

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

FABRÍCIO AUGUSTO DOS SANTOS REIS

A RECOMPRA DE AÇÕES NA BOVESPA

Porto Alegre

2008

FABRÍCIO AUGUSTO DOS SANTOS REIS

A RECOMPRA DE AÇÕES NA BOVESPA

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy

Porto Alegre

2008

FABRÍCIO AUGUSTO DOS SANTOS REIS

A RECOMPRA DE AÇÕES NA BOVESPA

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr.

Orientador – Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Dirce e Pedro Ivo, por todo amor e por toda confiança dados a mim durante minha vida. Aos meus irmãos, Elisane, Ânia Dóris e Giuliano, pelo suporte que me concederam neste período. Aos amigos do CNAN, por todos os anos de amizade e de companheirismo. Aos colegas da Prefeitura Municipal de Porto Alegre, por toda a contribuição na minha formação profissional. Aos colegas e amigos da Escola de Administração, que foram essenciais para esta conquista.

Em especial à minha namorada, Suzely Santin de Medeiros, cujo amor, amizade e companheirismo foram fundamentais nesta etapa da minha vida.

Por fim, agradeço ao Professor, Orientador e amigo Dr. Jairo Laser Procianoy, por toda dedicação a este trabalho e, principalmente, por ser meu guia na busca dos meus objetivos.

"A grandeza não consiste em receber honras, mas, sim, em merecê-las."

Aristóteles

RESUMO

Este estudo examina a influência dos anúncios de programas de recompras de ações das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA – no período de 01/01/1999 a 31/12/2006. Através de um estudo de evento, realizado com uma amostra de 117 eventos, busca-se verificar a existência de efeito positivo ou negativo sobre o preço das ações na presença de tal evento. Além disso, são apresentadas as hipóteses existentes que tentam explicar as estratégias utilizadas pelas organizações e o resultado esperado sobre o preço das ações para cada uma dessas hipóteses. O modelo utilizado para o cálculo dos retornos anormais foi o ajustado ao mercado e ao risco. De posse dos retornos anormais, foi testada a significância estatística, através do teste t. Muitos dos segmentos escolhidos apresentaram significância estatística em vários dias da janela de evento. Os resultados alcançados indicam que o anúncio do programa de recompra afeta negativamente o preço das ações, sendo uma provável reação do mercado em relação à desvantagem fiscal existente no Brasil na comparação dos ganhos de capital (recompra) com os dividendos.

Palavras chaves: Distribuição de Dividendos, Recompra de Ações e Estudo de Evento.

FIGURAS

Figura 1: Empresas da Amostra Final	40
Figura 2: Período de Estimação dos Parâmetros e Janela do Evento	41

GRÁFICOS

Gráfico 1: AR e CAR – 1999 a 2006	47
Gráfico 2: AR e CAR – 2003	48
Gráfico 3: AR e CAR – 2006	49
Gráfico 4: AR e CAR – 1999	49
Gráfico 5: AR e CAR – 2000	50
Gráfico 6: AR e CAR – 2002	51
Gráfico 7: AR e CAR – 2005	51
Gráfico 8: AR e CAR – com representatividade no IBOVESPA	54
Gráfico 9: AR e CAR – sem representatividade no IBOVESPA	56
Gráfico 10: AR e CAR – valor de mercado superior a R\$ 5 bilhões	58
Gráfico 11: AR e CAR – valor de mercado inferior a R\$ 5 bilhões	58

TABELAS

Tabela 1	46
Tabela 2	53
Tabela 3	55
Tabela 4	57

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	12
2 OBJETIVOS	15
2.1 OBJETIVO GERAL	15
2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	15
3 REVISÃO TEÓRICA	16
3.1 A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	16
3.2 AS TEORIAS SOBRE DIVIDENDOS	17
3.2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos	17
3.2.2 Teoria do “Pássaro na Mão”	18
3.2.3 Teoria da Preferência Tributária.....	19
3.3 FATORES QUE INFLUENCIAM A POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	20
3.3.1 Restrições ao Pagamento de Dividendos.....	21
3.3.2 Oportunidades de Investimento.....	22
3.3.3 Fontes Alternativas de Capital.....	24
3.3.4 Efeitos da Política de Dividendo sobre a Taxa de Retorno	25
3.4 POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL.....	26
3.5 FORMAS DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS	27
3.6 RECOMPRA DE AÇÕES	28
3.6.1 Métodos de Recompra de Ações	30
3.6.2 Motivos para um Programa de Recompra de Ações.....	32
3.6.3 O Processo de Recompra no Brasil	35
4 METODOLOGIA	37
4.1 ESTUDO DE EVENTO.....	37
4.1.1 Amostra e Janela do Evento	39
4.2 CÁLCULO DOS RETORNOS ANORMAIS	42
4.2.1 Testes Estatísticos	43

5 RESULTADOS E ANÁLISE.....	45
5.1 SEGMENTAÇÃO PELOS ANOS	47
5.2 SEGMENTAÇÃO POR REPRESENTATIVIDADE NO IBOVESPA.....	52
5.3 SEGMENTAÇÃO PELO VALOR DE MERCADO.....	56
5.4 ANÁLISE	59
CONCLUSÃO	62
REFERÊNCIAS.....	64
ANEXO	68

INTRODUÇÃO

A política de dividendos é uma das formas como os gestores de uma empresa de capital aberto podem devolver aos acionistas parte do capital investido. As estratégias sobre o modo com que os resultados da empresa serão distribuídos deverão ser decididas juntamente com as estratégias de financiamento e de investimentos da mesma.

Desde o período de estabilização da inflação e da implementação do plano real, em julho de 1994, os dividendos começam a ganhar importância aos olhos dos acionistas, pois estes já não são “corroídos” pela inflação entre o dia do encerramento social e o efetivo pagamento do dividendo. A partir de então, os gestores devem se preocupar com a melhor forma de retribuir o investimento recebido pelos acionistas. Outro fator importante de valorização dos dividendos surge por parte das empresas que passam a corrigir o valor monetário dos mesmos.

A recompra de ações aparece como uma dessas formas de distribuição dos lucros, pois proporciona a saída do excedente de caixa e uma parte de seu lucro. Após o período de estabilização citado, o número de empresas que anunciam programas de recompra no Brasil vem aumentando de forma significativa. O assunto ainda foi pouco explorado, não tendo grandes evidências sobre o impacto causado pela autorização de um programa de recompra.

Estudos conduzidos nos Estados Unidos revelam que o anúncio de recompra tem um efeito positivo sobre o preço das ações, sendo que dentre as diversas hipóteses existentes para explicar o evento, a da sinalização ao mercado tem sido a mais poderosa para tal.

