra em momentos de crise vividos pelos mercados financeiros. Segundo Comment e Jarrel (1991), durante os anos de 1983 a 1986 houve crescimento de 25% nos programas de recompra de ações e durante os anos de 1987 e 1988 um acréscimo de 34%, sendo que após o *crash* da bolsa de Nova York ocorrido em outubro de 1987, um total de 473 empresas anunciaram que recomprariam suas ações.

Conforme pesquisa de Gabrielli e Saito (2003) nas duas semanas seguintes aos atentados terroristas de 11 de setembro de 2001, foram anunciados mais de 300 programas de recompras de ações na bolsa de Nova York. Moreira (2000) argumenta que no Brasil esse fenômeno ocorreu durante a chamada crise asiática, quando o valor das empresas listadas na Bovespa desvalorizou em 42% entre setembro de 1997 e outubro de 1998.

No ano de 2008 de acordo com dados obtidos nos suplementos informativos da Bovespa, após o agravamento do cenário de crise macroeconômica iniciada nos Estados Unidos, mais especificamente no setor imobiliário, 65 empresas iniciaram o programa de recompra de ações, um acréscimo de 71% em comparação com o ano de 2007, quando o total de programas de recompra iniciados foi de 38 empresas.

A recompra de ações tem sido bastante discutida na literatura acadêmica por proporcionar retorno anormal aos acionistas, Dielman, Tinothy e Wright (1980); Dann (1981); Vermaelen (1981); Lakonishok e Vermaelen (1990); Comment e Jarrell (1991); Ho, Liu e Ramanan (1997), Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (2000); D'Mello e Shroff (2000); Dittmar (2000); Grullon e Michelly (2002); Bens e Wong, (2004), encontraram relação positiva entre retornos anormais e o anúncio de recompra de ações.

No Brasil as pesquisas realizadas na área de recompra de ações, em sua maioria, são voltadas para a evidenciação de retorno anormal. Pode-se citar trabalhos como os de Moreira (2000) e Gordon (2002) que demonstram retorno anormal positivo após o anúncio de recompra e o de Gabrielli e Saito (2003), no qual testam o efeito da regulamentação sobre a recompra de ações, mais especificamente o impacto da instrução da Comissão de Valores Mobiliários - CVM nº 299/94 que estabeleceu novas regras para o mercado acionário, além do trabalho realizado por Nossa (2007), que verificou se existe o retorno anormal com o anúncio de recompra de ações em empresas *winners* e *losers*.

A relevância deste trabalho está em identificar por meio da análise das demonstrações contábeis, e com base nas teorias econômicas: Ajuste na Estrutura de Capital, teoria de Agência, teoria da Substituição de Dividendos e Sinalização, quais das motivações encontradas na literatura para o anúncio do programa de recompra de ações se aplicam também ao mercado brasileiro. Investigou-se por meio das relações estudadas a recompra como sinalização para os investidores de possíveis retornos anormais, gerados pela subavaliação do valor dos ativos e pelo pagamento de ágio no fechamento de capital da empresa.

Este trabalho está estruturado da seguinte forma: realizou-se uma revisão bibliográfica na seção 2, apresentando um resumo da legislação vigente sobre a recompra no Brasil, os métodos utilizados pelas companhias nesse processo e abordou-se os conceitos da análise fundamentalista. Também são expostos os principais motivos encontrados na literatura para justificar a recompra de ações e as respectivas teorias que suportam essas motivações. Na seção 3, descreveram-se as hipóteses testada neste estudo. Na seção 4 apresentou-se a metodologia dos testes empregada nesta pesquisa empírica, cujos resultados, assim como a sua análise, encontram-se na seção 5. Finalmente as conclusões são apresentadas na seção 6.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 REGULAMENTAÇÃO SOBRE RECOMPRA

A legislação que trata da recompra de ações e dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, que cria a Comissão de Valores Mobiliários é a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, além da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, chamada de Lei das Sociedades Anônimas, que regulamenta o mercado acionário brasileiro e estende a todas as companhias a faculdade de adquirir ações de sua própria emissão, até então restritas às companhias com capital autorizado por disposição da Lei nº 4.728/65. A Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001 estabelece restrições para participação do acionista controlador, visando proteger os acionistas minoritários e garantindo a liquidez dos papéis.

Outro instrumento de normatização do mercado mobiliário brasileiro são as instruções da CVM. Dentre elas pode-se destacar algumas que regulam mais especificamente o mecanismo de recompra de ações, a instrução nº 10 de 14 de fevereiro de 1980, que veio regulamentar prazos, obrigações e restrições sobre o assunto. Outra instrução que trata sobre a recompra é a de nº 100, de 13 de junho de 1989, que elevou o limite de ações que podem ser recompradas de 5% de cada classe de ação para 10% o qual foi novamente reduzido aos mesmos 5% iniciais pela Instrução nº 111, de janeiro de 1990. Elevou-se então o limite novamente para 10% por intermédio da Instrução nº 268, de 13 de novembro de 1997, até data de fechamento deste trabalho.

A instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, dispôs sobre o cancelamento de registro, regulamentando o artigo 21 da Lei nº 6.385. A Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, 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. Esta instrução também veio dificultar o chamado “fechamento branco” de capital, ou seja, quando os acionistas majoritários de uma companhia venham a deter um percentual que limite a liquidez das ações em circulação, prejudicando desta forma os acionistas minoritários. Conforme estudo realizado por Gabrielli e Saito (2003) após a promulgação da Instrução CVM nº 299 as ações passaram a obter retornos anormais acumulados positivos, sendo que antes as recompras apresentavam retornos anormais acumulados significativamente negativos de 10% em média durante os três meses do período autorizado para a recompra das ações. Essa instrução foi posteriormente alterada pela Instrução nº 345/2000.

Outras instruções que regulamentam a recompra são as de número 358/2002, 361/2002, 369/2002, 436/2006, 449/2007 que tratam, entre outras coisas, da normatização na divulgação de informações na negociação de valores mobiliários, do registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta por aumento de participação de acionista controlador. Destaca-se ainda a instrução de nº 390/2003 que dispõe sobre a negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções.

2.2 MODALIDADES DE RECOMPRA

Conforme Gabrielli e Saito (2003), no mercado acionário brasileiro as modalidades mais comuns para as empresas recomprarem ações, são duas: a primeira é o Preço fixo com prêmio (*fixed-price self-tender offer*), conhecido no Brasil como Oferta Pública de Aquisição de Ações – OPA, onde a empresa define o número de ações a serem recompradas, a data de vencimento e o preço que pretende pagar pelas ações que geralmente é superior ao preço praticado pelo mercado. Por este método a empresa é obrigada a adquirir as ações conforme anunciado, não podendo usar a recompra apenas como sinalização para o mercado.

A OPA não tem sido utilizada tradicionalmente para recompra parcial de ações e sim para o fechamento do capital da empresa, sob três modalidades: i) por alienação de controle acionário; ii) por cancelamento de registro na CVM; e iii) pelo aumento de participação do acionista controlador.

O segundo e mais utilizado no mercado brasileiro é o método de recompra no mercado aberto (*Open-market share repurchases*), o qual a empresa recorre ao mercado como qualquer outro investidor para recomprar suas ações. É importante frisar que mesmo utilizando esse método a empresa está sujeita às mesmas restrições impostas pelo artigo 30 da lei 6.404/76 e pelas instruções CVM nº 10 de 14/02/1980 e nº 268 de 13/11/1990, porém não existe a fixação de valor a ser pago ou quantidade a ser recomprada podendo, inclusive, ao final do prazo estabelecido não recomprar nenhuma ação. Esta situação foi evidenciada por meio do estudo realizado por Stephens e Weisbach (1998), que em uma amostra de 450 programas de recompra de ações no mercado norte americano, no período de 1981 a 1990, verificaram que uma média de 74 a 82% das ações anunciadas foram efetivamente

compradas e foi por intermédio deste método que 90% do valor das ações recompradas neste período foram realizadas.

