

A sub-reação a recompras de ações no mercado aberto^{*,**}

F. Henrique Castro¹

 <https://orcid.org/0000-0001-7456-2354>

E-mail: hcastro@usp.br

Claudia Yoshinaga^{2,3}

 <https://orcid.org/0000-0002-7756-6083>

E-mail: claudia.yoshinaga@fgv.br

¹ Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária, São Paulo, SP, Brasil

² Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, Departamento de Administração, São Paulo, SP, Brasil

³ Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Departamento de Administração, São Paulo, SP, Brasil

Recebido em 31.07.2017 – Desk aceite em 29.09.2017 – 3ª versão aprovada em 01.02.2018 – Ahead of print em 11.09.2018
Editor Associado *Ad-Hoc*: Wesley Mendes-da-Silva

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar o desempenho de longo prazo de uma estratégia de investimento subsequente aos anúncios de programas de recompra de ações ocorridos no mercado brasileiro entre 2003 e 2014. Recomprar ações de emissão da própria empresa é um dos mecanismos utilizados para distribuir caixa aos acionistas. Dentre os motivos que podem explicar o interesse de uma empresa em readquirir suas próprias ações estão ajustar sua estrutura de capital, reduzir o excesso de caixa, como forma alternativa ao pagamento de dividendo ou como sinalização ao mercado, a fim de reduzir a assimetria de informação entre empresa e investidores. Sendo a hipótese de sinalização de desvalorização verdadeira, investir nas ações de empresas que fazem anúncios de recompra gera retornos anormais de longo prazo. A pesquisa fornece evidências de que os anúncios de programas de recompra de ações no mercado aberto sinalizam que o preço da ação da empresa anunciante está subavaliado, sendo possível obter retornos anormais com essa estratégia de investimento. Ao mesmo tempo, os resultados são inconsistentes com a hipótese de eficiência de mercado na forma semiforte, que diz que não é possível obter retornos anormais a partir de informação publicamente disponível. Os retornos anormais foram estimados por *capital asset pricing model* (CAPM) e pelo modelo de três fatores de Fama e French. Adicionalmente, estimamos os resultados subdividindo a amostra entre empresas de valor e de crescimento. Carteiras formadas por empresas que anunciaram programas de recompra apresentaram retornos anormais anuais de 5,4 a 7,9% para um horizonte de investimento de até três anos após o anúncio. Os retornos anormais das empresas de valor (mais suscetíveis a recomprar ações devido à subavaliação) são de até 11,5% ao ano.

Palavras-chave: recompra de ações, retornos anormais, informação, *underreaction*, retornos de longo prazo.

Endereço para correspondência

F. Henrique Castro

Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária
Avenida Professor Luciano Gualberto, 908, Prédio FEA-3, Sala 243 – CEP: 05508-010
Cidade Universitária – São Paulo – SP – Brasil

* Trabalho apresentado no 13º Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, julho de 2013.

** Os autores agradecem o apoio financeiro da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP), do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e do GV Pesquisa da Fundação Getúlio Vargas ao projeto que originou esta pesquisa. Agradecem, também, aos revisores anônimos da *Revista Contabilidade & Finanças* e a Lucas Barros, Ariovaldo dos Santos, Paulo Terra, Orlando Vilar, Fábio Frezatti e participantes do 13º Encontro Brasileiro de Finanças, do Fórum de Pesquisa do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (PPGCC/FEA-USP) e do Seminário de Pesquisa em Finanças da Escola de Administração de Empresas de São Paulo-Fundação Getúlio Vargas (EAESP-FGV), pelas contribuições para o aperfeiçoamento do trabalho.



1. INTRODUÇÃO

Uma empresa pode distribuir caixa para seus acionistas ao pagar dividendos ou recomprar parte de suas ações em circulação. Na recompra de ações, empresas decidem usar recursos do seu caixa para adquirir suas próprias ações no mercado. Programas de recompra de ações são permitidos no Brasil desde 1976, com as leis n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (1976), e n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). Mas foi com o avanço do tempo, a popularização do mercado de capitais e a publicação da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 299 (1999) que tais programas de recompra começaram a chamar mais atenção no que diz respeito à quantidade de eventos anunciados e ao montante transacionado.

No Brasil, dois métodos de recompra de ações são praticados. O primeiro é a oferta pública de aquisições de ações (OPA), no qual a administração define o número de ações que pretende recomprar, a data de expiração da oferta e o preço que pretende pagar. É o método utilizado, dentre outras razões, para cancelamento do registro de companhia aberta, aquisição ou alienação do controle. O segundo método, o qual é tema de estudo desta pesquisa, consiste na recompra de ações da própria companhia no mercado aberto. Nesse método, a empresa recompra suas ações no mercado, como qualquer investidor, e está sujeita a algumas restrições legais quanto ao volume total para recompra, por exemplo.

Diversos são os motivos que podem explicar o interesse de uma empresa em readquirir suas próprias ações: (i) o desejo de ajustar a estrutura de capital da empresa (Hovakimian, Opler & Titman, 2001); (ii) a necessidade de reduzir o excesso de caixa (Jensen, 1986); (iii) como forma alternativa ao pagamento de dividendo (Grullon & Michaely, 2002); ou (iv) como sinalização ao mercado a fim de reduzir a assimetria de informação entre a empresa e seus investidores (Vermaelen, 1981).

O mercado tende a considerar o anúncio da recompra de ações da própria companhia um sinal de que os administradores acreditam que elas estão subavaliadas ou que pelo menos não estão superavaliadas (Vermaelen, 1981). Se os investidores acreditarem que os administradores são mais bem informados quanto ao futuro de suas empresas e que agem no melhor interesse de seus acionistas, haverá reação favorável por parte do mercado ao anúncio de um plano de recompra e o novo preço da ação deverá refletir o valor verdadeiro da informação nova.

Dependendo da interpretação que os investidores têm do evento causado pelo anúncio do plano de recompra,

os preços das ações irão ajustar-se para cima ou para baixo. Em mercados financeiros eficientes, os preços das ações das empresas refletem o consenso geral sobre todas as informações disponíveis a respeito da economia, dos mercados financeiros e da própria empresa, incorporando essas informações aos preços. Portanto, se a interpretação dada ao programa de recompra de ações for a de que as ações estão valendo menos do que deveriam, elas tenderão a subir de preço. Desse modo, se esse novo preço de equilíbrio for atualizado de maneira não enviesada, não haveria transferência de riqueza entre os acionistas de longo prazo e aqueles que venderam suas ações de volta para a companhia.

Uma pergunta pertinente é se o mercado incorpora corretamente aos preços a nova informação oferecida pela empresa ao anunciar um programa de recompra de ações. Se o mercado assim o fizer, deveremos observar que os preços após o anúncio são não enviesados e que a rentabilidade a ser alcançada no longo prazo não estará acima da rentabilidade esperada para o nível de risco da empresa. Caso contrário, se os administradores estiverem certos ao tomar a decisão de recompra, as ações dessas empresas serão um ótimo investimento para os acionistas de longo prazo. Essa indagação é a principal motivação desta pesquisa.