Este trabalho pretende trazer novos dados estatísticos sobre o impacto de um anúncio de recompra sobre o preço das ações, analisando-os sob os diversos aspectos apresentados pela literatura e por outros trabalhos.

1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

A aquisição de ações de sua própria emissão, ou recompra de ações, é o mecanismo que se inicia quando uma empresa anuncia para o mercado sua intenção em adquirir uma determinada quantidade de ações junto ao mercado acionário. A recompra deve ser autorizada por decisão da Assembléia Geral Extraordinária – AGE – e nos casos em que a empresa tiver seu capital autorizado, a recompra também poderá ser decidida por uma Reunião do Conselho de Administração – RCA. Desde a autorização, a empresa encontra-se apta a comprar as ações na Bolsa de Valores, como se fosse um investidor qualquer, durante um determinado prazo e até uma determinada quantidade máxima definidos pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM. As ações recompradas são mantidas durante certo tempo na tesouraria da companhia para posterior alienação ou cancelamento.

A possibilidade de recompra de ações no Brasil está prevista na Lei nº 6.385, de 1976 – que regulamenta o mercado de valores mobiliários e cria a CVM -, e na Lei nº 6.404, de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas. O tratamento dado pela Lei das Sociedades Anônimas à hipótese de negociação pelas companhias com ações de sua própria emissão abrandou o princípio de restrição genérico, permitindo em caráter de exceção, entre outras operações, a aquisição para cancelamento ou manutenção em tesouraria, bem como a posterior alienação desses títulos.

As empresas recompram suas ações por diversos motivos. Entre os mais freqüentes na teoria financeira estão: anuncio de um programa de recompra para sinalizar que as ações estão com seus preços baixos em relação a seu real valor. Os gestores podem ter uma informação diferente daqueles que estão fora da empresa (Assimetria Informacional), podendo essas informações indicar que o futuro é melhor do que o imaginado pelo mercado. Por essa razão, ocorrem diversos anúncios de recompra de ações após grandes quedas dos mercados de ações. A Baixa de 15% do Índice Bovespa – Ibovespa – no período de março a junho de 2005, levou dirigentes de companhias brasileiras a anunciar a recompra de suas

ações, conforme afirma o executivo responsável pela área de mercado de capitais do Banco Pactual, Rodolfo Riechert: “A recompra de ações é um instrumento importante para que as empresas sinalizem ao mercado que acreditam que seu negócio vale mais do que aquilo”. Integram esse grupo de empresas que anunciaram um programa de recompra Gerdau, Marcopolo, São Paulo Alpargatas, Companhia Siderúrgica Nacional, Aracruz e Votorantim Celulose e Papel (COMPANHIAS..., 2005, p B1).

O segundo motivo seria a redução do conflito de agência entre os gestores e os investidores. No momento em que ocorre saída de recursos para a recompra de ações, menos recursos são mantidos dentro da empresa evitando, dessa forma, o desperdício e a eventual aplicação em projetos de menor retorno ou com risco muito elevado. Um exemplo desse motivo foi o que ocorreu com a incorporadora Company que anunciou em 27/06/2006 um programa de recompra de até 1,76 milhão de suas ações ordinárias. A companhia explicou que se valeu da sua posição de caixa com alta liquidez para aproveitar o custo de oportunidade. (COMPANY..., 2006, p. B2)

O terceiro motivo que leva as companhias a recomprar suas próprias ações é o chamado reforço do controle acionário, ou seja, o controlador da companhia que detém o controle acionário da mesma, mas não é dono de 100% das ações, na hora em que é realizada a recompra de uma parte das ações que estão no mercado tem seu percentual relativo da posição acionária aumentado. Isso acontece sem ele ter feito nenhum esforço pessoal, mas a companhia tendo feito o esforço financeiro necessário para a operação.

O quarto motivo, entre tantos que poderiam ser citados, é a utilização do mecanismo de recompra de ações como um substituto mais flexível e com vantagens fiscais sobre o pagamento de dividendos, existentes na maioria dos mercados mundiais, mas inexistente no mercado brasileiro, no qual existe uma desvantagem fiscal. A hipótese da substituição de dividendos por recompra de ações como uma forma alternativa de transferência de caixa para os investidores é vista pelos mesmos como substitutos. O impacto dos impostos sobre a decisão dos gestores quanto ao método de transferência de caixa a utilizar – se paga dividendos ou recompra ações – é constatada nos mercados de todo mundo, que pende para a

recompra de ações pelo fato de os ganhos de capital serem menos taxados que a distribuição de dividendos.

No caso brasileiro, a vantagem fiscal tende para o recebimento de dividendos, em vez dos ganhos de capital resultantes da recompra de ações, pois a tributação de ganhos de capital é maior que a tributação sobre dividendos. Desse modo, uma estratégia de recompra pode ser questionada do ponto de vista da maximização da riqueza dos acionistas, uma vez que, no Brasil, um dividendo poderia obter, em teoria, os mesmos resultados com maior vantagem fiscal para os acionistas (Procianoy e Poli, 1993). Mas, mesmo com essa vantagem pendendo para o recebimento de dividendos, no Brasil, várias empresas anunciam programas de recompra de milhares de ações nos últimos anos, fazendo com que esse seja um assunto no mínimo curioso e muito interessante para um estudo como este.

No Brasil, são poucos trabalhos de pesquisa sobre o assunto de recompra de ações, o que justifica um trabalho nesse molde para explicar a recompra no nosso mercado, dando conta se tal estratégia é maximizadora da riqueza dos acionistas. Um desses trabalhos foi o de Procianoy e Moreira (2000) que realizaram uma análise das recompras na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA – no período de 30/05/1997 até 31/10/1998 com uma amostra inicial contendo 110 eventos. Dessa forma, é de grande relevância um novo estudo sobre o tema no mercado local, com um intervalo de estudo e amostra maiores, em relação ao citado, e em um período pós-crise asiática (1997).

Este trabalho pretende verificar o comportamento das ações das empresas brasileiras que anunciaram programa de recompra na BOVESPA no período de 01/01/1999 até 31/12/2006, analisando as variações dos preços das ações, além de identificar uma explicação para o evento de recompra no Brasil.

2 OBJETIVOS

2.1 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral deste estudo consiste em verificar o impacto do anúncio de um programa de recompra das companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo sobre os preços das mesmas, apurando se existe um efeito de valorização ou de desvalorização da riqueza dos acionistas.

2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Os objetivos específicos estão descritos a seguir:

- Verificar se algumas das justificativas apresentadas pela teoria financeira explicam o comportamento dos preços das ações.
- Descrever os resultados encontrados, fazendo inferências sobre a existência de impactos do anúncio de um programa de recompra de ações sobre o preço das mesmas.