No mercado internacional existe um terceiro método, segundo Vermaelen (1981; 1984), Lakonishok e Vermaelen (1990) que é o de Recompra a preço variável com prêmio (*Dutch-auction offer*), semelhante ao método de Preço fixo com prêmio, onde a empresa define o número de ações e o prazo de recompra. Porém o preço é estabelecido por meio de algumas faixas, geralmente com ágio sobre o valor de mercado. A empresa recompra até o limite pré-estabelecido com o menor preço possível, esse método não é utilizado no mercado brasileiro.

De acordo com Comment e Jarrell (1991), na modalidade de recompra com preço fixo com prêmio o resultado é um excesso de retorno em média de 11%, no caso de recompra a preço variável com prêmio o retorno é de 8% e com o método de recompra no mercado aberto o retorno é em torno de 2%. Portanto, existe maior poder de sinalização para o mercado nas duas primeiras opções, embora sejam efetivamente menos utilizadas em programas de recompra.

Conforme Vermaelen (1981), uma oferta a preço fixo com prêmio apresenta um retorno anormal de 17,5%, enquanto uma recompra no mercado aberto apresenta um retorno anormal de 3,37% entre os dias anteriores e posteriores ao anúncio.

É importante destacar que em alguns países é permitida a recompra por meio de operações privadas, no Brasil essa modalidade é vetada conforme Art. 9º da instrução CVM nº 10 de 14/02/1980.

2.3 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

A análise das demonstrações contábeis, também chamada de análise fundamentalista, consiste na utilização de informações contábeis passadas como instrumento de elaboração de estratégias e ações que facilitem a tomada de decisão dos investidores. A análise fundamentalista tem sido objeto de vários estudos realizados em áreas como a de avaliação de empresas, na elaboração de estratégias de investimentos, na predição de retorno de ações e na formação de portfólios com expectativa de retorno acima da média (PIOTROSKI, 2005; MOHARAN, 2005; LOPES e GALDI, 2007; GALDI, 2008; NOSSA, 2007), sendo utilizada como ferramenta para reduzir a assimetria informacional inerente às próprias relações contratuais em mercados imperfeitos.

Fama (1970) utilizando a hipótese da eficiência do mercado (EMH- *Efficient Market Hypothesis*), relata que o preço das ações é um reflexo da eficiência do mercado, ou seja, toda informação já está contida no preço. O autor propõe três formas de eficiência do mercado conforme descrito a seguir:

1. Forma fraca (*random walk* ou *weak form*) - os preços das ações são um reflexo dos preços históricos. Logo, a análise técnica ou o grafismo é irrelevante como informação para predizer os preços.
2. Forma semi-forte (*semi-strong-form*) - os preços refletem toda informação pública disponível, inclusive as demonstrações contábeis, tornando-se irrelevante como instrumento para avaliação de preços dos títulos. Portanto, segundo esse modelo, a informação capaz de gerar retorno anormal para o investidor seria a informação privilegiada.
3. Forma forte (*strong-form*) - nesse modelo todas as informações (públicas e privilegiadas) já estão incorporadas aos preços. Estratégias de investimentos com base em demonstrações contábeis não teriam relevância.

Essa hipótese é rejeitada nesse estudo, pois inviabiliza a análise fundamentalista como instrumento de sinalização para o mercado, vindo também de encontro à teoria de agência na qual, de acordo com Jensen e Meckling (1976), o agente tem acesso as informações da empresa e poderá utilizá-las a seu favor em detrimento dos interesses dos acionistas.

Conforme Ratner e Leal (1999); Karemera, Ojah e Cole (1999); Haque et al. (2001); a eficiência no mercado brasileiro é menor do que no mercado norte americano, portanto a informação demora um tempo maior para ser incorporada ao preço do ativo, abrindo espaço para estudos que testam a relação entre fenômenos ocorridos no mercado e as informações fornecidas pelos indicadores contábeis.

2.4 MOTIVOS PARA RECOMPRA

Dos vários motivos existentes na literatura acadêmica para recompra de ações, este trabalho, de acordo com as teorias apresentadas, propõe-se a testar empiricamente os quatro motivos apresentados abaixo:

2.4.1 Teoria do Ajuste na Estrutura De Capital

O modelo ótimo de estrutura de capital da empresa é um assunto bastante discutido entre os teóricos desde a chamada escola tradicionalista (DURAND, 1952) na qual quanto maior o endividamento, maior o risco e portanto, menor o valor da empresa. Essa idéia veio a ser contestada por Modigliani e Miller (1958). Inicialmente os autores afirmam que independente da estrutura de capital o valor da empresa permanece o mesmo. Nesse modelo considera-se um mercado perfeito, onde não há incidência de impostos.

Posteriormente Modigliani e Miller (1963) passam a considerar o efeito dos impostos sobre o endividamento. Empresas com maior participação de capital de terceiros teriam maior benefício fiscal e com isso menor custo de capital, aumentando o valor da empresa no mercado.

Ross (1977) em seu estudo analisa o custo de falência que atinge as firmas com alto grau de endividamento, trazendo uma necessidade de ponderação quanto ao nível ótimo de estrutura de capital a ser adotado pelas empresas.

A recompra de ações tem sido uma das ferramentas utilizadas para o ajuste na estrutura de capital. Ao retirar parte das ações do mercado as empresas diminuem a participação do capital próprio, uma estratégia utilizada por firmas que estejam com baixo índice de endividamento e buscam usufruir dos benefícios fiscais proporcionados pela dedução dos resultados tributáveis nos custos financeiros do

capital de terceiros $K_d = K_d (1 - T)$, onde: K_d é o custo da dívida da empresa e T a alíquota dos impostos que incidem sobre ela, tornando este capital mais barato do que o capital próprio e conseguindo maior equilíbrio em sua estrutura de capital, criando assim uma alavancagem financeira (GRINBLATT e TITMAN, 2002).

Segundo Copeland e Weston (1992), o grau de alavancagem financeira também é considerado um sinal para o investidor, alterando assim o valor da firma no mercado. Os autores argumentam ainda que é impossível separar o efeito da sinalização da alavancagem do efeito do benefício fiscal da dívida.

2.4.2 Teoria de Agência e a Redução no Fluxo de Caixa Disponível

A redução do fluxo de caixa disponível tem sido utilizada como estratégia para minimizar o conflito de agência existente entre os acionistas e gestores, que normalmente ocorre devido à assimetria informacional existente entre as partes (JENSEN E MECKLING 1976; DITTMAR, 2000). Juntamente com o pagamento de dividendos, a recompra de ações é uma ferramenta que tem servido para a redução desse excesso de caixa. Jensen (1986) evidencia em seu estudo que, ao contrário do financiamento com recursos próprios, o financiamento por meio de dívida (*debt*) reduz o conflito de agência, pois com fluxo de caixa reduzido existe maior controle sobre as atividades dos gestores, impedindo a utilização indesejada dos recursos e criando garantias para os acionistas oferecidas pelo próprio mercado. Ainda segundo Howe, He e Kao (1992), a redução do fluxo de caixa disponível também é utilizada como forma de evitar o desperdício com investimentos de valor presente negativo.

2.4.3 Teorias da Substituição do Pagamento de Dividendos

De acordo com Modigliani e Miller (1961) o valor das ações independe da política de distribuição de dividendos adotada pela empresa, sendo influenciado exclusivamente pela escolha de investimentos que poderão aumentar o lucro, ou seja, a distribuição de dividendos é irrelevante não afetando o valor das ações. Esta hipótese é sustentada pelas seguintes premissas: eficiência do mercado perfeito, não cobrança de impostos, inexistência de custo de transação e assimetria informacional.

Por outro lado temos a hipótese da relevância dos dividendos, defendida por Gordon (1962) e Lintner (1963), também conhecida como teoria do “pássaro na mão”, os autores verificam a preferência dos acionistas pela distribuição de dividendos. Esta teoria afirma que vale mais um dividendo certo (sem risco) do que um ganho de capital incerto (alto risco).