A literatura internacional sobre recompra de ações tem diferentes abordagens. A primeira delas investiga as razões que levam as empresas a realizar programas de recompra (Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2005; Chan, Ikenberry & Lee, 2004; Dittmar, 2000). A segunda é composta de pesquisas que exploram que tipo de mudança, em termos operacionais e financeiros, ocorre após os anúncios (Bartov, 1991; Grullon & Michaely, 2004; Lie, 2005). Há também estudos que testam a rentabilidade de estratégias de investimento baseadas em anúncios ou recompras efetivas (Dittmar & Field, 2015; Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 1995, 2000; Ishikawa & Takahashi, 2011; Yook, 2010). Este artigo está alinhado com essa última vertente.

Os resultados das pesquisas empíricas realizadas no Brasil sobre anúncios de programas de recompra de ações mostram que, na maior parte dos testes realizados, há retornos anormais positivos nos dias seguintes à data do anúncio (Gabrielli & Saito, 2004; Lima, Gratz, Silva & Carvalho, 2012; Moreira, 2000). Todavia, as pesquisas realizadas com dados do mercado brasileiro analisaram os programas de recompra de ações sob a perspectiva do curto prazo. Esta pesquisa analisou o tema sob a ótica

de longo prazo e encontrou que carteiras formadas por ações de empresas que fizeram anúncios de recompra de suas próprias ações apresentaram retornos anormais anuais entre 5,4 e 7,9% para horizontes de investimento, numa estratégia do tipo *calendar-time* de um a três anos. Essas mesmas carteiras, no ano anterior aos anúncios dos programas de recompra, não apresentaram retornos anormais estatisticamente diferentes de 0, indicando que os retornos anormais positivos só ocorreram após os anúncios. Esses resultados estão em linha com Ikenberry et al. (1995), que encontraram retornos anormais anuais de 4% usando estratégia semelhante de formação de carteiras, com dados de anúncios de empresas no mercado estadunidense. Ikenberry et al. (2000), usando dados canadenses, encontram retornos anormais anuais da ordem de 7,3 a 8,7%.

Empresas do tipo valor têm mais chances de apresentar ações subavaliadas (Dittmar, 2000; Zhang, 2005). Portanto, essas empresas seriam as mais propensas a apresentar desempenho superior no longo prazo. Ao separarmos as empresas em dois grupos, valor e crescimento, encontramos evidências favoráveis a esse argumento. Zhang (2005) encontra que uma carteira de empresas no mercado de Hong Kong do tipo valor, que efetivamente recompra

suas próprias ações, gera retornos anormais positivos ao comparar com uma carteira de empresas semelhantes em termos de tamanho e índice *book-to-market*, mas que não fizeram recompras. Também comparamos os retornos anormais das empresas valor e crescimento contra carteiras de controle para cada um desses dois grupos e encontramos que os retornos anormais das empresas do tipo valor são significativamente mais altos que da sua amostra de controle. O mesmo resultado não foi encontrado para empresas do tipo crescimento.

Esta pesquisa é o primeiro estudo que mede os retornos anormais de longo prazo de uma estratégia de investimento com empresas que anunciaram programas de recompra de suas ações no mercado brasileiro. Pretendemos preencher uma lacuna ao investigar se os administradores das empresas listadas no Brasil, que tomaram a decisão de anunciar programas de recompra de ações, estavam sinalizando ao mercado a subavaliação de suas ações. O restante desta pesquisa está organizado da seguinte maneira: a Seção 2 apresenta um panorama das recompras de ações no Brasil, a Seção 3 descreve a metodologia empregada nesta pesquisa, a Seção 4 apresenta e discute os resultados encontrados e a Seção 5 conclui o artigo.

2. RECOMPRA DE AÇÕES NO BRASIL

2.1 Tipos de Recompra de Ações

No Brasil, existem dois métodos para recompra de ação: a oferta pública de aquisição de ações (OPA) e as recompras de ações no mercado aberto. A OPA também recebe o nome de oferta a preço fixo (*fixed-price tender offer*). É uma operação em que a administração estabelece a quantidade de ações que pretende recomprar, a data de vencimento e o preço da oferta, que geralmente apresenta um prêmio em relação ao preço corrente de mercado. Esse instrumento é usado de forma obrigatória em caso de cancelamento de registro de companhia aberta (fechamento de capital), aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta ou alienação de controle. É também usado de forma voluntária em caso de aquisição de ações de emissão de outra companhia aberta ou para aquisição de seu controle. A OPA também pode ser do tipo concorrente, formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentadas para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso. A OPA deverá conter, obrigatoriamente, a elaboração de um laudo de avaliação.

O segundo método, a recompra de ações no mercado aberto (*open market share repurchase*), é objeto desta pesquisa. É uma operação em que a empresa recompra suas próprias ações do mercado acionário, como faria qualquer investidor comum. É utilizado para adquirir ações para efeito de cancelamento ou permanência em tesouraria, assim como para posterior alienação. A aquisição, conforme a Instrução CVM n. 10 (1980), é vedada quando: (i) importar diminuição do capital social; (ii) requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis constantes do último balanço; (iii) criar, por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não equitativas; (iv) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador; e (v) quando estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações.

A recompra de ações no mercado aberto não requer um registro de autorização da operação junto à CVM. A autorização compete ao conselho de administração da companhia, que fica obrigado a comunicar, de imediato, à CVM e à bolsa de valores onde forem negociados os títulos da companhia. A divulgação ao mercado é feita

por meio de fato relevante e a companhia deve especificar, no mínimo, as seguintes informações: (i) o objetivo da companhia na operação; (ii) a quantidade de ações a serem adquiridas ou alienadas; (iii) o prazo máximo para a realização das operações autorizadas – que não poderá exceder a 365 dias; (iv) a quantidade de ações em circulação no mercado, conforme definição da instrução; (v) nome e endereço das instituições financeiras que atuarão como intermediárias.

O preço de aquisição das ações não poderá ser superior ao valor de mercado, o que evita a manipulação dos preços. A companhia não poderá manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas nesse percentual, as ações mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas. Essa restrição tem por objetivo evitar manipulações na demanda e liquidez do papel. A companhia que anuncia um programa de recompra de ações não se vê obrigada a efetuar a aquisição do montante anunciado. Ela pode efetuar a parcialmente ou, até mesmo, não recomprar nenhuma ação sem que haja qualquer penalização por isso.

2.2 Legislação

Apenas em 1976 foi aberta a possibilidade no Brasil de as empresas recomprarem suas próprias ações no mercado. A Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (1976), que regulamenta o mercado de valores mobiliários e cria a CVM, diz que compete à CVM expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria [conforme redação dada pelo Decreto n. 3.995, de 31 de outubro de 2001 (2001)]. A Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976) trata, dentre outras operações, da possibilidade de uma companhia adquirir suas próprias ações para permanência em tesouraria ou cancelamento, bem como para posterior alienação. Essa lei também estende a todas as companhias a faculdade de readquirir suas ações, até então restrita às sociedades anônimas de capital autorizado, conforme a Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965 (1965).

Porém, só na Instrução CVM n. 10 (1980) que, de maneira mais específica, o assunto recompra de ações foi tratado. Essa instrução estabelece o limite de ações que poderão ser mantidas em tesouraria, limite esse mais recentemente alterado pela Instrução CVM n. 268 (1997), em que foi estabelecido que a quantidade não pode ser superior a 10% de cada classe de ações em circulação no mercado. A Instrução CVM n. 390 (2003) altera a Instrução CVM n. 10 (1980), dispondo sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções.