3 REVISÃO TEÓRICA

3.1 A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Uma empresa lucrativa constantemente enfrenta algumas questões importantes: Quanto do seu caixa livre ela deve repassar aos acionistas? A empresa deve fornecer esse dinheiro aos acionistas por meio de aumento de dividendos ou de compra de ações de emissão própria? A empresa deve manter uma política de pagamentos estável e uniforme ou deve permitir que os pagamentos variem conforme as condições mudem? Empresas de sucesso geram lucros e esses por sua vez podem ser reinvestidos em ativos operacionais, utilizados para compra de valores mobiliários ou para quitar dívidas, ou podem ser distribuídos aos acionistas na forma de dividendos.

Segundo Procianoy e Poli (1993), a política de dividendos é a decisão, por parte da gestão da empresa, entre o pagamento de dividendos e a retenção dos lucros. Considerando apenas os fatores segurança e risco, o gestor privilegia a manutenção da posição de caixa, ou seja, prefere reter a distribuir. A teoria financeira segundo Brealey (1992), entretanto, como o objetivo principal deve ser a maximização da riqueza dos acionistas da empresa, o gestor terá que estabelecer, através da política de dividendos, a melhor combinação entre o pagamento de dividendos e a retenção dos lucros. O ganho do acionista será resultante do pagamento em dinheiro de dividendos e do ganho de capital expresso pela valorização das ações em bolsa.

Levy e Sarnat (1988) enfatizam que a empresa deve decidir sua política de dividendos junto com as estratégias de financiamento e de investimento, mesmo que para alguns donos do capital e administradores, os dividendos constituam apenas a porção não usada do lucro (recursos ociosos), que está à disposição do investidor.

No momento em que os gestores financeiros de uma companhia definem o montante em dinheiro a ser distribuído aos acionistas, devem ter em mente que o

objetivo da empresa é maximizar o valor do acionista. Portanto, o índice de distribuição-alvo – definido como a porcentagem do lucro líquido a ser distribuída na forma de dividendos em dinheiro – deve ser baseado, principalmente, na preferência dos investidores por dividendos versus ganhos de capital. Com isso, os administradores devem saber se os investidores preferem que a empresa distribua os lucros em forma de dividendos em dinheiro, ou que ela recompre as ações, ou reinvesta os lucros na empresa. Essas decisões resultariam em ganhos de capital? Por isso, a política de dividendos ótima deve proporcionar um equilíbrio entre os dividendos correntes e o crescimento futuro de modo a maximizar o preço da ação.

3.2 AS TEORIAS SOBRE DIVIDENDOS

Diversas teorias e muitos estudos empíricos sobre política de dividendos têm sido publicados na literatura de finanças. De acordo com Brealey e Myers (1998), uma característica cativante da economia é a de que se pode sempre acomodar não apenas dois, mas três pontos de vista opostos. E o mesmo acontece com a controvérsia sobre a política de dividendos. Por um lado, existe um grupo conservador que acredita que a elevação dos dividendos aumenta o valor da empresa. Por outro lado, existe um grupo radical que acredita que o aumento da distribuição de dividendos reduz o valor da companhia. E, ainda, existe um grupo intermediário que defende que a política de dividendos não tem qualquer relevância.

A seguir, serão apresentadas algumas teorias de preferência do investidor referente à política de dividendos que apontam esses pontos de vista.

3.2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

Alguns autores argumentam que a política de dividendos não afeta o preço da ação de uma companhia ou o seu custo de capital. Se a política de dividendos não tivesse efeitos significativos, então, ela seria irrelevante. Segundo Modigliani e Miller (1961), o valor da empresa é determinado apenas pela sua capacidade de geração de lucros e pelo seu risco do negócio. Dizendo de outra forma, eles alegaram que o valor da empresa dependia apenas do resultado produzido pelos seus ativos, e não como esse resultado é dividido entre dividendos e lucros acumulados. Conseqüentemente, os investidores são indiferentes quanto à origem de seus lucros, sejam eles em dividendos ou em ganhos de capital na valorização das suas ações.

Quando Modigliani e Miller (1961) desenvolveram sua teoria dos dividendos, elaboraram vários pressupostos; especialmente, o da ausência de impostos e de custos de corretagem. Evidentemente, estes existem, logo, a teoria da irrelevância deles pode não ser verdadeira. No entanto, esses autores alegaram que todas as teorias econômicas baseiam-se em pressupostos simplificados, e que a validade de uma teoria deve ser julgada por meio de testes empíricos – não pelo realismo dos seus pressupostos; por isso, até os dias atuais, essa teoria é abordada nas mais importantes bibliografias.

3.2.2 Teoria do “Pássaro na Mão”

Uma das mais importantes conclusões retiradas da teoria argumentada por Modigliani e Miller é de que a política de dividendos não afeta a taxa de retorno requerida sobre o patrimônio (K_s). Essa conclusão tem sido bastante discutida; em particular, Gordon (1963) e Lintner (1962) argumentaram que K_s diminui conforme aumenta a distribuição de dividendos, porque os investidores têm menos certeza de receber os ganhos de capital, supostamente resultantes dos lucros acumulados, do que de receber os pagamentos dos dividendos. Os dividendos representam dinheiro no momento de seu recebimento e, portanto, menor risco, sendo seu recebimento preferível à expectativa futura de ganhos de capital. Assim, os acionistas preferirão

receber os dividendos a eventuais ganhos de capital no futuro. Modigliani e Miller chamaram esse argumento de Gordon-Lintner de falácia do “pássaro na mão”, porque, na visão deles, a maioria dos investidores planeja reinvestir seus dividendos em ações da mesma empresa ou de outras similares e, em qualquer caso, o risco dos fluxos de caixa da empresa para os dividendos de longo prazo é determinado pelo risco dos fluxos de caixa operacionais, e não pela política de distribuição de dividendos.

3.2.3 Teoria da Preferência Tributária

Existem algumas razões relacionadas a tributos para pensar que os investidores podem preferir uma baixa distribuição de dividendos a uma alta distribuição. Segundo Brealey e Myers (1998), sempre que os dividendos forem tributados de forma mais pesada do que as mais-valias (ganhos de capital), as empresas deverão pagar os dividendos mais baixos possível. Os fundos disponíveis deveriam ser retidos ou aplicados na aquisição de ações de própria emissão. Modificando as suas políticas de dividendos, dessa forma, as empresas podem converter os dividendos em ganhos de capital. Se essa combinação tiver como resultado impostos baixos, um investidor sujeito a impostos deveria recebê-la de bom grado. É este o ponto básico defendido pelos que advogam uma baixa distribuição de dividendos.