A intenção de substituir o pagamento de dividendos pela recompra de ações é apresentada na literatura como fator motivador para o aumento desses anúncios. Em vários países do mundo a distribuição de dividendos possui uma tributação maior do que a recompra. Em consequência disto, no ano de 1998 no mercado de ações americano, a recompra ultrapassou o pagamento de dividendos pela primeira vez na história, atingindo o valor de US\$181,8 bilhões, enquanto o pagamento de dividendos foi de US\$174,1 bilhões (GRULLON E MICHAELLY, 2002).

Jagannathan et al (2000) argumentam que o anúncio no número de recompra de ações entre as empresas norte americanas cresceu 650% entre 1985 e 1996, representando um acréscimo de monetário de 750%, saltando de US\$15,4 bilhões para US\$113 bilhões, enquanto o pagamento de dividendos aumentou de US\$67,6 bilhões para US\$141,7 bilhões no mesmo período. Os autores argumentam ainda

que em firmas com maior fluxo de caixa operacional a preferência é por pagamento de dividendos, enquanto em firmas com maior fluxo de caixa não operacional a opção é a recompra de ações.

Segundo Brennan e Thakor (1990), devido à probabilidade de expropriação de valor por parte dos acionistas majoritários e gestores, os pequenos acionistas ainda preferem o pagamento de dividendos, desde que as taxas dos impostos não sejam elevadas em demasia. Entre os acionistas majoritários a preferência para distribuição de capital é por meio da recompra de ações.

No Brasil, porém, esse fenômeno não se verifica, pois os ganhos de capital são tributados e os dividendos são isentos de tributação conforme Lei 7.713 de 22/12/1988 e Lei 8.383 de 30/12/1991.

2.4.4 Teoria da Sinalização e a Subavaliação do Valor das Ações

Spence (1973), por meio da teoria da sinalização, buscou reduzir a assimetria informacional entre principal e o agente. O autor argumentou em seu trabalho que os sinais são críveis se satisfizerem duas condições: i) os custos de sinalização forem suficientemente diferentes entre aqueles que enviam os sinais, ii) os sinais devem estar disponíveis a certos tipos de agentes, cujo custo de sinalizar é menor do que o benefício que resulta se o receptor decodificar o sinal. A sinalização contribui para combater as imperfeições de mercado, como a seleção adversa (AKERLOF, 1970). Posteriormente o modelo proposto por Spence (1973) foi utilizado para verificar fenômenos ocorridos no mercado financeiro, como o pagamento de dividendo e ganhos de capital por parte dos acionistas. (LELAND e PYLE, 1977; ROSS, 1977; BHATTACHARYA, 1979).

Vários autores testaram os efeitos do anúncio de recompra sobre o valor das ações no mercado (DIELMAN, TIMOTHY, WRIGHT, 1980; DANN, 1981; VERMAELEN, 1981; LAKONISHOK, VERMAELEN, 1990; COMMENT, JARRELL, 1991; HOWE, HE, KAO, 1992; HO, LIU, RAMANAN, 1997; IKENBERRY, LAKONISHOK, VERMAELEN, 2000; D'MELLO E SHROFF, 2000; JAGANNATHAN E STEPHENS, 2001).

Dann (1981) encontrou evidências que o valor das firmas aumenta em torno do dia do anúncio da recompra das ações, confirmando assim a hipótese da sinalização para o mercado.

Vermaelen (1981) argumenta que a recompra de ações quando realizada via *tender offer*, ou seja, com preço, quantidade e prazo definidos para a recompra, possui relação positiva com o retorno anormal, principalmente em empresas menores, dando suporte a hipótese da sinalização.

Lakonishok e Vermaelen (1990) corroboram com o trabalho de Dann (1981) Vermaelen (1981 e 1984), pois seus testes evidenciam que na recompra realizada por intermédio de recompra a preço fixo com prêmio (*fixed-price self-tender offer*), a firma tem em média um retorno na faixa de 9% na semana de vencimento da recompra. Os autores argumentam também que o retorno anormal continua por cerca de 2 anos, sendo que na amostra utilizada esses dados são mais fortemente notados em empresas de menor porte.

De acordo com Dielman, Timothy, Wright (1980) a recompra realizada utilizando-se a modalidade de preço fixo com prêmio, sinaliza de forma mais positiva para o mercado do que a recompra realizada no mercado aberto, não só gerando um retorno maior como uma redução no beta da ação.

Asquith e Mullins (1986) apresentam em seu trabalho retorno anormal negativo e perda no valor das ações, concluindo que a emissão de dívida através da recompra é vista como sinal negativo pelo mercado.

Em estudo realizado no período de 1978 a 1992 no mercado norte americano, Ho, Liu, Ramanan (1997) encontram relação entre demonstrações contábeis de períodos anteriores e o anúncio de recompra de ações como forma de redução da assimetria informacional, principalmente em empresas de menor porte e com menos gestores.

D'Mello e Shroff (2000, p. 2422) argumentam que o tamanho das empresas influencia o retorno de seus papéis, após o anúncio do programa de recompra de ações empresas menores atingem retornos superiores às empresas maiores, para tanto os autores separam as empresas em subavaliadas e superavaliadas e as controlaram por tamanho.

Jagannathan e Stephens (2001) analisam a frequência com que as firmas recompram suas ações e argumentam que as empresas que raramente recompram possuem menor taxa de *market-to-book*, ou seja, o resultado da divisão do preço pelo patrimônio líquido da empresa, sugerindo que provavelmente estão subavaliadas. Já empresas que recompram frequentemente sinalizam que têm menor oscilação operacional e possuem maiores taxas de pagamento de dividendos.

Comment e Jarrel (1991) comparam em seu estudo o efeito da sinalização para o mercado de três formas de recompra de ações: recompra a preço fixo com prêmio (*fixed-price self-tender offer*), recompra a preço variável com prêmio (*Dutch-auction offer*) e recompra no mercado aberto (*Open-market share repurchases*),

constatando que a recompra que ocorre por meio de *self-tender offer* existe um retorno maior do que nas outras modalidades.

A recompra de ações funciona como sinalização negativa, quando o mercado interpreta que empresa está sem boas opções de investimento, ou quando a empresa anuncia um prêmio, no caso da modalidade de *self-tender offer*, com valor que exceda em demasia o valor de mercado das ações, sendo obrigada a honrar a compra com o preço divulgado, com isso destruindo valor do acionista (COMMENT e JARREL, 1991).

O fato de as empresas estarem subavaliadas pelo mercado evidencia também motivação para as empresas recomprarem suas próprias ações (DANN, 1981; VERMAELEN, 1981; COMMENT e JARRELL, 1991; STEPHENS e WEISBACH, 1998; IKENBERRY, 1995 e 2000).

Lakonishok e Vermaelen (1990) encontraram um retorno médio negativo no período de 40 meses antes do anúncio de recompra, sinalizando para o mercado que as firmas estão subavaliadas.

Ikenberry et al (2000) argumentam que no mercado canadense as empresas que recompraram ações 1 ano antes do anúncio apresentavam um retorno anormal negativo de -0,35% ao mês. Após o anúncio da recompra o retorno médio apresentado passou para 0,59% durante os 3 anos seguintes.

Em momentos de crise econômica nota-se o aumento na volatilidade do preço dos ativos negociados no mercado mobiliário. O Brasil nos últimos quinze anos tem atravessado alguns desses períodos, como por exemplo: a crise do México (1995) da Tailândia (1997), da Indonésia (1997), da Coreia (1997,8), das Filipinas (1998), da Rússia em (1998) e a atual crise Norte Americana deflagrada em 2008 e que começa a dar sinais de recuperação. Nessas ocasiões as ações tendem a estar

subavaliadas devido a fatores que excedem as fronteiras das firmas e, portanto, independentes da saúde financeira das mesmas, tornando-se uma boa opção de investimento. Evidencia-se também o aumento no número de anúncios de programas de recompra de ações, como forma de sinalizar para o mercado que as ações da empresa estão abaixo do valor considerado “justo”.

Na figura 1 conforme evidenciado por Galdi (2008), no período de 1994 a 2006 nota-se o aumento da volatilidade no índice Ibovespa em momentos de crise macroeconômica.