A Instrução CVM n. 299 (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. Ela acresce regras quanto à negociação de ações de própria emissão, assim como disciplina ofertas públicas para aquisição de ações. Conforme Gabrielli e Saito (2004, p. 63), “antes da aprovação da Instrução CVM nº 299 (1999), o mercado penalizava as empresas que recompravam suas ações e, posteriormente à aprovação da Instrução, passou a avaliar positivamente as empresas que anunciaram programas de recompra de ações”.

Os resultados da pesquisa de Gabrielli e Saito (2004) mostraram que os retornos anormais acumulados eram positivos e significantes após a publicação da Instrução CVM n. 299 (1999). Antes, as ações apresentavam média de perdas totais acumuladas de quase 10% nos 45 dias após o anúncio da recompra. Essa instrução dificultou o chamado “fechamento branco” de capital, ou seja, a compra paulatina das ações em poder dos minoritários. Isso fazia com que os papéis restantes ainda em circulação perdessem liquidez e deixava os acionistas minoritários sem alternativa, a não ser aceitar vender suas participações por valores baixos. No entanto, a Instrução CVM n. 299/1999 foi revogada pela Instrução CVM n. 361 (2002). Essa última teve sua redação atualizada pelas instruções CVM n. 436 (2006), CVM n. 480 (2009) e CVM n. 487 (2010), que tratavam basicamente das regras e procedimentos das OPAs.

2.3 Por que as Empresas Recompram suas Próprias Ações?

Diversos motivos são apontados para que uma empresa tome a decisão de recomprar suas próprias ações no mercado. Os motivos a serem tratados nesta seção não são mutuamente exclusivos, e uma empresa pode lançar um programa de recompra de ações por motivos combinados.

Conforme Dittmar (2000), Grullon e Ikenberry (2000), Gabrielli e Saito (2004) e diversos outros autores, os principais motivos que levam as empresas a recomprarem suas próprias ações são: (i) quando desejam fazer ajuste em sua estrutura de capital; (ii) para redução do custo de agência sobre os fluxos de caixa da empresa; (iii) em substituição ao pagamento de dividendos; e (iv) como forma de sinalização ao mercado.

2.3.1 Ajuste da estrutura de capital.

Se a empresa não estiver satisfeita com sua estrutura de capital, ou seja, se achar que a relação entre capital de terceiros e capital próprio não está adequada, pode optar por recomprar suas ações no mercado. Quando a empresa

retira do mercado uma parcela de seu capital próprio, aumenta seu grau de alavancagem financeira. Contudo, efeitos perceptíveis sobre o grau de alavancagem das empresas só serão alcançados quando a recompra ocorrer via OPA. Isso porque, nas recompras no mercado aberto, o limite de recompra a que a empresa está sujeita faz com que as recompras sejam em quantidades bem pequenas, o que altera pouco o índice de endividamento. Apenas uma sequência de longo prazo em programas de recompra de ações poderia acarretar mudanças significativas na alavancagem financeira da empresa.

2.3.2 Redução do custo de agência sobre os fluxos de caixa livres.

As empresas que mais correm o risco de cometer excessos de investimento (ou de realizar investimentos não vantajosos para o acionista, e sim para o gestor) são aquelas que têm mais excesso de recurso, especialmente caixa. Conforme Easterbrook (1984) e Jensen (1986), uma maneira de evitar o uso indevido de fluxos de caixa por parte dos gestores das empresas é devolver o dinheiro aos acionistas, seja pagando dividendos ou recomprando ações em circulação.

Segundo Li e McNally (2007), as empresas mais propensas a recomprar suas próprias ações são aquelas que têm maior quantidade de fluxos de caixa livres, menor índice *market-to-book*, pior desempenho do preço das ações e aquelas cujos *insiders* detêm maiores participações. No Brasil, Mota (2007) encontra que as maiores empresas, menos preocupadas com a governança corporativa, que distribuem maiores quantidades de dividendos e que têm maior liquidez são as que mais fazem programas de recompra de ações.

2.3.3 Substituição ao dividendo.

Os resultados da pesquisa de Grullon e Michaely (2002) mostraram que as recompras de ações passaram a usar os recursos que normalmente serviam para aumentar o valor do dividendo distribuído. Os números mostram que a taxa de pagamento de dividendos (*dividend payout*) declinou de 21,4% em 1972 para 11,4% em 2000, e que a parte do lucro utilizada para recompra de ações subiu de 2,8% em 1972 para 12,4% em 2000. Esses números mostram o aumento na atividade de recompra de ações, mas mantendo relativamente constante o índice de distribuição de caixa para os acionistas. Esses resultados corroboram a hipótese de substituição ao dividendo.

2.3.4 Sinalização.

A assimetria de informações entre administradores e investidores pode fazer com que os preços das ações não reflitam adequadamente as boas notícias sobre o

futuro de uma empresa. Assim, seu valor de mercado será negociado abaixo do seu valor considerado justo. Segundo Grullon e Ikenberry (2000), tais administradores poderiam tentar eliminar essa discrepância informando aos investidores as boas notícias que eles têm quanto ao futuro de suas empresas (como, por exemplo, em relação à sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros, aumentar lucratividade, rentabilidade etc.). Contudo, simples anúncios podem não ser muito confiáveis. Nesse caso, a empresa precisa emitir sinais que reforcem esse otimismo, e uma das maneiras de oferecer essa sinalização é comprando suas próprias ações no mercado.

Segundo essa hipótese, as empresas que anunciam a recompra de suas próprias ações devem experimentar aumentos futuros em indicadores como lucratividade e geração de fluxos de caixa. Vermaelen (1981) e Dann, Masulis e Mayers (1991) testam essa hipótese usando uma amostra de recompras de ações por meio de ofertas a preço fixo e encontram evidências de lucros anuais anormais positivos nos anos seguintes à recompra de ações. Hertzfel e Jain (1991) verificam que os analistas revisam suas previsões de lucro por ação para cima após anúncios de recompra de ações. Lie e McConnell (1998) usam amostras de anúncios de recompra por meio de ofertas a preço fixo e por leilão holandês e verificam que, em ambos os casos, os lucros futuros das empresas aumentam após o anúncio. Adicionalmente, os autores verificam que não há diferença significativa entre os aumentos para os dois tipos de oferta.

Conforme Grullon e Ikenberry (2000), as pesquisas que fazem uso de anúncios de recompra de ações por meio de ofertas a preço fixo devem mesmo encontrar aumentos significativos no desempenho operacional dessas empresas. Isso porque esse tipo de oferta representa um comprometimento mais forte em distribuir caixa, assim como disposição em pagar um prêmio sobre o preço da ação. Tudo isso faz com que essa sinalização ao mercado seja bastante forte.

Quando as pesquisas analisam os anúncios de recompra de ações no mercado aberto, os resultados não são tão enfáticos. Vermaelen (1981) afirma que, ao contrário dos resultados para as ofertas de recompra a preço fixo, as recompras de ações no mercado aberto apresentam resultados menos conclusivos quanto à hipótese de sinalização. Bartov (1991) afirma que seus achados para as recompras de ação no mercado aberto são apenas fracos em indicar lucros anuais anormais positivos no mesmo ano dos anúncios. Resultado surpreendente, e na direção contrária ao esperado, foi obtido por Grullon e Michaely (2004), que verificaram haver redução nos lucros e na rentabilidade das empresas após o anúncio de recompra de ações no mercado aberto. Lie (2005) encontra resultados que sugerem que não são exatamente

os anúncios de recompra, mas as recompras em si, bons indicadores de melhora futura de desempenho.