Em decorrência dessas vantagens fiscais, os investidores podem preferir ter empresas que retenham a maior parte dos seus lucros. Se essa suposição fosse verdadeira, os investidores estariam propensos a pagar mais por empresas com baixa distribuição de dividendos do que por outras similares com alta distribuição.

3.3 FATORES QUE INFLUENCIAM A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

De acordo com as teorias mencionadas na seção anterior, apesar de serem divergentes, demonstram a existência de dois fatores relevantes no relacionamento entre os dividendos e os investidores. Segundo Procianny e Poli (1993), os dividendos, num mercado com incerteza, possuem valor informativo, ou seja, eles são uma fonte de informações para o investidor sobre a rentabilidade futura da firma. O seu pagamento, ou não, e a quantia a ser paga, irão influenciar na valorização das ações no mercado.

De acordo com Elton e Gruber (1970) e Brito e Rietti (1981), as empresas procuram definir sua políticas de dividendos, avaliando as possíveis preferências de seus acionistas, e estes buscam empresas que satisfaçam seus anseios, chamando isso de “efeito clientela”. Investidores que desejam receber altos valores de dividendos irão procurar empresas que atendam suas vontades, não realizando, então, ganhos de capital. O mesmo acontecerá com investidores desejosos de ganhos de capital.

Brigham e Ehrhardt (2006) abordaram outros fatores que influenciam a decisão relativa aos dividendos. Esses fatores podem ser agrupados em quatro grandes categorias:

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

Cada uma dessas categorias é constituída por subfatores que seguem:

3.3.1 Restrições ao Pagamento de Dividendos

3.3.1.1 Escritura de Emissão de Títulos

Os contratos de dívida geralmente limitam os pagamentos de dividendos aos lucros gerados depois da quitação do empréstimo. Além disso, esses contratos normalmente estipulam que o pagamento de qualquer dividendo pode ser efetuado somente se o índice de liquidez corrente, o índice de cobertura de juros e outros índices de segurança forem superiores aos índices mínimos estabelecidos.

3.3.1.2 Restrições das Ações Preferências

Normalmente, os dividendos das ações ordinárias não podem ser pagos se a empresa não efetuou o pagamento dos dividendos das ações preferenciais. As obrigações atrasadas das ações preferenciais devem ser pagas antes que o pagamento dos dividendos das ações ordinárias possam ser retomado.

3.3.1.3 Regra de Redução do Capital

Os pagamentos de dividendos não podem superar o item “lucros acumulados” do balanço patrimonial. Essa restrição legal, conhecida como regra de redução do capital, garante proteção aos credores. Se não houvesse essa regra, uma empresa

em dificuldades poderia distribuir grande parte dos ativos aos acionistas, ignorando os detentores de dívida.

3.3.1.4 Disponibilidade de Moeda Corrente

Os dividendos em dinheiro podem ser pagos somente em moeda corrente, por isso, a falta de caixa no banco pode limitar os pagamentos de dividendos. No entanto, a capacidade de tomada de empréstimos pode compensar esse fator.

3.3.1.5 Penalidade Tributária sobre os Lucros Acumulados Indevidamente

A fim de evitar que pessoas ricas usem as empresas para escapar do imposto de renda de pessoa física, o Código Tributário norte-americano determina um imposto adicional especial sobre o lucro acumulado indevidamente. Assim, se o Serviço das Receitas Internas dos Estados Unidos – IRS – comprovar que uma empresa está deliberadamente mantendo baixo o índice de distribuição de dividendos para permitir que seus acionistas evitem o imposto de renda de pessoa física, a empresa sofrerá pesadas punições. Esse fator geralmente é importante para as empresas de capital fechado.

3.3.2 Oportunidades de Investimento

3.3.2.1 Número de Oportunidades de Investimentos Lucrativos

As empresas que apresentarem muitas oportunidades de investimentos lucrativos terão um índice de distribuição-alvo reduzido, no caso de haver poucas oportunidades ocorrerá o inverso, isto é, aumento no índice de distribuição-alvo. No passado, muitas empresas fixavam um dividendo anual específico em valor por ação e, então, o mantinham, aumentando somente quando parecia claro que os lucros futuros seriam suficientes para permitir a manutenção do novo dividendo. Recentemente, com a inflação persistente combinada com o reinvestimento dos lucros por parte das empresas, acarretou num crescimento no resultado das mesmas fazendo com que elas reduzam o índice de distribuição-alvo frente a novas oportunidades lucrativas.

3.3.2.2 Possibilidade de Agilizar ou Adiar os Projetos

A capacidade de agilização ou adiamento dos projetos permitirá que a empresa se mantenha mais próxima de uma política de dividendos estável. Há duas boas razões para o pagamento de um dividendo estável, previsível, em vez de um dividendo que segue a política do dividendo residual. Primeira, dada a existência da idéia do conteúdo de informação, ou sinalização, uma política de pagamentos variáveis geraria uma incerteza maior. Segunda, muitos acionistas utilizam os dividendos para consumo corrente e teriam aborrecimentos e despesas se tivessem de vender parte de suas ações para obterem fundos caso a empresa cortasse o dividendo, além da ansiedade que esse fato ocasionaria a eles. Com isso, por exemplo, medidas como a protelação de alguns projetos do orçamento de capital, o afastamento da estrutura de capital desejada (pela utilização de mais dívidas), em um ano específico, ou até mesmo a emissão de novas ações ordinárias tornam possível a uma empresa evitar os problemas associados a dividendos estáveis.

3.3.3 Fontes Alternativas de Capital

3.3.3.1 Custo da Venda de Novas Ações

Se uma empresa precisa financiar determinado nível de investimento, pode obter o capital retendo os lucros ou emitindo novas ações ordinárias. Se os custos de emissão (incluindo qualquer efeito da sinalização de oferta de ações) forem elevados, será melhor estabelecer um índice de distribuição baixo e financiar por meio de retenção e não da venda de novas ações ordinárias. Contudo, para uma empresa com baixos custos de emissão, um índice alto de distribuição de dividendos é mais viável. Os custos de emissão diferem entre as empresas – por exemplo, as pequenas empresas geralmente apresentam porcentagem mais alta de emissão e, portanto, tendem a definir índices de distribuição baixos.

3.3.3.2 Capacidade de Substituir a Dívida por Capital Patrimonial

Uma empresa pode financiar determinado nível de investimento com dívida ou com capital patrimonial. Os custos baixos de emissão da ação possibilitam a adoção de uma política de dividendos mais flexível, já que o levantamento de capital patrimonial pode ser feito mediante a retenção de lucros ou a venda de novas ações. A política de endividamento também apresenta uma situação semelhante: se a empresa pode ajustar seu índice de endividamento sem provocar aumento brusco nos custos, ela pode pagar o endividamento esperado, mesmo que haja uma flutuação nos lucros, pelo aumento desse índice.