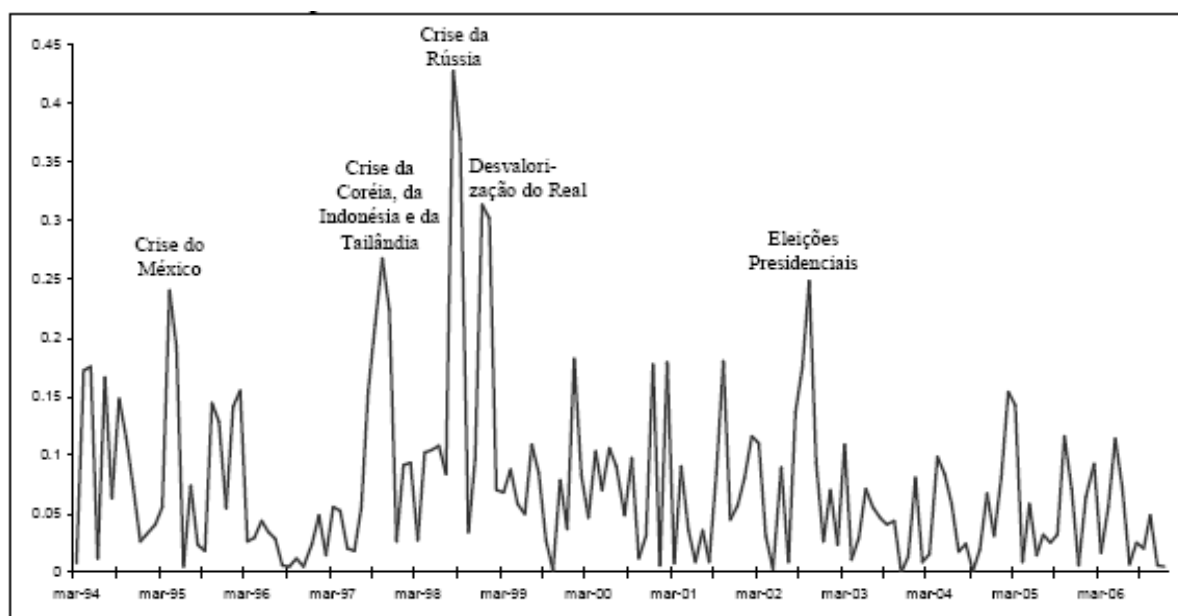


Figura 1. Crises Macroeconômicas e a volatilidade mensal do Ibovespa.
Fonte: Galdi (2008)

3 HIPÓTESES

De acordo com a revisão de literatura apresentada neste estudo, as empresas utilizam a recompra de ações como forma de diminuir a participação de capital próprio no mercado, com base na teoria do Ajuste na Estrutura de Capital essa motivação é testada pela inclusão da variável DÍVIDA/AT no modelo de regressão.

A recompra de ações é utilizada como ferramenta para diminuir o excesso de caixa disponível, baseada na teoria de Agência. Essa motivação é analisada pela inclusão da variável DISP/AT no modelo de regressão.

Em vários mercados do mundo a recompra de ações tem substituído o pagamento de dividendos como forma de remuneração ao acionista, devido principalmente ao fator fiscal, pois nesses mercados ao contrário do que ocorre no Brasil, a recompra não é tributada e o pagamento de dividendos sim. Com foco na teoria de Substituição dos dividendos utiliza-se para testar esta motivação a variável DID/AÇÃO.

Segundo a teoria da Sinalização a recompra de ações evidencia para o mercado que o valor da empresa está abaixo do seu valor real. Esta hipótese é verificada pela inclusão da variável PTB no modelo de regressão.

Diante dos argumentos expostos propõem-se as seguintes hipóteses:

- **H₀: A recompra de ações no mercado brasileiro não está relacionada às motivações explicadas pelas teorias de Ajuste na Estrutura de Capital, Agência, Substituição de Dividendos e Sinalização.**
- **H₁: A recompra de ações no mercado brasileiro está relacionada às motivações explicadas pelas teorias de Ajuste na Estrutura de Capital, Agência, Substituição de Dividendos e Sinalização.**

Em relação ao sinal esperado das motivações propostas neste estudo, no caso da Redução do fluxo de caixa disponível a expectativa é que tenha sinal positivo, pois empresas com alto índice de capital disponível estão mais propensas a recomprar suas próprias ações.

Já as motivações com sinal esperado negativo, como Ajuste na estrutura de capital, espera-se que quanto maior o índice de endividamento, menor a recompra. Em relação à Substituição ao pagamento de dividendos, empresas que distribuem mais dividendos recompram menos ações. Quanto à motivação, Subavaliação do valor das ações, empresas com papéis subavaliados no mercado estão mais sujeitas a recomprá-los.

	Sinal esperado	Sinal encontrado	Justificativa
Redução no fluxo de caixa disponível	+	+	Sinal de acordo com o esperado.
Ajuste na estrutura de capital	-	+	A recompra de ações não tem sido uma ferramenta utilizadas para o ajuste da estrutura de capital na amostra estudada.
Substituição ao pagamento de dividendos	-	+	No Brasil os dividendos não são tributados e os ganhos de capital sim.
Subavaliação do valor das ações	-	+	O PTB no Brasil em relação a outros mercados já é considerado baixo (GALDI, 2008).

Figura 2: Sinais esperados.
Fonte: Elaborada pelo autor.

4 METODOLOGIA

O estudo proposto trata-se de uma pesquisa positivista, realizada através da coleta de dados de todas as empresas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2008 por meio da base de dados Economatica sendo que, até o ano de 2007, os valores da variável dependente RECOMPRA foram obtidos na conta "aquisição de ações próprias" que faz parte do DOAR, demonstrativo que deixou de ser obrigatório a partir da lei 11.638/2007. A partir de 2008 as empresas passaram a informar a recompra através da conta de "redução de capital" que é parte do demonstrativo de fluxo de caixa. Como esta conta não é exclusiva para aquisição de ações próprias, foi necessário confirmar junto a Bovespa as firmas que possuíam programa de recompra de ações em aberto no período.

Os dados obtidos foram tratados no software estatístico Eviews 6.0, sendo coletadas as informações das demonstrações contábeis do último trimestre de cada ano fiscal, a pesquisa abrange todos os setores da economia, seguindo o critério de apenas uma ação por empresa, a mais líquida.

Pela característica dos dados estudados utilizou-se a técnica de regressão múltipla de dados em *Pooled*, segundo Wooldridge (2006):

A análise de um corte transversal agrupado é muito parecida com a de um corte transversal padrão, exceto pelo fato de que precisamos frequentemente, considerar diferenças periódicas das variáveis ao longo do tempo. De fato, além de aumentar o tamanho da amostra, a característica de uma análise de corte transversal agrupada é frequentemente, ver como uma relação fundamental mudou ao longo do tempo.

Na amostra estudada muitas vezes a variável dependente RECOMPRA assume valor zero. Por esse motivo e no intuito de comparar com os valores gerados no método *LS* (*Least Squares*), adotou-se em conjunto o método de regressão TOBIT também conhecido como modelo de regressão censurada.

Desenvolvido em 1958 pelo economista inglês James Tobin, em seu estudo ele analisou o total de gastos das famílias na compra de utensílios domésticos em função de sua renda. Na loja de departamentos onde o estudo foi realizado a mercadoria mais barata correspondia a 100 unidades monetárias, portanto sempre que as famílias estudadas poupavam um valor abaixo do mínimo para consumir, mesmo sendo diferente de zero, era estabelecido um valor igual à zero para esta observação. Em resposta a esse problema Tobin desenvolveu a seguinte fórmula:

$$Y_i^* = X_i' \beta + \epsilon_i$$

Onde se assume que os erros são independentes e normalmente distribuídos com média zero e variância constante, sendo ainda independentes de X_i . O vetor β significa os coeficientes das variáveis independentes a serem estimadas. Para as variáveis independentes X_i são observados todos os valores, mas para Y_i^* são considerados apenas os valores superiores a zero, sendo censurados os valores iguais ou inferiores a esse resultado.