Outro motivo para a sinalização é quando a empresa acredita que o mercado não está avaliando corretamente as informações públicas disponíveis. A fim de testar essa hipótese, Ikenberry et al. (1995) examinaram o desempenho de longo prazo dos papéis de empresas que anunciaram programas de recompra de ações no mercado aberto entre 1980 e 1990 nos Estados Unidos da América e encontraram que, se um investidor comprasse e mantivesse em carteira ações dessas empresas por um período de quatro anos, obteriam um retorno anormal médio de 12,1% acumulado no período. Esse resultado é consistente com a hipótese de que tais firmas estavam subavaliadas pelo mercado no momento em que anunciaram o programa de recompra de ações. Em estudo posterior, Ikenberry et al. (2000) analisaram anúncios de recompra de ações no mercado aberto no Canadá e,

mais uma vez, encontraram retornos anormais positivos de 7% ao ano para um investimento nessas empresas por um período de três anos.

Yook (2010) compara a melhoria de desempenho das empresas após um anúncio de recompra de ações a preço fixo com ofertas de recompra no mercado aberto e encontra evidências de retornos anormais positivos em ambos os casos, tanto no mês do anúncio como nos 36 meses seguintes. Consistente com a hipótese de que a recompra a preço fixo é uma sinalização mais forte, esse método apresentou retorno superior à recompra no mercado aberto em aproximadamente 0,20% ao mês durante os 36 meses seguintes. Ishikawa e Takahashi (2011) usam dados japoneses e amostra também composta pelos dois tipos de recompras e encontram resultados que corroboram a hipótese de que os administradores dessas empresas são bem informados e/ou habilidosos em identificar erros de apreçamento no mercado.

3. METODOLOGIA

3.1 Amostra e Dados

Os anúncios de programas de recompra de ações no mercado aberto que formam a amostra desta pesquisa foram coletados manualmente da base de informações da CVM. Os anúncios foram extraídos das atas de reunião do conselho de administração ou das divulgações de fatos relevantes ao mercado, das empresas listadas na bolsa brasileira de janeiro de 2003 a dezembro de 2014. Utilizaram-se todos os anúncios de recompra no mercado aberto com intenção de recompra de pelo menos 5% das ações em circulação, com finalidade de eliminar programas de recompra de quantidades menores geralmente associados à remuneração em ações para executivos. A data de anúncio é definida como aquela em que o programa de recompra é registrado na CVM, uma vez que, conforme a Instrução CVM n. 10 (1980), a deliberação do conselho de administração que autoriza a aquisição de ações deverá ser comunicada de imediato à CVM e à bolsa de valores onde forem negociados os títulos da companhia.

Os dados mensais de taxas de retorno das ações foram calculados a partir dos preços obtidos no sistema Economatica®. Informações contábeis sobre as empresas

também foram obtidas do mesmo sistema. A Tabela 1 mostra a distribuição dos anúncios de recompra por ano e trimestre, assim como o percentual médio da recompra anunciada em relação ao total de ações em circulação. Ao longo dos 12 anos analisados, as companhias anunciaram, em média, recompras de 8,94% das ações em circulação. É possível perceber que a quantidade de anúncios entre 2003 e 2014 não flutua muito, mas que há um pico em 2008, quando 15,8% dos anúncios que fazem parte da amostra foram realizados. Uma quantidade grande de anúncios foi realizada no quarto trimestre de 2008, logo após o auge da crise do *subprime* (Figura 1A). Os dados trimestrais mostram que as empresas costumam realizar mais anúncios no quarto trimestre de cada ano e realizam menos anúncios no primeiro trimestre.

A Tabela 1 apresenta a quantidade de programas de recompra anunciados na CVM para empresas listadas na bolsa e a respectiva quantidade, como o percentual do total de ações em circulação. Em dois casos, as empresas não declararam explicitamente o total de ações a serem recompradas, mas afirmaram que não iriam violar o limite estabelecido pela CVM. Nesse caso, assumimos que a empresa poderia comprar até o limite de 10% estabelecido na norma.

Tabela 1*Estatísticas descritivas dos anúncios de recompra de ações no mercado aberto*

t	n	Média do anúncio (%)	Trimestres (n)			
			1	2	3	4
2003	22	8,93	2	11	3	6
2004	22	8,97	4	13	5	0
2005	20	8,45	3	8	1	8
2006	22	9,07	2	8	3	9
2007	29	9,51	5	4	10	10
2008	65	9,03	15	9	12	29
2009	26	9,30	10	5	5	6
2010	32	9,35	8	7	6	11
2011	50	9,12	7	6	19	18
2012	30	8,99	7	3	7	13
2013	49	8,37	8	5	15	21
2014	45	8,49	12	12	10	11
Total	412	8,94	83	91	96	142

Fonte: Elaborada pelos autores.

3.2 Formação da Carteira

Os estudos conduzidos no Brasil com anúncios de recompra de ações examinam o que acontece com os retornos de curto prazo nos dias próximos aos anúncios das empresas (Gabrielli & Saito, 2004; Lima et al., 2012; Moreira, 2000). A fim de examinar o desempenho de longo prazo de uma estratégia baseada em anúncios de recompras no mercado brasileiro, formamos uma carteira ponderada por valor e adicionamos empresas à medida que foram fazendo seus anúncios. Os papéis das empresas foram adicionados à carteira sempre no início do mês seguinte ao anúncio e foram mantidos pelos 36 meses subsequentes ou até pararem de ser negociados em bolsa. A carteira foi rebalanceada no início de cada mês. Essa abordagem forma uma série de retornos mensais produzidos em sucessão cronológica ou de calendário (*calendar time approach*), usada anteriormente por Ikenberry et al. (1995, 2000), Mitchell e Stafford (2000), dentre outros, para examinar retornos anormais de longo prazo posteriores a eventos corporativos, como os anúncios de recompra de ações de que trata esta pesquisa.

Barber e Lyon (1997) e Kothari e Warner (1997) apresentam evidências de que calcular retornos anormais de longo prazo usando estratégias do tipo buy-and-hold

abnormal returns (BHAR) podem produzir estimativas enviesadas. O viés surge, dentre outras razões, porque BHAR tendem a ser significativamente assimétricos à direita, devido ao rebalanceamento da carteira de referência (benchmark) ou ainda por características das empresas da amostra. Fama (1998) recomenda a construção de uma carteira baseada no tempo de calendário, especialmente porque, ao formar as carteiras, todas as correlações cruzadas dos retornos anormais das empresas são levadas em consideração na matriz de variâncias da carteira. Ao longo do tempo, novas empresas entram na carteira, assim como outras podem deixá-la. Isso faz com que a quantidade de empresas na carteira ao longo do tempo seja variável. Em alguns meses, especialmente no início do período de análise, a carteira de investimento poderia contar com poucos papéis. Assim, a fim de reduzir o impacto causado por ruídos idiossincráticos, os meses em que o tamanho da carteira foi menor que oito papéis foram excluídos da análise. A partir de maio de 2003, a carteira já contava com oito papéis. O tamanho da carteira foi crescendo com o passar do tempo e atingiu a quantidade máxima de 72 papéis em dezembro de 2010, quando então começou a diminuir de tamanho e encerrou o período de análise com 55 papéis em dezembro de 2014 (Figura 1B).