3.3.3.3 Controle Acionário

Se a administração está preocupada com a manutenção do controle, ela pode evitar vender novas ações e, por conseguinte, a empresa pode reter mais lucros do que reteria. No entanto, se os acionistas quiserem dividendos mais altos e houver uma disputa por procuração de votos, o dividendo será aumentado.

3.3.4 Efeitos da Política de Dividendos sobre a Taxa de Retorno (K_s)

São quatro os fatores que devem ser levados em consideração em relação aos efeitos da política de dividendos sobre o K_s : Primeiro, o desejo dos acionistas por rendimento corrente contra rendimento futuro. Segundo, a percepção de risco dos dividendos em comparação com o dos ganhos de capital. Terceiro, a vantagem fiscal dos ganhos de capital sobre os dividendos. Quarto, o conteúdo informacional dos dividendos (sinalização). É preciso observar a importância de cada fator em termos de seu efeito sobre o K_s , que varia de uma empresa para outra, dependendo da composição de seus atuais e prováveis futuros acionistas.

É importante ficar claro que as decisões de política de dividendos são verdadeiros exercícios de julgamento baseados em informações, e não decisões que podem ser precisamente quantificadas. Mesmo assim, para uma tomada de decisão racional em relação aos dividendos, os administradores financeiros devem levar em conta todos os aspectos expostos nos tópicos anteriores.

3.4 POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL

No decorrer dos anos, o conhecimento dos dividendos vem evoluindo no mercado brasileiro. Para Procianoy (2006), esse amadurecimento deve-se a diversos fatores, dentre eles estão: no período anterior à queda da inflação, o dividendo era visto como algo sem importância por parte dos investidores, de modo que não incluíam como aspecto relevante na previsão de suas expectativas de retorno. Os valores definidos para distribuição pelas assembleias eram “corroídos” rapidamente pela inflação. A retenção dos lucros era uma das fontes essenciais para o financiamento de novos investimentos das companhias; por isso, interessava às empresas a desvalorização inflacionária dos valores pagos.

Outro aspecto importante diz respeito ao período de estabilização da inflação e à implementação do real a partir de julho de 1994. O investidor passa a perceber o valor do dividendo, pois a inflação já não consome os valores definidos nas reuniões dos conselhos administrativos. Também, somado a isso, a maior parte das empresas passou a corrigir o valor monetário dos dividendos entre a data de encerramento do exercício social e o efetivo pagamento do dividendo.

A política de dividendos deve ser a decisão dos gestores sobre a distribuição do lucro excedente da empresa. No Brasil, esse lucro *excedente* é visto pelos gestores como um meio para o financiamento do crescimento da companhia, fazendo com que os gestores optem por reter todo o lucro do exercício. Isso ocorre porque o país tem sérias restrições de crédito, especialmente no financiamento de longo prazo.

Em consequência das atitudes tomadas pelos gestores da empresa, sobre o processo de alocação de recursos e da decisão de investimentos internos, o investidor tende a ter um posicionamento ambíguo sobre o futuro da empresa. De um lado, o pagamento de dividendos indica que a empresa espera que os resultados sejam bons, sinalizando positivamente ao crescimento; de outro, indica que a companhia não possui planos nos quais poderiam ser alocados esses recursos, sinalizando negativamente.

A política de dividendos vista pelo investidor é a realização da expectativa dele, investidor, de receber parte do valor investido em dinheiro como dividendos. Pelo lado do executivo, ou seja, da gestão da companhia, ele quer fazer, e deveria fazer, a maximização da riqueza dos seus acionistas. Entretanto, nem sempre o gestor tem muito claro esse conceito. Com isso, o importante para o investidor é saber se o gestor fez boa alocação de recursos, se fez a alocação correta do montante de dividendos a ser pago, ou não.

3.5 FORMAS DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

Segundo Procianoy e Poli (1993), existem diversas maneiras de distribuir os lucros, podendo ser classificadas em: pagamento em dinheiro (*cash dividend*), bonificação, *split* (desdobramento) e recompra de ações. Essas formas de distribuição do lucro são diferentes versões de repassar aos investidores parte do lucro do negócio, ora em dinheiro, ora aumentando o preço da ação no mercado e, conseqüentemente, gerando ganhos de capital.

O pagamento em dinheiro representa uma distribuição dos lucros em dinheiro por parte da empresa, no momento de seu pagamento, para os detentores de suas ações.

A bonificação é a distribuição de novas ações aos acionistas da empresa pela transferência de parte dos lucros acumulados para a conta de capital. Tal transação não altera o valor nominal das ações da empresa nem o total de seus ativos. Ela pode ser um indicativo da expectativa de bons resultados futuros para a empresa por parte de seus acionistas.

O *split* pode ser definido como o aumento no número de ações com uma redução proporcional do valor nominal das ações, sem alterar o valor total dos ativos e do patrimônio líquido contábil das empresas. Para a maioria dos autores, o *split* tem as mesmas vantagens da bonificação.

De acordo com Brealey e Myers (1998), a recompra de ações é uma das formas de distribuir os lucros em dinheiro, pois proporciona um aumento no preço das ações em decorrência da maior procura para uma oferta constante desse investimento. O acionista, ao vender suas ações por um preço superior, estará realizando um ganho de capital. Quando não houver diferença na tributação entre o recebimento de dividendos e os ganhos de capital, o valor da diferença entre o preço da ação antes da recompra e após sua realização deverá ser igual ao dividendo que fosse pago. Segundo Procianoy (2006), através da recompra de ações, as empresas estão também distribuindo uma parte do seu excedente de caixa e uma parte do seu lucro. Isso não é considerado, para efeito de legislação brasileira, dentro da obrigação mínima de pagamento de dividendos, mas é uma possibilidade que a empresa tem de distribuir seus resultados.

No Brasil, há uma outra forma para distribuição de dividendos conhecida como juros sobre o capital próprio. Procianoy (2006) explica como uma possibilidade de gerar uma despesa dedutível para efeitos do imposto de renda da empresa, ao pagar aos seus investidores um montante referente aos juros do capital investido na forma de patrimônio líquido pelos acionistas. É uma tentativa do Governo de contrabalancear o benefício fiscal existente para as dívidas. Os juros, frutos de uma dívida, são dedutíveis para efeitos de imposto de renda. A companhia pode pagar aos acionistas e utilizar, como despesa dedutível, até o montante da taxa de juros de longo prazo – TJLP – sobre o patrimônio líquido ao longo do ano. Ao ser pago, a companhia gera um tributo para o recebedor desse dinheiro, como se fosse uma aplicação em renda fixa, e gera também para ela uma despesa dedutível para efeito de imposto de renda. Com essa possibilidade, o Brasil é inovador no cenário internacional.