Segundo Wooldridge (2006):

O modelo Tobit é uma resposta de solução de canto para variável dependente limitada. Este tipo de variável é zero para uma fração não desprezível da população, mas é aproximadamente distribuída de forma contínua ao longo de valores positivos.

Neste trabalho foi aplicado o teste de White para heteroscedasticidade. Adotou-se o critério de corte de *outliers* através da eliminação de 1% das extremidades de cada variável com o objetivo de homogeneizar a amostra e garantir que as premissas da regressão sejam satisfeitas, obtendo ao final uma amostra de 2.525 observações.

Assim, o modelo de regressão adotado será gerado da seguinte forma:

$$REC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DISP/AT_{i,t} + \beta_2 DÍVIDA/AT_{i,t} + \beta_3 DID/AÇÃO_{i,t} + \beta_4 PTB_{i,t} + \beta_5 LL/AT_{i,t} + \beta_6 ADR_{i,t} + \beta_7 OSC-IBRX_{i,t} + \beta_8 VOLUME/AT_{i,t} + \epsilon$$

Onde: **REC** é o montante pago pela recompra da ação da empresa i no período t ; **DISP/AT** é o disponível a curto prazo da empresa i no período t dividido pelo valor do seu ativo; **DÍVIDA/AT** é a dívida total líquida da empresa i no período t dividido pelo seu ativo; **DID/AÇÃO** é o valor de dividendos pago pela empresa i no período t dividido pelo número de ações; **PTB** (*price-to-book*) é o preço da ação i no período t dividido pelo valor patrimonial da empresa; **LL/AT** é o lucro líquido da empresa i no período t dividido pelo valor do seu ativo; **ADR** é uma variável *dummy* representando se a empresa i tem ou não ações listadas em bolsas norte americanas no período t , sendo 1 em caso positivo e 0 em caso negativo; **OSC-IBRX** é a oscilação do fechamento da ação i subtraindo a oscilação do IBRX no período t ; **VOLUME/AT** é o volume negociado da empresa i no período t dividido pelo valor do seu ativo; $\mathcal{E}_t$ é o termo do erro estocástico da regressão.

Outro teste realizado no modelo de regressão proposto, foi a mudança da variável dependente **REC** que é o montante pago pela recompra da empresa i no período t , agora sendo dividida pelo valor do seu ativo, passando a ser identificada como **REC/AT**. A divisão da variável dependente, assim como das demais variáveis pelo total do ativo, tem como objetivo a padronização dos resultados encontrados na amostra, evitando-se com isso o conhecido efeito escala.

Para testar a relação entre a recompra e as motivações destacadas no referencial teórico deste estudo, utilizou-se como *proxy* as seguintes variáveis: i) para **ajuste na estrutura de capital**, a variável **DÍVIDA/AT** que mede o grau de endividamento da firma; ii) para **redução no fluxo de caixa disponível**, a variável **DISP/AT** que mede a disponibilidade a curto prazo da empresa; iii) para **substituição ao pagamento de dividendos**, a variável **DID/AÇÃO** que representa o percentual pago de dividendo por ação e o último motivo analisado iv)

subavaliação do valor das ações, utilizou-se a variável **PTB** que representa o preço da ação no mercado dividido pelo seu valor patrimonial.

Algumas variáveis de controle foram utilizadas na amostra selecionada, que são: **LL/AT** é o lucro líquido da empresa *i* no período *t* dividido pelo seu ativo, com o objetivo de identificar a rentabilidade das empresas incluídas na amostra; **ADR** é uma variável *dummy* representando se a empresa *i* tem ou não ações listadas em bolsas norte americanas no período *t*, sendo 1 em caso positivo e 0 em caso negativo; **OSC-IBRX** é a oscilação do fechamento da ação *i* menos a oscilação do IBRX no período *t*, para identificar se a empresa apresenta retorno maior do que o oferecido pelo mercado, Galdi (2008) considera em seu trabalho que empresas com retornos anormais são aquelas com retorno obtido acima deste índice; **VOLUME/AT** é o volume negociado da empresa *i* no período *t* dividido pelo valor do seu ativo, como forma de análise da liquidez das empresas incluídas na amostra.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Em resposta ao problema de pesquisa levantado neste trabalho: **No mercado de ações brasileiro quais têm sido as motivações determinantes para as empresas recomprarem suas próprias ações?** Neste capítulo seguem os resultados encontrados nos testes empíricos realizados.

A Tabela 1 apresenta o resultado da estatística descritiva das variáveis utilizadas na amostra estudada, as variáveis REC, REC/AT, LL/AT, DISP/AT, DÍVIDA/AT e VOLUME/AT foram capturadas na base de dados com valores em moeda original e em milhões de reais. A variável PTB e DID/AÇÃO são apresentadas pela Economatica em valores unitários. A variável OSC-IBRX trata-se da diferença entre a oscilação percentual do fechamento da ação e a variação do IBRX a cada período.

Na Tabela 1 observa-se que principalmente as variáveis que são divididas pelo ativo da empresa, mostram valores médios homogêneos, o que indica que o objetivo de reduzir o efeito escala através desta divisão foi atingido. A maior distorção encontrada evidenciada por meio do desvio padrão fica por conta da variável *OSC-IBRX*.

Tabela 1- Estatística descritiva

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	n
RECOMPRA	1.120337	0.000000	92.61000	0.000000	6.582762	4451
REC/AT	0.000470	0.000000	0.026090	0.000000	0.002322	4433
DISP/AT	0.084204	0.038961	0.639144	0.000000	0.108053	4819
DÍVIDA/AT	0.185132	0.152268	3.251383	-0.634908	0.332782	4811
DID/AÇÃO	0.282118	0.000000	12.72000	0.000000	0.969443	6842
PTB	1.286098	0.760000	19.24000	-2.940000	1.866281	3578
LL/AT	-0.026426	0.015718	0.256641	-2.013395	0.205395	5228
ADR	0.009114	0.000000	1.000000	0.000000	0.095035	8778
OSC_IBRX	4.538324	-9.055000	595.5300	-177.2500	85.25653	4100
VOLUME/AT	0.081962	0.003337	1.889278	0.000000	0.219275	5253

Fonte: Elaborada pelo autor.

REC que é o montante pago pelas empresas que recompraram ações durante o período analisado;
REC/AT que é o montante pago pelas empresas que recompraram ações durante o período analisado, dividido pelo valor do seu ativo;
DISP/AT é o disponível a curto prazo da empresa i dividido pelo valor do seu ativo;
DÍVIDA/AT é a dívida total líquida da empresa i no período t dividida pelo seu ativo;
DID/AÇÃO é o valor de dividendos pago pela empresa i no período t dividido pelo número de ações.
PTB (*price-to-book*) é o preço da ação i no período t dividido pelo seu valor patrimonial ;
LL/AT é o lucro líquido da empresa dividido pelo valor do seu ativo;
ADR é uma variável *dummy* representando se a empresa i tem ou não ações listadas em bolsas norte americanas no período t , sendo 1 em caso positivo e 0 em caso negativo;
OSC-IBRX é a oscilação do fechamento da ação i menos a oscilação do IBRX no período t ;
VOLUME/AT é o volume negociado da empresa i no período t dividido pelo valor do seu ativo;

A Tabela 2 apresenta a Correlação Linear de Pearson ($\rho^{\wedge}$) entre variáveis estudadas. A correlação é considerada linear perfeita positiva quando $\rho^{\wedge} = 1$ e linear perfeita negativa quando $\rho^{\wedge} = -1$. Quando se tem $\rho^{\wedge} = 0$, a correlação é considerada nula. Na prática os resultados assumem valores diversos, por isso para auxiliar na interpretação adotam-se neste trabalho os seguintes parâmetros:

se $0,00 < \rho^{\wedge} < 0,30$, existe fraca correlação linear;

se $0,30 \leq \rho^{\wedge} < 0,60$, existe moderada correlação linear;

se $0,60 \leq \rho^{\wedge} < 1,00$, existe forte correlação linear.