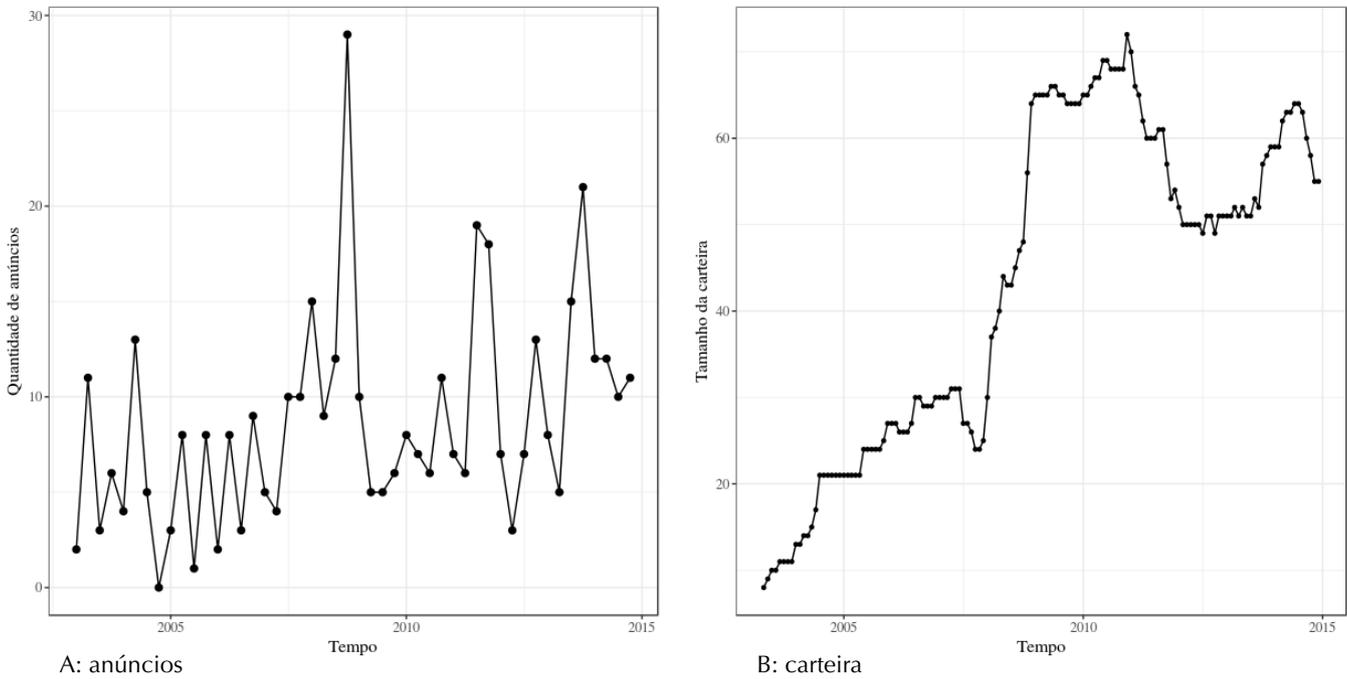


Figura 1 Anúncios de recompra de ações no mercado aberto por trimestre

A: o quarto trimestre de 2008 teve a maior quantidade de anúncios de recompra da amostra, provavelmente devido ao subprime; B: o tamanho da carteira vai aumentando ao longo do tempo, mas sofre significativo acréscimo ao longo de 2008, devido à crise. A carteira atinge seu máximo (72 ativos) em dezembro de 2010.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Adicionalmente ao período de três anos, calculamos os retornos para outros horizontes de investimento, incluindo ano 1, ano 2 e ano 3 posteriores à data de anúncio. Por exemplo, a carteira de ano 1 inclui todas as empresas que fizeram anúncio nos últimos 12 meses. Isso possibilitará uma análise sobre o eventual retorno anormal em diferentes janelas. Calculamos, também, os retornos para o ano -1, a fim de verificar se a carteira já gerava retornos anormais antes da realização do anúncio. A intenção desse procedimento é descartar a hipótese de que a carteira gerava retornos anormais já antes do anúncio do programa de recompra.

3.3 Medida de Desempenho da Carteira

A estimação de desempenho anormal foi feita primeiramente usando o CAPM de Sharpe-Lintner

(Sharpe, 1964; Lintner, 1965). A série de retornos mensais em excesso da carteira de papéis de empresas que anunciaram recompra foi regredida contra os retornos em excesso da carteira de mercado:

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_M (R_{M,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_t, \quad \boxed{1}$$

tal que $R_{p,t}$ é a taxa de retorno mensal para a carteira de ações na data t , $R_{f,t}$ é a taxa livre de risco medida como o swap DI de 30 dias na data t e $R_{M,t}$ é a taxa de retorno mensal da carteira de mercado medida pelo Índice Bovespa (Ibovespa) na data t . O retorno anormal é medido pelo α .

Utilizamos também o modelo de três fatores de Fama e French (1993) para calcular o retorno anormal α :

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_M (R_{M,t} - R_{f,t}) + \beta_{HML} HML_t + \beta_{SMB} SMB_t + \varepsilon_t, \quad \boxed{2}$$

tal que os fatores HML_t e SMB_t são, respectivamente, os fatores *high minus low* e *small minus big* na data t . O fator HML é a taxa de retorno de uma carteira comprada em ações com alto índice *book-to-market* e vendida em ações de empresas com baixo *book-to-market*. O fator SMB é a taxa de retorno de uma carteira comprada em

ações com baixo valor de mercado e vendida em ações de empresas com alto valor de mercado. Esses fatores foram obtidos do website do Núcleo de Pesquisa em Economia Financeira da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (NEFIN-FEA-USP) (<http://www.nefin.com.br/>).

4. RESULTADOS

4.1 Caso Geral

A Tabela 2 apresenta os resultados da estratégia de investimento da carteira ponderada por valor composta de ações de empresas que fizeram anúncios de recompra no mercado aberto. O desempenho da estratégia foi medido usando o CAPM (Painel A) e o modelo de três fatores de Fama e French (1993) (Painel B). Assumindo que o investidor irá comprar os papéis no mês seguinte ao anúncio de recompra e que os manterá em carteira pelos três anos seguintes, o CAPM indica retorno anormal positivo de 0,617% ao mês ($t = 2,74$) e significativa a 1%. Assumindo que o investidor só mantenha o ativo na carteira por dois anos, o retorno anormal seria menor, 0,441% ao mês ($t = 1,83$) e significativa apenas a 10%. Os retornos anormais são positivos e significantes em cada um dos três períodos de um ano subsequentes ao anúncio.

Após controlar por tamanho e *book-to-market* em um modelo de três fatores, os resultados são qualitativamente semelhantes. O retorno anormal observado em cada um dos três anos é positivo e significativo, assim como são positivos e significantes os retornos anormais nas janelas de dois e três anos. A semelhança entre os retornos anormais calculados pelos modelos de um e três fatores não é inesperada. Isso se deve principalmente ao fato de os fatores adicionais não serem, via de regra, estatisticamente significantes no Brasil (Machado & Medeiros, 2011; Noda, Martelanc & Kayo, 2016). Adicionalmente, o fator SMB apresenta prêmio muito baixo na amostra utilizada, de aproximadamente -0,55% ao ano. O prêmio para o fator HML é mais alto, 3,77% ao ano, mas inferior ao prêmio médio de mercado, 4,15% ao ano.