3.6 A RECOMPRA DE AÇÕES

Segundo Gabrielli e Saito (2004), a aquisição de ações de sua própria emissão, ou recompra de ações, realizada por uma companhia de capital aberto em

bolsa de valores vem crescendo significativamente em vários mercados acionários do mundo nos últimos anos, transformando-se em um importante meio de distribuição de caixa para os acionistas em substituição ao pagamento de dividendos.

Kim e Schremper (2002) afirmaram que o aumento de importância da recompra de ações nos últimos anos está intimamente ligado à legislação vigente nos países, ou melhor, à desregulamentação desses mercados no que se refere às leis que regem os mercados de capitais. A recompra de ações era vetada até recentemente em vários países, devido ao receio existente de uma possível manipulação dos preços das ações pela companhia emissora. Na Austrália, a legislação proibia a recompra de ações até 1989, e até 1995 havia regulamentação muito restritiva; no Japão, era proibida até 1994; na Alemanha, até 1998; na Suíça, até 1992; e em Hong Kong, até 1991. No Brasil, a legislação permite desde 1976 a aquisição de ações pela própria companhia emissora, sob determinadas condições.

Segundo Leal e Saito (2003), no Brasil os programas de recompra de ações estão se tornando mais comuns. Entre 1995 e 1999, o número de anúncios de programas de recompra no mercado aberto por empresas brasileiras aumentou 391%, de 11 para 54, e seu valor anunciado aumentou 1437%, de R\$ 52,3 bilhões para R\$ 803,3 bilhões.

Brigham e Ehrhardt (2006, pp. 719-720) destacam as vantagens e as desvantagens que a compra de ações de própria emissão apresentam:

As Recompras apresentam as seguintes vantagens:

- a) Os investidores interpretam como um sinal positivo o anúncio de recompra, já que, muitas vezes, essa operação é motivada pela crença da administração de que as ações da empresa estão subavaliadas;
- b) O acionista tem uma escolha: vender ou não vender. Entretanto, no caso do dividendo em dinheiro, os acionistas têm de aceitar o pagamento e pagar o imposto. Portanto, aqueles acionistas que precisam de dinheiro podem vender algumas de suas ações, enquanto os que não desejam nenhum dinheiro adicional podem simplesmente manter as ações;
- c) A terceira vantagem é que a recompra pode remover um grande bloco de ações que está “pressionando” o mercado e mantendo baixo o preço da ação;
- d) Os dividendos ficam “estacionários” durante curto período porque os administradores evitam aumentá-los se esse aumento for insustentável no futuro – os administradores preferem não cortar os dividendos por causa do sinal negativo gerado pelo corte. Assim, se a administração acredita que o fluxo de caixa excedente é apenas temporário, prefere fazer a distribuição

na forma de recompra de ações em vez de declarar um dividendo em dinheiro mais alto que não possa ser mantido;

e) As empresas podem usar o modelo residual para estabelecer um nível de distribuição de caixa-alvo, e, em seguida, dividir a distribuição em um componente de dividendos e um componente de recompras. O índice de distribuição de dividendos será relativamente baixo, mas o dividendo em si será relativamente seguro e crescerá em consequência do número decrescente de ações em circulação. A empresa fica com mais flexibilidade no ajuste da distribuição total do que teria se a totalidade fosse distribuída em forma de dividendos em dinheiro, porque as recompras podem variar de um ano para outro sem sinalizar negativamente;

f) As recompras podem ser usadas para produzir mudanças em larga escala nas estruturas de capital;

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

As Recompras apresentam as seguintes desvantagens:

a) Os acionistas podem não ser indiferentes em relação à preferência entre os dividendos e os ganhos de capital, e os preços das ações podem beneficiar-se mais dos dividendos em dinheiro do que das recompras. Os dividendos em dinheiro geralmente são mais seguros que as recompras;

b) Os acionistas vendedores podem não estar totalmente cientes de todas as implicações de uma recompra, ou não terem as informações pertinentes sobre as atividades presentes e futuras da empresa. No entanto, as empresas geralmente anunciam os programas de recompra antes de implementá-los a fim de evitar possíveis processos por parte dos acionistas;

c) A empresa pode acabar pagando demais pela ação recomprada, criando uma desvantagem para os acionistas remanescentes. Se a empresa tentar adquirir uma quantidade relativamente grande das ações de emissão própria, o preço de oferta pode ficar acima do nível de equilíbrio, e cair depois que a empresa para com as operações de recompra.

3.6.1 Métodos de Recompra de Ações

De acordo com Vermaelen (1981; 1984) e Lakonishok e Vermaelen (1990), existem basicamente três métodos utilizados pelas empresas para recomprar suas ações. O primeiro é denominado oferta a preço fixo (*fixed-price tender offer*), no qual a administração define o número de ações que pretende recomprar, assim como a data de expiração e o preço que pretende pagar – preço esse normalmente superior ao do mercado – ficando a cargo do acionista vender ou não suas ações. No Brasil, esse método recebe o nome de Oferta Pública de Ações (OPA). Esse instrumento

possui as seguintes modalidades: cancelamento de registro de companhia aberta, aquisição do controle, alienação de controle, aumento de participação do controlador, concorrente ou voluntária. Trata-se de uma oferta irrevogável e irretratável de compra ou permuta de ações e tem como destinatários todos os titulares de ações da mesma espécie e classe objeto da OPA. De acordo com Procianoy (2006), a oferta pública representa uma operação a ser realizada em uma data definida, por um preço definido, com condições claras e expressa no edital de compra de ações e publicada pela empresa ou pelo comprador.

O segundo método é conhecido como *Dutch-Auction* e foi estudado por Comment e Jarrel (1991) e Bagwell (1992). Está presente no mercado norte-americano, não existindo no Brasil. Segundo esse método, a administração define o número de ações que pretende recomprar, assim como a sua data de expiração e uma faixa com alguns preços que pretende pagar, normalmente com ágio sobre o preço de mercado. Dessa forma, os acionistas podem oferecer, sendo que a administração irá comprar a partir dos preços mais baixos até completar a quantidade previamente estipulada.

Nesses dois primeiros métodos normalmente há um ágio entre o preço de mercado e o preço ofertado, gerando conseqüentemente um retorno anormal instantâneo das ações. Vale ressaltar que, havendo acionistas interessados em vender suas ações pelo preço ofertado, a empresa é obrigada a recomprar a quantidade anunciada.