Com exceção da correlação apresentada entre as variáveis $LL/AT = -0.474396$ e $DISP/AT = -0.403154$ ambas em relação à $DÍVIDA/AT$ e PTB em relação a $VOLUME/AT = 0,306092$, fica evidenciado uma fraca correlação entre as demais variáveis devido à maioria dos resultados estarem entre 0 e 0,30, o que aumenta a robustez dos resultados encontrados na regressão. Nota-se também a correlação negativa entre a variável explicativa $DÍVIDA/AT$ e a variável explicada $RECOMPRA$, estando de acordo com o sinal esperado pois, conforme a teoria, empresas menos endividadas estão mais sujeitas a recompra de ações como forma de buscar o equilíbrio na estrutura de capital.

Tabela 2- Matriz de correlação - Variável dependente RECOMPRA

	REC	DISP/AT	DÍVIDA/AT	DID/ACÃO	PTB	LL/AT	ADR	OSC_IBRX	VOLUME/AT
REC	1.000000								
DISP/AT	0.067525	1.000000							
DÍVIDA/AT	-0.031794	-0.403154	1.000000						
DID/ACÃO	0.080098	0.064280	-0.119079	1.000000					
PTB	0.092546	0.165426	-0.044453	0.084139	1.000000				
LL/AT	0.069579	0.257649	-0.474396	0.161360	0.192741	1.000000			
ADR	-0.011880	0.043139	-0.002512	0.002466	0.070033	0.034284	1.000000		
OSC_IBRX	-0.003388	0.017589	-0.007172	0.019792	0.147707	0.130803	0.039256	1.000000	
VOLUME/AT	0.127497	0.190714	-0.072543	0.060106	0.306092	0.117449	0.130045	0.008084	1.000000

Fonte: elaborada pelo autor.

REC que é o montante pago pelas empresas que recompraram ações durante o período analisado;

LL/AT é o lucro líquido da empresa dividido pelo valor do seu ativo;

DISP/AT é o disponível a curto prazo da empresa i dividido pelo valor do seu ativo;

PTB (*price-to-book*) é o preço da ação i no período t dividido pelo seu valor patrimonial ;

DÍVIDA/AT é a dívida total líquida da empresa i no período t dividido pelo seu ativo;

ADR é uma variável *dummy* representando se a empresa i tem ou não ações listadas em bolsas norte americanas no período t, sendo 1 em caso positivo e 0 em caso negativo;

OSC-IBRX é a oscilação do fechamento da ação i menos a oscilação do IBRX no período t;

VOL/AT é o volume negociado da empresa i no período t dividido pelo valor do seu ativo;

DID/ACÃO é o valor de dividendos pago pela empresa i no período t dividido pelo número de ações.

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis analisadas, sendo que a variável RECOMPRA é dividida pelo valor do ativo da empresa. Assim como na tabela anterior com exceção de LL/AT= -0.473686 e DISP/AT= -0.397036 ambas em relação à DÍVIDA/AT e PTB em relação a VOLUME/AT= 0,314410, também fica evidenciado nesta tabela uma fraca correlação entre as demais variáveis explicativas, devido à maioria dos resultados estarem 0 e 0,30, o que aumenta a robustez dos resultados encontrados na regressão.

Tabela 3- Matriz de correlação para todas as variáveis da amostra - Variável dependente RECOMPRA/ATIVO

	REC/AT	DISP/AT	DÍVIDA/AT	DID/ACÃO	PTB	LL/AT	ADR	OSC_IBRX	VOLUME/AT
REC/AT	1.000000								
DISP/AT	0.076448	1.000000							
DÍVIDA/AT	-0.042666	-0.397036	1.000000						
DID/ACÃO	0.039247	0.060791	-0.115095	1.000000					
PTB	0.072764	0.165016	-0.050024	0.080216	1.000000				
LL/AT	0.081587	0.255579	-0.473686	0.159237	0.197823	1.000000			
ADR	-0.018307	0.043800	-0.002822	0.001692	0.071534	0.034533	1.000000		
OSC_IBRX	0.037837	0.017111	-0.009817	0.017819	0.149443	0.131068	0.039252	1.000000	
VOLUME/AT	0.091568	0.180646	-0.056748	0.062970	0.314410	0.117654	0.130700	0.008983	1.000000

REC/AT que é o montante pago pelas empresas que recompraram ações durante o período analisado, dividido pelo valor do seu ativo;

Nesta pesquisa para efeito de análise considera-se um índice de significância estatística das variáveis de 5%.

Tabela 4- Regressão com dados em Pooled - LS

Painel A				Painel B		
Variável dependente: REC				Variável dependente: REC/AT		
	Sinal Esperado	Coefficiente (Erro Padrão)	Estatística t	Sinal Esperado	Coefficiente (Erro Padrão)	Estatística t
Intercepto		0.4561 (0.2303)	1.9808**		0.0003 (8.71E-05)	3.8670*
DISP/AT	+	2.471019 (1.6148)	1.5302	+	0.0012 (0.0006)	1.8607***
DÍVIDA/AT	-	0.4654 (0.4739)	0.9820	-	9.32E-05 (0.0001)	0.6576
DID/AÇÃO	-	0.4381 (0.2291)	1.9118**	-	5.16E-05 (5.29E-05)	0.9760
PTB	-	0.2149 (0.1079)	1.9919**	-	4.71E-05 (4.82E-05)	0.9780
LL/AT	+	2.0370 (0.7157)	2.8463*	+	0.0009 (0.0002)	3.2655*
ADR	?	-1.9785 (0.6202)	-3.1905*	?	-0.0007 (0.0002)	-4.1617*
OSC-IBRX	?	-0.0015 (0.0013)	-1.1743	?	8.21E-07 (6.54E-07)	1.2540
VOLUME/AT	+	3.1057 (0.9397)	3.3050*	+	0.0007 (0.0003)	2.0020**
R ² Ajust		0.0277			0.0142	
Valor F		6.0211			8.9553	
N		2525			2525	

Fonte: elaborada pelo autor.

A tabela 4 apresenta resultado das regressões de POLS (*pooled ordinary least squares*) de todas as empresas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2008 que recompraram suas próprias ações. O painel A apresenta regressão para explicação da variável **REC** que é o montante pago pelas empresas que recompraram ações durante o período analisado e o painel B apresenta regressão para explicação da variável **REC/AT** que é o montante pago pelas empresas que recompraram ações durante o período analisado, dividido pelo valor do seu ativo. Como variáveis explicativas foram utilizadas na amostra selecionada: **DISP/AT** é o disponível a curto prazo da empresa *i* dividido pelo valor do seu ativo; **DÍVIDA/AT** é a dívida total líquida da empresa *i* no período *t* dividido pelo seu ativo com o objetivo de identificar o índice de endividamento da empresa; **DID/AÇÃO** é o valor de dividendos pago pela empresa *i* no período *t* dividido pelo número de ações; **PTB** (*price-to-book*) é o preço da ação *i* no período *t* dividido pelo seu valor patrimonial; **LL/AT** é o lucro líquido da empresa dividido pelo valor do seu ativo; **ADR** é uma variável *dummy* representando se a empresa *i* tem ou não ações listadas em bolsas norte americanas no período *t*, sendo 1 em caso positivo e 0 em caso negativo; **OSC-IBRX** é a oscilação do fechamento da ação *i* menos a oscilação do IBRX no período *t* para identificar se a empresa apresenta retorno maior do que o oferecido pelo mercado; **VOLUME/AT** é o volume negociado da empresa *i* no período *t* dividido pelo valor do seu ativo.

* representa significância de 1%, ** representa significância de 5%, ***representa significância de 10%.

Como resultado apresentado na Tabela 5, Paineis A e B, das quatro variáveis utilizadas como *proxy* para testar as motivações para recompra de ações, apenas a variável DISP/AT tem relação estatisticamente significativa com a variável dependente REC/AT, das variáveis utilizadas como controle que demonstram significância estatística temos: LL/AT, evidenciando que as empresas que apresentam índice de lucratividade positivo estão mais sujeitas a recompra e VOLUME/AT evidenciando que empresas com maior liquidez recompram seus papéis.