Evidências anteriores (Ikenberry et al., 2000; Yook, 2010) documentaram que os anúncios de recompra estão associados a retornos anormais negativos nos meses imediatamente anteriores ao anúncio. Esse resultado não foi observado nesta pesquisa. O retorno anormal no ano imediatamente anterior à data do anúncio não apresentou significância estatística.

Como robustez, calculamos o retorno anormal utilizando modelos de quatro e cinco fatores, com os fatores *winner minus losers*, proposto por Carhart (1997), e *illiquid minus liquid* de, Amihud (2002). Em ambos os casos, os resultados não se alteraram qualitativamente. No modelo de quatro fatores, o retorno anormal obtido foi de 0,733% ao mês ($t = 3,13$) para o horizonte de três anos e 0,545% ao mês ($t = 2,17$) para o horizonte de dois anos. Os retornos anormais foram positivos e estatisticamente

significantes para cada um dos três anos da janela de investimento. No modelo de cinco fatores, o retorno anormal foi de 0,716% ao mês ($t = 3,05$) na janela de três anos e de 0,520% ao mês ($t = 2,07$) na janela de dois anos. Os retornos anormais também foram positivos e significantes em cada um dos três anos separadamente. Em nenhum caso o retorno anormal na janela de um ano anterior ao evento foi estatisticamente significativo.

Analizamos também os retornos anormais obtidos pelos modelos de um, três, quatro e cinco fatores usando carteiras formadas com igual ponderação dos ativos. Os resultados mantiveram-se qualitativamente semelhantes.

É possível que anúncios ocorridos no auge da crise do *subprime*, ao longo do quarto trimestre de 2008, tenham decorrido da desvalorização generalizada dos ativos e não estejam relacionados a informações específicas das empresas. A fim de expurgar o efeito desses anúncios sobre a estimativa dos retornos anormais, eliminamos da amostra os 29 anúncios de recompra realizados nesse período. Usando o CAPM, o retorno anormal para o horizonte de três anos foi de 0,664% ao mês ($t = 2,68$). O retorno anormal foi também positivo e significativo na janela de dois anos, assim como para cada um dos anos individualmente. Não houve retornos anormais na janela de um ano que antecedeu o evento. Nos resultados para o modelo de três fatores, o investimento na janela de três anos gerou retorno anormal positivo de 0,658% ao mês ($t = 2,64$). Obtiveram-se os retornos anormais também nas janelas de dois anos, assim como para cada um dos anos individualmente. Não houve retornos anormais na janela de um ano que antecedeu o evento.

Os resultados das regressões por mínimos quadrados ordinários ponderam igualmente cada observação de retorno da carteira de empresas que anunciaram programas de recompra, a despeito da quantidade de anúncios em cada mês. É possível que a quantidade de anúncios seja correlacionada com os retornos dessa carteira (Gompers & Lerner, 2003). Se esse for o caso, teremos problemas de heterocedasticidade nos resíduos das regressões. Para corrigir esse problema em potencial, estimamos as regressões pelo método de mínimos quadrados ponderados usando a raiz quadrada da quantidade de empresas na carteira em cada mês como ponderação. As estatísticas t dos interceptos aumentaram, mas os resultados, de forma geral, não mudaram qualitativamente.

Como análise de robustez desses resultados, calculamos o retorno anormal da diferença entre a carteira de empresas que fizeram anúncios de recompra e de uma

carteira de empresas que não fizeram tais anúncios no período amostral desta pesquisa, cujos valores de *book-to-market* e tamanho são semelhantes ao da amostra de recompra. A fim de selecionar as empresas de controle, todas as empresas listadas na bolsa foram separadas em grupos conforme sua posição em relação aos tercís da variável *book-to-market* e, em seguida, em relação aos tercís da variável tamanho. Para cada anúncio de recompra na amostra, uma empresa de controle foi aleatoriamente selecionada dentre aquelas que pertenciam ao mesmo grupo de empresas com as mesmas características de *book-to-market* e tamanho no mês do anúncio.

Conforme resultados mostrados na Tabela 3, a amostra de controle não apresentou retornos anormais em nenhum dos períodos quando medidos pelo CAPM e apresentou retorno anormal positivo no nível de 5% apenas no ano 3, quando medidos pelo modelo de três fatores de Fama e French (1993). Todas as regressões mostradas na tabela foram estimadas por mínimos quadrados ponderados,

utilizando a raiz da quantidade de empresas na carteira a cada mês como ponderação.

O CAPM e o modelo de três fatores também foram utilizados para testar a diferença entre os retornos anormais calculados para as carteiras de recompra e de controle. Quando medido pelo CAPM, o retorno anormal da carteira de recompra é significativamente maior que o da carteira de controle no nível de 5% para o primeiro ano após o anúncio (estimativa igual a 0,62% ao mês) e significante no nível de 10% para o ano 3 (estimativa igual a 0,66% ao mês) e para o período composto do ano 1 ao ano 3 (estimativa igual a 0,44% ao mês). Usando o modelo de três fatores, o retorno anormal da carteira de recompra é significativamente maior que o da carteira de controle no nível de 10% no primeiro ano após os anúncios (estimativa igual a 0,51% ao mês). As estimações foram feitas usando o método dos mínimos quadrados ponderados, tendo como pesos a raiz quadrada do tamanho das carteiras a cada mês.

Tabela 2

Desempenho anormal de longo prazo da estratégia de investimento baseada em anúncios de programas de recompra de ações no mercado aberto

	Ano -1	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Anos 1 a 2	Anos 1 a 3
Painel A: Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)						
α	0,359 (0,262)	0,622*** (0,272)	0,544* (0,282)	1,098*** (0,288)	0,441* (0,241)	0,617*** (0,226)
β_M	0,909*** (0,043)	0,846*** (0,046)	0,965*** (0,049)	0,874*** (0,050)	0,891*** (0,041)	0,880*** (0,038)
R^2 aj.	0,761	0,706	0,753	0,723	0,773	0,791
Painel B: três fatores de Fama e French (1993)						
α	0,373 (0,259)	0,639** (0,271)	0,454* (0,274)	1,108*** (0,288)	0,446* (0,243)	0,617*** (0,227)
β_M	0,892*** (0,043)	0,825*** (0,048)	1,010*** (0,050)	0,879*** (0,054)	0,887*** (0,043)	0,879*** (0,040)
β_{HML}	-0,080 (0,062)	-0,054 (0,071)	-0,030 (0,070)	0,135 (0,082)	-0,025 (0,064)	0,016 (0,060)
β_{SMB}	0,128** (0,053)	0,090 (0,057)	-0,201*** (0,062)	0,022 (0,066)	0,013 (0,051)	0,013 (0,048)
R^2 aj.	0,770	0,708	0,769	0,725	0,770	0,788

Nota: as carteiras foram montadas por empresas que fizeram anúncios de recompra de suas próprias ações no mercado aberto durante o período de janeiro de 2003 a dezembro de 2014. Com o tempo, ativos entraram e saíram da carteira. Para a carteira "anos 1 a 3", os ativos foram incluídos no início do mês imediatamente posterior ao mês do anúncio e mantidos por 36 meses. Carteiras também foram formadas para anos 1 a 2 (meses 1 a 24), ano -1 (meses -12 a -1), ano 1 (meses 1 a 12), ano 2 (meses 13 a 24) e ano 3 (meses 25 a 36). O retorno anormal foi medido usando o CAPM e o modelo de três fatores de Fama e French (1993):

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_M(R_{M,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_t,$$

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_M(R_{M,t} - R_{f,t}) + \beta_{HML}HML_t + \beta_{SMB}SMB_t + \varepsilon_t.$$

Os meses em que a carteira contava com menos que oito ativos foram excluídos da análise. Os erros padrão são apresentados entre parênteses logo abaixo do coeficiente estimado.