O terceiro método é denominado recompra de ações a mercado. Consiste na aquisição de ações pela própria companhia emissora, em que as empresas simplesmente recompram as ações no mercado acionário como qualquer outro investidor. Agindo assim, a empresa paga exatamente o preço de mercado pelas ações recompradas e não é obrigada a recomprar toda a quantidade de ações anunciada, podendo inclusive não recomprar uma única ação. De acordo com Ikenberry *et al.* (1995), trata-se do método mais utilizado no mercado norte-americano, com 90% do valor financeiro dos anúncios de recompra de ações realizados entre 1985 e 1993. Segundo Procianoy (2006), o anúncio de um programa de recompra não é uma obrigação de compra por parte da empresa, mas, sim, uma autorização para que a gestão da empresa possa contratar corretoras de

valores a fim de realizarem a compra a preço de mercado, se assim a gestão decidir, durante um período de seis meses e sem data definida durante esse período.

Comment e Jarrel (1991) justificaram que devido ao ágio existente e à obrigatoriedade de aquisição das ações, caso haja vendedores interessados, o poder de sinalização de uma oferta a preço fixo e muito maior do que o de uma recompra a mercado. Segundo Vermaelen (1981), uma oferta a preço fixo apresenta um retorno anormal de 17,5% frente a 3,37% de uma recompra a mercado entre os dias imediatamente anteriores e posteriores ao anúncio.

Segundo Vermaelen (2005), existe ainda outro método de recompra chamado de recompra de investidores privados (*negotiated repurchase from private investors*), no qual a empresa pode decidir comprar de volta as suas próprias ações de um grande investidor. A forma mais comum de recompra pelo método privado anunciados entre 1984 e 2001 foram feitas com desconto. Tais recompras com desconto parecem estar mais motivadas pelo desejo de proporcionar liquidez para os grandes investidores que querem simplesmente sair e estão em condições muito ruins de sua posição.

3.6.2 Motivos para um Programa de Recompra de Ações

De acordo com Gabrielli e Saito (2004), existem diversos motivos pelos quais as companhias anunciam um programa de recompra de ações. Entre as principais explicações para o evento estão, primeiramente, a recompra para ajustar sua estrutura de capital. A companhia que está pouco endividada e que possui mais capital próprio do que necessita pode, através de uma recompra de ações, restaurar um balanço mais adequado entre o capital próprio e o de terceiros. Segundo Grinblatt e Titman (2002), o ajuste da estrutura de capital via recompra de ações é bastante óbvio, pois ao retirar do mercado uma parcela de suas ações a empresa diminui a participação do capital próprio na sua estrutura de financiamento, aumentando, portanto, sua alavancagem.

Outro motivo é para a redução dos custos de agência ou excesso de fluxos de caixa, isto é, o excesso de caixa que não encontra oportunidades para ser reinvestido lucrativamente no negócio e do qual se fará um uso inadequado se for deixado na companhia. De acordo com Jensen e Meckling (1976), esse fato tende a mitigar os conflitos de agência entre administradores e acionistas de uma mesma empresa. Estimativas de Li e McNally (1999) para o mercado canadense dão suporte à hipótese da redução dos conflitos de agência. Procianny (2006) afirma que, nesse caso, quando existe a saída de recursos para a recompra de ações, menos recursos são mantidos dentro da empresa evitando o desperdício e a eventual aplicação em projetos de menor retorno ou com risco muito elevado.

A recompra também é utilizada como um substituto mais flexível e com vantagens fiscais sobre o pagamento de dividendos, existente na maioria dos mercados mundiais, mas inexistente no mercado brasileiro, no qual há uma desvantagem fiscal. O impacto dos impostos pessoais sobre a decisão dos administradores quanto ao método de transferência de caixa a utilizar – se recompra de ações ou pagamento de dividendos – no mercado norte-americano, foi estudado por Lie e Lie (1990). Suas análises encontraram resultados consistentes com a teoria de que diferentes taxações podem influenciar a decisão dos administradores, que penderia para as recompras de ações pelo fato de os ganhos de capital serem menos taxados do que a distribuição de dividendos.

Ainda, Gabrielli e Saito (2004) atentam para que no Brasil o cenário não se mantém. La Porta *et al.* (2000) compararam as vantagens e desvantagens fiscais de distribuição de dividendo em relação ao ganho de capital em 33 países ao redor do mundo. Refazendo-se as contas para o caso do Brasil – que não foi incluído na pesquisa, pelo fato de aqui existir obrigatoriedade do pagamento de dividendos – encontra-se uma vantagem fiscal para dividendos maior do que em qualquer outro país da amostra. Como no Brasil existe a possibilidade do pagamento de juros sobre capital próprio, precisou-se calcular essa vantagem para três casos distintos. Analisando os dados calculados para o mercado brasileiro, a vantagem fiscal pende para o recebimento de dividendos, em vez dos ganhos de capital resultantes da recompra de ações. Dessa forma, ao contrário do que é apontada como uma das hipóteses para a utilização do mecanismo de recompra de ações em substituição ao pagamento de dividendos, a vantagem fiscal não se aplica ao atual mercado

brasileiro. Segundo Procianoy (2006), a distribuição de lucros, na forma de recompra, para esse momento em que a tributação de ganhos de capital é superior a de dividendos no Brasil, será entendida como uma atitude não-maximizadora da riqueza dos acionistas e interpretada como uma atitude negativa por parte da gestão pelos acionistas. O melhor seria pagar dividendos ou juros sobre o capital próprio, visto que a tributação dos mesmos é muito menor do que a de ganhos de capital.

O último principal motivo para as companhias realizarem um programa de recompra de ações consiste na sinalização de uma companhia para o mercado, cujo preço de suas ações se encontre subavaliado pelo próprio mercado. Por essa razão, ocorrem diversos anúncios de recompra de ações após grandes quedas dos mercados de ações. Procianoy e Moreira (2000) destacaram que no auge da crise asiática, em outubro de 1997, que atingiu proporções mundiais, muitas empresas brasileiras decidiram optar por operações de recompra como estratégia frente à queda generalizada nas cotações negociadas na bolsa. De acordo com Copeland e Weston (1992), a hipótese da informação ou sinalização considera que o efeito do evento sobre o mercado diz respeito ao seu conteúdo informacional e surge em função da assimetria informacional entre os administradores e o público investidor. A partir disso, duas interpretações são possíveis para o evento recompra: a primeira pode considerar a recompra como um sinal de que a empresa espera bons retornos no futuro e, como segunda interpretação, o mercado pode considerar que as possibilidades de investimentos estão esgotadas.