Tabela 5- Regressão com dados em Pooled -TOBIT

	Painel A			Painel B		
	Variável dependente: REC			Variável dependente: REC/AT		
	Sinal Esperado	Coefficiente (Erro Padrão)	Estatística z	Sinal Esperado	Coefficiente (Erro Padrão)	Estatística z
Intercepto		-41.4691 (3.4748)	-11.9342*		-0.0149 (0.0011)	-12.8548*
DISP/AT	+	36.8189 (8.4653)	4.3494*	+	0.0130 (0.0034)	3.8397*
DÍVIDA/AT	-	4.2117 (4.1981)	1.0032	-	0.0013 (0.0014)	0.8831
DID/AÇÃO	-	1.2266 (0.8711)	1.4080	-	0.0003 (0.0002)	1.3035
PTB	-	0.5832 (0.5128)	1.1374	-	0.0001 (0.0002)	0.6500
LL/AT	+	49.8093 (10.8925)	4.5728*	+	0.0185 (0.0035)	5.2789*
ADR	?	-5.9248 (7.2028)	-0.8226	?	-0.0024 (0.0026)	-0.9115
OSC-IBRX	?	-0.0126 (0.0112)	-1.1291	?	-5.22E-07 (4.19E-06)	-0.1245
VOLUME/AT	+	7.8527 (3.5031)	2,2416**	+	0.0023 (0.0014)	1.6561***
Obs		2201			2201	
censurada a esquerda						
Não censurada		324			324	
N		2525			2525	

Fonte: Elaborada pelo autor.

A tabela 5 apresenta resultado das regressões de TOBIT de todas as empresas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2008 que recompraram suas próprias ações. O painel A apresenta regressão para explicação da variável **REC** que é o montante pago pelas empresas que recompraram ações durante o período analisado e o painel B apresenta regressão para explicação da variável **REC/AT** que é o montante pago pelas empresas que recompraram ações durante o período analisado, dividido pelo valor do seu ativo. Como variáveis explicativas foram utilizadas na amostra selecionada: **DISP/AT** é o disponível a curto prazo da empresa *i* dividido pelo valor do seu ativo; **DÍVIDA/AT** é a dívida total líquida da empresa *i* no período *t* dividido pelo seu ativo com o objetivo de identificar o índice de endividamento da empresa; **DID/AÇÃO** é o valor de dividendos pago pela empresa *i* no período *t* dividido pelo número de ações; **PTB** (*price-to-book*) é o preço da ação *i* no período *t* dividido pelo seu valor patrimonial; **LL/AT** é o lucro líquido da empresa dividido pelo valor do seu ativo; **ADR** é uma variável *dummy* representando se a empresa *i* tem ou não ações listadas em bolsas norte americanas no período *t*, sendo 1 em caso positivo e 0 em caso negativo; **OSC-IBRX** é a oscilação do fechamento da ação *i* menos a oscilação do IBRX no período *t* para identificar se a empresa apresenta retorno maior do que o oferecido pelo mercado; **VOLUME/AT** é o volume negociado da empresa *i* no período *t* dividido pelo valor do seu ativo.

* representa significância de 1%, ** representa significância de 5%, ***representa significância de 10%.

Na tabela 5, Painel B, apenas a variável DISP/AT utilizada como *proxy* para testar a redução do fluxo de caixa disponível, assim como no Painel A, apresenta significância estatística. Dentre as variáveis de controle, os resultados também são os mesmos encontrados no painel A, ou seja, são estatisticamente significantes as variáveis: LL/AT evidenciando que as empresas que apresentam índice de lucratividade positivo estão sujeitas a recompra e VOLUME/AT demonstrando que empresas com maior liquidez recompram ações.

6 CONCLUSÃO

Este trabalho investigou a relação entre os indicadores financeiros e a recompra de ações no mercado brasileiro. A amostra utilizada foi coletada na base de dados Economatica e abrange todas as empresas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2008.

Com base na teoria de Ajuste da estrutura do capital, teoria de Agência, teoria da Substituição dos dividendos e teoria da Sinalização, são investigadas respectivamente quatro motivações para recompra de ações: i) o interesse das empresas em ajustar a estrutura de capital; ii) redução do fluxo de caixa disponível; iii) substituição do pagamento de dividendos e iv) subavaliação do valor da empresa no mercado.

Para analisar a relação proposta entre a RECOMPRA e suas motivações no mercado brasileiro, foram realizados testes por meio de estatística descritiva, análise de correlação entre as variáveis e regressão múltipla. Devido às características dos dados obtidos na amostra estudada, adotou-se o modelo de regressão em *Pooled* por meio dos métodos LS (*Least Squares*) e TOBIT.

Em um segundo momento deste trabalho a variável dependente RECOMPRA foi dividida pelo valor do ativo da empresa, no intuito de reduzir o efeito escala, sendo aplicados os mesmos testes mencionados acima.

A relação estatisticamente significativa obtida com a variável dependente RECOMPRA por meio do método LS, está presente nas motivações relativas a Substituição do pagamento de dividendos e Subavaliação do valor da empresa. Comparativamente aplicando-se o método TOBIT, a relação estatisticamente significativa encontrada passa a ser apenas a Redução do fluxo de caixa disponível.

Agora considerando a variável dependente RECOMPRA dividida pelo valor do ATIVO da empresa, no método LS nenhuma das motivações se confirma estatisticamente, no método TOBIT a única motivação que permanece estatisticamente significativa é a Redução do fluxo de caixa disponível.

Diante dos resultados encontrados, quando analisada a relação entre a recompra de ações e as motivações propostas, a relação esperada se confirma parcialmente no mercado brasileiro.

No modelo TOBIT em ambos os casos (RECOMPRA e RECOMPRA/ATIVO) a confirmação da significância da motivação da Redução do fluxo de caixa disponível nos leva a afirmar, com base na teoria de Agência, que empresas com disponibilidade de caixa recompram ações na intenção de minimizar o conflito existente entre principal e o agente.

Na regressão realizada pelo método LS pode-se verificar que a significância estatística está presente nas motivações baseadas na teoria de Substituição de dividendos, mesmo com o sinal diferente do esperado, e na teoria da Sinalização, o que demonstra que recompra de ações no Brasil é utilizada como forma de redução da assimetria informacional, pois ao recomprar seus papéis as firmas sinalizam para o mercado a que eles estão subavaliados, o que implica na possibilidade de ganhos futuros.

Este estudo traz como sugestão para trabalhos futuros a realização de testes com outras variáveis que tentem explicar a recompra de ações. Outro aspecto que poderia ser explorado seria a inclusão de uma variável *Dummy* para verificar se em períodos de crises econômicas os resultados permanecem inalterados.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A. The market form “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p.488-500, ago.1970.

ASQUITH, P. e D. MULLINS, Equity issues and offering dilution. **Journal of Financial Economics**, 15, 61-89. 1986

BENS, Daniel A.; WONG, M. H. Franco. **What drives companies to repurchase their stock?** disponível em:
<<http://www.chicagogsb.edu/capideas/oct04/repurchase.html>> Acesso em: 18/10/2008.

BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand' fallacy. **Bell Journal of Economics**, 10, 259-270, 1979.

BRASIL 1965. **Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965**. Disponível em:
< <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L4728.htm>> Acesso em: 21/07/2008.

_____. 1976. **Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976**. Disponível em:
< http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm> Acesso em: 21/07/2008.

_____. 1976. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em:
<<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6404consol.htm>> Acesso em: 21/07/2008.

_____. 1988. **Lei nº 7.713 de 22 de dezembro de 1988**. Disponível em:
< http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/Leis/L7713.htm > Acesso em: 21/07/2008.

_____. 1991. **Lei nº 8.383 de 30 de dezembro de 1991**. Disponível em:
< http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8383.htm> Acesso em: 21/07/2008.

_____. 2001. **Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001**. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil/Leis/LEIS_2001/L10303.htm> Acesso em: 21/07/2008.

_____. 2007. **Lei nº 11.638 de 28 de dezembro de 2007**. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm> Acesso em: 21/07/2008.