*, **, ***: nível de significância a 10, 5 e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 3

Retorno anormal de longo prazo da carteira de controle

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Anos 1 a 2	Anos 1 a 3
α_c	0,016 (0,312)	0,153 (0,331)	0,400 (0,380)	0,213 (0,291)	0,257 (0,282)
$\beta_{c,M}$	0,827*** (0,053)	0,848*** (0,059)	0,764*** (0,069)	0,810*** (0,050)	0,782*** (0,049)
R ² aj.	0,638	0,622	0,518	0,657	0,649
α_c	0,220 (0,226)	0,439 (0,284)	0,697* (0,322)	0,353 (0,208)	0,385 (0,202)
$\beta_{c,M}$	0,705*** (0,041)	0,710*** (0,051)	0,674*** (0,060)	0,696*** (0,037)	0,672*** (0,036)
$\beta_{c,HML}$	0,533*** (0,049)	0,477*** (0,064)	0,462*** (0,072)	0,504*** (0,045)	0,499*** (0,043)
$\beta_{c,SMB}$	0,007 (0,061)	0,059 (0,076)	0,294** (0,093)	0,048 (0,056)	0,053 (0,055)
R ² aj.	0,804	0,723	0,670	0,820	0,821

Nota: as carteiras são formadas por empresas semelhantes (em termos de book-to-market e tamanho) às que fizeram anúncios de recompra de suas próprias ações no mercado aberto durante o período de janeiro de 2003 a dezembro de 2014. Com o tempo, ativos entraram e saíram da carteira. Os critérios de entrada e saída da carteira seguiram os mesmos critérios da amostra de recompra. O retorno anormal foi medido usando o CAPM e o modelo de três fatores de Fama e French (1993):

$$R_{c,t} - R_{f,t} = \alpha_c + \beta_{c,M}(R_{M,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_t,$$

$$R_{c,t} - R_{f,t} = \alpha_c + \beta_{c,M}(R_{M,t} - R_{f,t}) + \beta_{c,HML}HML_t + \beta_{c,SMB}SMB_t + \varepsilon_t.$$

Os meses em que a carteira contava com menos que oito ativos foram excluídos da análise. Os erros padrão são apresentados entre parênteses logo abaixo do coeficiente estimado. A estimação se deu pelo método de mínimos quadrados ponderados usando a raiz quadrada da quantidade de empresas na amostra como pesos.

*, **, ***: nível de significância a 5, 1 e 0,1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

4.2 Valor vs. Crescimento

As motivações para uma empresa anunciar um programa de recompra de ações no mercado aberto podem ser as mais variadas possíveis. Uma delas é o grau de subavaliação da ação (*underpricing*). Conforme Ikenberry et al. (1995, 2000), muitas ações subavaliadas têm altos índices *book-to-market*. Portanto, empresas do tipo valor teriam a subavaliação como fator motivacional mais importante para a recompra. Assim, uma das maneiras de identificar se a subavaliação é uma razão para anúncios de programas de recompra é considerar, na análise, as diferenças entre os índices *book-to-market* das empresas.

Para investigar as motivações dos anúncios, calculamos, para cada empresa da amostra, seu índice *book-to-market* no mês de junho de cada ano. Assumimos que em janeiro de um determinado ano um investidor é capaz de obter a informação sobre o *book-to-market* de uma empresa no meio do ano do exercício anterior e classificá-la como uma empresa de valor ou de crescimento. A cada

começo de ano, o investidor separa as empresas nos dois grupos conforme o valor de seus índices em relação à mediana do mercado. Para cada um desses dois grupos, estimaram-se os retornos anormais de longo prazo para as carteiras de ações. As estimativas de α para as carteiras ponderadas por valor de mercado estão apresentadas na Tabela 4. Os valores entre parênteses são os erros padrão das estimativas.

Empresas do tipo valor que anunciam programas de recompra apresentam retorno anormal superior ao das empresas do tipo crescimento para os diferentes horizontes de investimento. As diferenças são maiores especialmente nos anos 2 e 3. Os resultados são essencialmente os mesmos para o CAPM e o modelo de três fatores de Fama e French (1993). Nenhuma mudança significativa foi verificada quando usamos modelos com os fatores *winner minus losers*, de Carhart (1997), e *illiquid minus liquid*, de Amihud (2002) (tabelas não apresentadas). Os resultados também não se alteram quando usamos carteiras com pesos iguais para todas as ações (tabelas não apresentadas).

Os resultados apresentados mostram que tanto empresas do tipo crescimento como empresas do tipo valor apresentam retornos anormais nos períodos subsequentes ao anúncio. Dentre as possíveis razões para empresas de crescimento anunciarem a recompra de suas próprias ações está, por exemplo, a tentativa de evitar diluição do lucro. Já para as empresas do tipo valor, a subavaliação pode ser uma razão mais forte. Os valores maiores de α para as empresas do tipo valor, especialmente nos anos 2 e 3, confirmam essa hipótese.

Como análise de robustez dos resultados encontrados, usamos amostras de controle compostas por empresas semelhantes (quanto a *market-to-book* e tamanho) às empresas que anunciaram programas de recompra para estimar a diferença entre o retorno anormal da amostra

de recompra e dessa amostra de controle. Tanto usando o CAPM quanto o modelo de três fatores, os retornos anormais da amostra de recompra não são estatisticamente diferentes dos retornos anormais da amostra de controle para empresas do tipo crescimento. Para empresas do tipo valor, a diferença entre os retornos anormais da amostra de recompra e da amostra de controle são positivos e estatisticamente significantes no nível de 1% para todas as janelas de estimação, sendo a diferença estimada igual a 1,8% ao mês para a janela de três anos após o anúncio. Os resultados, portanto, corroboram que empresas que anunciam recompra, em especial aquelas do tipo valor, apresentam retornos anormais positivos nos meses que sucedem o anúncio.

Tabela 4

Desempenho anormal de longo prazo da estratégia de investimento valor vs. crescimento após anúncios de programas de recompra de ações no mercado aberto

	Ano -1	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Anos 1 a 2	Anos 1 a 3
Painel A: Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)						
Crescimento	0,459 (0,332)	0,631** (0,306)	0,450 (0,327)	1,053*** (0,323)	0,447 (0,278)	0,642** (0,259)
Valor	0,526 (0,428)	0,912** (0,405)	0,959** (0,448)	1,836*** (0,535)	0,651* (0,362)	0,875** (0,360)
Painel B: três fatores de Fama e French (1993)						
Crescimento	0,524 (0,327)	0,663** (0,305)	0,431 (0,324)	1,065*** (0,327)	0,466* (0,278)	0,659** (0,259)
Valor	0,395 (0,413)	0,909** (0,392)	0,954** (0,439)	1,919*** (0,500)	0,621* (0,346)	0,835** (0,334)

Nota: as carteiras foram montadas por empresas que fizeram anúncios de recompra de suas próprias ações no mercado aberto durante o período de janeiro de 2003 a dezembro de 2014. Com o tempo, ativos entraram e saíram da carteira. Para a carteira “anos 1 a 3”, os ativos foram incluídos no início do mês imediatamente posterior ao mês do anúncio e mantidos por 36 meses. Carteiras também foram formadas para anos 1 a 2 (meses 1 a 24), ano -1 (meses -12 a -1), ano 1 (meses 1 a 12), ano 2 (meses 13 a 24) e ano 3 (meses 25 a 36). O retorno anormal foi medido usando o CAPM e o modelo de três fatores de Fama e French (1993):

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_M(R_{M,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_t,$$

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_M(R_{M,t} - R_{f,t}) + \beta_{HML}HML_t + \beta_{SMB}SMB_t + \varepsilon_t.$$

Os meses em que a carteira contava com menos que oito ativos foram excluídos da análise. Apenas valores de α estão reportados na tabela. Os erros padrão são apresentados entre parênteses logo abaixo do coeficiente estimado.

*, **, ***: nível de significância a 10, 5 e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

5. CONCLUSÕES

A teoria financeira diz que a decisão de uma empresa recomprar suas próprias ações pode estar relacionada a diversos fatores, tais como ajustes na sua estrutura de capital, redução dos custos de agência sobre os fluxos de caixa livres, em substituição ao pagamento de dividendos como mecanismo de sinalização, dentre outros.

Esta pesquisa encontra evidências de que o mercado brasileiro não reage adequadamente aos sinais emitidos pelos anúncios de recompra de ações no mercado aberto. Usando estratégia de investimento com horizonte de até três anos que incorpora à carteira ações de empresas que fazem anúncio de recompra de suas próprias ações,

encontramos que os retornos anormais anuais variam de 5,4 a 7,9%.

Dentre as possíveis razões que motivam a recompra das próprias ações está a percepção dos administradores de que seus papéis estão subavaliados no mercado. Para saber se essa é uma razão plausível no mercado brasileiro, as empresas foram divididas em dois grupos conforme seus índices *book-to-market*. A subavaliação é mais provável de ser uma razão para a recompra nas empresas com alto índice *book-to-market* (empresas de valor). Diversas outras razões podem ser responsáveis pelos anúncios de recompra de empresas com índice *book-to-market* mais baixos (empresas de crescimento). Carteiras compostas por empresas classificadas como valor apresentam retornos anormais maiores que os das empresas classificadas como de crescimento para os diferentes horizontes analisados.

Esses resultados indicam que os administradores das empresas são mais bem informados e/ou são mais habilidosos em identificar oportunidades de apreçamento incorreto dos seus ativos que os demais participantes do mercado. Os achados da pesquisa estão em acordo com os resultados encontrados por Ikenberry et al. (1995, 2000) para os mercados estadunidense e canadense e por Ishikawa e Takahashi (2011) para o mercado japonês.

De maneira geral, esta pesquisa fornece evidências de que os anúncios de programas de recompra de ações no mercado aberto oferecem sinais confiáveis de que o preço da ação da empresa anunciante está subavaliado. Ao mesmo tempo, os resultados são inconsistentes com a hipótese de eficiência de mercado na forma semiforte, que diz que não é possível obter retornos anormais a partir de informação publicamente disponível.

REFERÊNCIAS

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 43(3), 341-372.
- Bartov, E. (1991). Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes. *Journal of Accounting and Economics*, 14(3), 275-294.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Chan, K., Ikenberry, D., & Lee, I. (2004). Economic sources of gain in stock repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 461-479.
- Comissão de Valores Mobiliários. (1980). *Instrução CVM 10, de 14 de fevereiro de 1980. Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria e respectiva alienação*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst010consolid.pdf>.
- Comissão de Valores Mobiliários. (1997). *Instrução CVM 268, de 13 de novembro de 1997. Altera o limite previsto no art. 3º da Instrução 10/80*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst268.pdf>.
- Comissão de Valores Mobiliários. (1999). *Instrução CVM 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*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst299consolid.pdf>.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2002). *Instrução CVM 361, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst361consolidsemmarcas.pdf>.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2003). *Instrução CVM 390, de 8 de julho de 2003. Dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções*. Recuperado de www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst390consolid.doc.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2006). *Instrução CVM 436, de 5 de julho de 2006. Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução 361/02*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst436.pdf>.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2009). *Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2010). *Instrução CVM 487, de 25 de novembro de 2010. Altera a Instrução 361/02*. Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst487.pdf>.
- Dann, L. Y., Masulis, R. W., & Mayers, D. (1991). Repurchase tender offers and earnings information. *Journal of Accounting and Economics*, 14(3), 217-251.
- Decreto n. 3.995 (2001, 31 de outubro de 2001). Altera e acresce dispositivos à Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que

- dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, nas matérias reservadas a decreto. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/2001/D3995.htm.
- Dittmar, A. K. (2000). Why do firms repurchase stock? *The Journal of Business*, 73(3), 331-355.
- Dittmar, A., & Field, L. C. (2015). Can managers time the market? Evidence using repurchase price data. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 261-282.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Gabrielli, M. F., & Saito, R. (2004). Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, 44(4), 54-67.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2003). The really long-run performance of initial public offerings: the pre-NASDAQ evidence. *The Journal of Finance*, 58(4), 1355-1392.
- Grullon, G., & Ikenberry, D. (2000). What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1), 31-51.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
- Hertzel, M., & Jain, P. C. (1991). Earnings and risk changes around stock repurchase tender offers. *Journal of Accounting and Economics*, 14(3), 253-274.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39(2), 181-208.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Stock repurchases in Canada: performance and strategic trading. *The Journal of Finance*, 55(5), 2373-2397.
- Ishikawa, M., & Takahashi, H. (2011). Testing the managerial timing ability: evidence from stock repurchases in Japan. *Finance Research Letters*, 8(1), 21-27.
- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. (1997). Measuring long-horizon security price performance. *Journal of Financial Economics*, 43(3), 301-339.
- Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. (1965, 16 de julho). Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Recuperado de <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1960-1969/lei-4728-14-julho-1965-368255-norma-pl.html>.
- Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (1976, 9 de dezembro). Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976, 17 de dezembro). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/leis/L6404consol.htm.
- Li, K., & McNally, W. (2007). The information content of Canadian open market repurchase announcements. *Managerial Finance*, 33(1), 65-80.
- Lie, E. (2005). Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 411-436.
- Lie, E., & McConnell, J. J. (1998). Earnings signals in fixed-price and Dutch auction self-tender offers. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 161-186.
- Lima, Á. V., Gratz, D., Silva, M. R., & Carvalho, F. A. A. (2012). Análise comparativa dos modelos de cálculo de retornos anormais com base no evento recompra de ações na BOVESPA. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 17(3), 24-40.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.
- Machado, M. A. V., & Medeiros, O. R. (2011). Modelos de precificação de ativos e o efeito liquidez: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 9(3), 383-412.
- Mitchell, M. L., & Stafford, E. (2000). Managerial decisions and long-term stock price performance. *The Journal of Business*, 73(3), 287-329.
- Moreira, L. F. (2000). *A recompra de ações na BOVESPA* (Dissertação de mestrado, Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre).
- Mota, D. C. (2007). *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil* (Dissertação de mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo).
- Noda, R. F., Martelanc, R., & Kayo, E. K. (2016). The earnings/price risk factor in capital asset pricing models. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(70), 67-79.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: an empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.
- Yook, K. C. (2010). Long-run stock performance following stock repurchases. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(3), 323-331.
- Zhang, H. (2005). Share price performance following actual share repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1887-1901.