_____. 1980. **Instrução CVM Nº 10, de 14 de fevereiro de 1980**. Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst010.htm>> Acesso em: 22/07/2008.

_____. 1989. **Instrução CVM Nº 100, de 13 de junho de 1989**. Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst100.htm>> Acesso em: 22/07/2008.

_____. 1990. **Instrução CVM Nº 111, de janeiro de 1990**. Disponível em :

<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst111.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 1995. **Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995.** Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst229.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 1997. **Instrução CVM nº 268, de 13 de novembro de 1997.** Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst268.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 1999. **Texto integral da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 345/00.** Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst299.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 2000. **Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000.** Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst345.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 2002. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.** Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst358.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 2002. **Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002.** Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst361.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 2002. **Instrução CVM nº 369, de 11 de 06 de 2002.** Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst369.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 2003. **Instrução CVM nº 390, de 8 de julho de 2003.** Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst390.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 2006. **Instrução CVM nº 436, de 22 de março de 2006.** disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst436.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

_____. 2007. **Instrução CVM nº 449, de 22 de março de 2007.** Disponível em :
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?Tipo=I&File=/inst/inst449.htm>>
Acesso em: 22/07/2008.

BRENNAN, Michael J. e THAKOR, Anjan V. Shareholder Preferences And Dividend Policy. **The Journal of Finance**, Vol. Xlv, No. 4, September, 1990.

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

COPELAND, T. E. e WESTON, J. F. **Financial Theory and corporate policy**. 3 ed. Eddison Wesle,. Reading, Chapters 19 and 20, 1992.

DANN, L. Y. Common stock repurchases – an analysis of returns to bondholders and stockholders. **Journal of Financial Economics**, n. 9, p.113-138, 1981.

DITTMAR, Amy K. Why do firms repurchase stock? **The Journal of Busines**, v. 73 nº 3. jul. p.331-355. 2000.

DIELMAN, Terry; TIMOTHY J. Nantell; WRIGHT, Roger L. Price effects of stock repurchasing: a randon coefficient regression approach. **The Journal of Finance and Quantitative Analysis**, v. 15, n. 1, p.175-189, mar. 1980.

D`MELLO, R.M; SHROFF, Pervin K. Equity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: an empirical investigation. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 5, p.2399-2424, oct. 2000.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: Conference on Research on Business Finance. New York: **National Bureau of Economic Research**, 1952.

FAMA, E.F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, 25, p. 383-417, 1970.

GABRIELLI, Márcio F.; SAITO, Richard. **Recompra de ações no Brasil: regulamentação e impactos sobre minoritários**. In: Encontro da associação nacional de programas de pós-graduação em administração, 27, 2003, Atibaia. Anais...São Paulo: ANPAD, 2003.

GALDI, Fernando C. **Estratégia de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?**, 2008. Tese de doutorado – (Doutorado em Ciências Contábeis). Orientador: Prof. Dr. Alexandro Broedel Lopes, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

GORDON, André. **Recompra de ações: uma abordagem empírica**. 2002. FGV - Programa de pós-graduação. Orientador: Prof. Dr. Marco Antonio Bonomo. Dissertação (Mestrado em Economia). Disponível em: <www1.capes.gov.br/estudos/dados/2001/31011012/028/2001_028_31011012002P2_Teses.pdf>.

GORDON, M. J. Optimal investiment and financing policy. **The Jounal of Finance**. v 18, n. 2,p. 264-272, mai. 1963.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Financial markets and corporate strategy**. 2.ed. New York: McGraw-Hill, 2002.

GRULLON, G.; MICHAELY, R. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. **Journal of Finance**, v. 57, n. 4, 2002.

HAQUE, M; HASSAN; M.K; VARELA, O. Stability, volatility, risk premium and predictability in Latin American emerging stock markets. **Quarterly Journal of Business and Economics**, 40, p.23-44, 2001.

HOWE, K.M.; HE J. e KAO G. W. One-time cash flow announcements and free cash-flow theory: share repurchases and special dividends. **The Journal of Finance**, v.47, nº 5, Dez. p. 1963-1975, 1992.

HO, Li-Chin Jenifer; LIU, Chao-Shin; RAMANAN, Ramachandran. Open-market stock repurchase announcements and revaluation of prior accounting information. **The Accounting Review**, v. 72 nº 3. Jul. p.475-487. 1997.

IKENBERRY, D. et al. Market underreaction to open market share repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 2/3, p. 181-208, 1995.

IKENBERRY, D. et al. Stock repurchases in Canada: performance and strategic trading. **Journal of Finance**, v. 55, n. 5, p. 2373-2397, 2000.

JAGANNATHAN, M. et al. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**, n.57, p.355-384, 2000.

JAGANNATHAN, M. e STEPHENS, C. **Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs**. Working in paper, Binghamton University - State University of New York, May 21, 2001, disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=281569>. Acesso em: 17/11/2008.

JENSEN, M. C; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n.4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover, **American Economic Review**. 76, 323-329, 1986.

KAREMERA, D.; OJAH K.; COLE, J. A. Random walks and market efficiency tests: evidence from emerging equity markets. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 13, p171-188, 1999.

LAKONISHOK, Josef; VERMAELEN, Theo. Anomalous price behavior around repurchase tender offers. **The Journal of Finance**, n. 45, p.455-477, jun. 1990.

LAMBA, Asjeet S., RAMSAY, Ian. **Share Buy-backs: An Empirical Investigation**. Maio, 2000, disponível em:< <http://ssrn.com/abstract=227930> > Acesso em: 15/12/2008.

LASFER, M. A. The Market Valuation of Share Repurchases in Europe. **Working Paper, City University Business School** (UK), 2002.

LELAND, H. and D. Pyle. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **Journal of Finance**, 32, 371-387, 1977.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review Economics and Statistics**. v. 44, n. 3, p. 243-269, ago. 1962.

LOPES, A. B.; GALDI, F.C. Financial statement analysis generate abnormal returns under adverse conditions? In: **Annual Meeting of the American Accounting Association**. Chicago, Illinois. 2007.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. **The American Economic Review**. v. XLVIII, n. 3, p. 261-297, jun. 1958.

_____. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." **Journal of Business**. October 1961.

_____. Corporate Income taxes and the cost of capital: a correction . **The American Economic Review**. jun. 1963.

MOHANRAN S. Separating winners from losers among low book-to-market stocks using financial statement analysis. **Review of Accounting Studies** 10, 9 133-170, 2005.

MOREIRA, Luis Fernando. **A Recompra de ações na BOVESPA**.. Dissertação (Mestrado em Administração). Programa de pós-graduação em Administração UFRGS. Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy, 2000.

NOSSA, Silvania Neris. **A recompra de ações e a análise fundamentalista: um estudo empírico na Bovespa no período de 1994 a 2006**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2007.

PIOTROSKI, J.D. Discussion of Separating Winners from losers among low book-to-market stocks using financial statement analysis. **Review of Accounting Studies** 10, 9 171-184, 2005.

PORTER, G. E; ROENFELDT, R. L; SICHERMAN, N. W. The value of open market repurchases of closed-end fund shares. **The Journal of Business**. v. 72, n. 2, p. 257-276, 1999.

RATNER, M; LEAL, R. P. C. Tests of Technical Trading Strategies in the Emerging Equity Markets of Latin America and Asia. **Journal of Banking and Finance**, 23, p 1887-1905, 1999.

ROSS, S. The determination of financial structure: The incentive signalling approach. **Bell Journal of Economics**, 8, 23-40, 1977.

STEWART JR, Samuel S. Should a corporation repurchases its own stock? **The Journal of Finance**, v. 31, n. 3, p.911-921, Jun. 1976.

SPENCE, A. M.. Job market signaling. **Quarterly Journal of Economics**. v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973.

STEPHENS, Clifford P.; WEISBACH, Michael S. Actual share reacquisitions in open market repurchase programs. **The Journal of Finance**, v. 53 nº 1. Fev.. p.313-334, 1998.

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

_____. Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.19, p. 163-181, jun. 1984.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.