Alguns autores, entre eles Vermaelen (1981) e Comment e Jarrell (1991), sugerem uma correlação negativa entre o anúncio de um programa de recompra de ações e a performance da ação da empresa no período anterior ao anúncio. Isso dá suporte à hipótese de que os administradores decidem recomprar ações de suas empresas quando julgam que elas se encontram subavaliadas, indicando um mercado imperfeito do ponto de vista informacional. Curiosamente, grande parte das empresas norte-americanas, que anunciaram programas de recompra de ações após a quebra de 1987, nunca recompraram tais ações, pois a sinalização para o mercado funcionou de forma positiva, elevando o preço das ações sem a necessidade de fazer a recompra. Isso pode corroborar a hipótese da sinalização, pela qual os administradores estariam sinalizando para o mercado que julgam que

as ações de suas empresas se encontram subavaliadas e pretendem tirar vantagem disso por meio de uma recompra delas a um preço mais baixo.

É importante destacar que o mercado brasileiro de capitais tem baixa liquidez para a maioria das ações negociadas na bolsa e é bastante concentrado. Com isso, há um ambiente desfavorável ao mecanismo de transferência de caixa, via recompra de ações, pois, para que haja uma efetiva transferência de caixa da empresa para os acionistas, as ações recompradas pela companhia devem ser necessariamente canceladas. Esse fato pode vir a influenciar negativamente a liquidez dessa ação, ao haver uma redução na quantidade de ações em circulação. Dessa forma, ao mesmo tempo em que existem forças agindo no sentido de uma melhora do preço das ações, há uma força oposta agindo no sentido da diminuição do preço das ações, uma vez que quanto menor a liquidez do ativo, maior o seu risco, menor a sua atratividade e menor, portanto, o seu preço. Saito (2003) encontrou um prêmio negativo pelo voto para ações ordinárias brasileiras em relação às preferenciais, devido, principalmente, à maior liquidez dessas ações. Entretanto, não há, no mundo acadêmico, um consenso a respeito da maneira como um processo de recompra de ações afeta a liquidez.

3.6.3 O Processo de Recompra no Brasil

Segundo Gabrielli e Saito (2004), pode-se sistematizar a mecânica de um programa de aquisição de ações de sua própria emissão por uma companhia da seguinte maneira: a companhia informa à BOVESPA sua intenção de realizar um programa de recompra de ações. De acordo com Procianoy (2006), a recompra deve ser autorizada por decisão da Assembléia Geral Extraordinária – AGE. Quando uma empresa tiver seu capital autorizado, a recompra também poderá ser decidida por uma Reunião do Conselho de Administração – RCA. Segue-se a RCA sobre a decisão de realização de um programa de recompra de ações, a definição das seguintes características: data de início do programa, prazo no qual a companhia poderá recomprar suas ações, classe e quantidades de ações a serem

recompradas, destino das ações a serem recompradas e sociedades financeiras intermediárias do processo. Após a AGE, ou RCA, ocorre a divulgação para o mercado por meio de um “fato relevante”.

Com isso, tem-se o início do programa de recompra de ações, no qual há a aquisição factível, não obrigatória, pela companhia de ações de sua própria emissão na bolsa de valores, pelo preço de mercado e sem redução do capital social. Após o término do prazo estipulado, durante o qual a companhia poderia recomprar suas ações, poderá haver uma nova RCA que deliberará, dentre outras coisas, a prorrogação do prazo para recompra de ações, por um novo programa de recompra de ações, subsequente ao primeiro, e sobre o destino das ações efetivamente recompradas.

A base legal sobre a qual está disposta a possibilidade de uma companhia adquirir ações de sua própria emissão encontra-se na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 – que regulamenta o mercado de valores mobiliários e cria a CVM -, e na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas. Esta última lei estende a todas as companhias a faculdade de adquirir ações de sua própria emissão. O tratamento dado pela Lei das Sociedades Anônimas à hipótese de negociação pelas companhias com ações de sua própria emissão abrandou o princípio de restrição genérico, permitindo em caráter de exceção, entre outras operações, a aquisição para cancelamento ou manutenção em tesouraria, bem como a posterior alienação desses títulos.

4 METODOLOGIA

4.1 ESTUDO DE EVENTO

Este trabalho foi realizado através do método chamado de estudo de evento. Esse método é uma ferramenta poderosa que pode auxiliar o pesquisador a aferir o impacto de mudanças na política corporativa. Esses estudos de evento podem ser definidos como a análise do impacto de um evento sobre os preços das ações. Assim é possível verificar a ocorrência de retornos anormais associados a um evento inesperado.

Segundo Kloeckner (1995), os estudos de evento permitem isolar os movimentos do mercado e eliminar o efeito de outros eventos simultâneos, de modo que pode ser feita uma análise do impacto de um evento específico sobre os preços das ações. Esse método permite verificar a existência de retornos inesperados associados a um evento, centrando-se na anormalidade do retorno das ações em torno ou na data do evento.

Conforme MacKinlay (1997), o estudo de evento é uma metodologia que permite verificar o impacto de eventos específicos no valor de mercado das empresas. O autor afirma que o possível idealizador dos estudos de eventos foi James Dolley, que em 1933, publicou um trabalho utilizando o método. Desde então, o nível de sofisticação desse tipo de estudo cresceu. Ultimamente, os pesquisadores preocupam-se principalmente em separar os movimentos do mercado como um todo e eliminar o efeito de outros eventos que ocorressem concomitantemente.

O estudo de evento (método) presume que o efeito de um evento será imediatamente refletido nos preços das ações, de modo que o impacto de um evento pode ser medido utilizando o preço das ações durante um período de tempo relativamente curto. De acordo com McWilliams e Siegel (1997), o método tornou-se popular porque evita a necessidade do uso de medidas contábeis, que têm sido criticadas por não serem bons indicadores do desempenho da empresa.

Os dados necessários para conduzir esse tipo de estudo são os nomes das empresas negociadas na BOVESPA, as datas do evento e o preço das ações. Para que os resultados não contenham vieses ou sejam imprecisos, é necessário seguir as pressuposições informadas pelos pesquisadores e seus passos quando da implementação da metodologia (McWilliams e Siegel, 1997).

Os procedimentos para condução de um estudo de evento são simples, a maioria dos autores sugere os seguintes:

- definir o evento que fornece nova informação ao mercado;
- apresentar a teoria que fundamenta a resposta do mercado ao evento em questão;
- identificar um grupo de empresas que experimentam o evento e as datas em que ocorreram;
- escolher o período de tempo durante o qual os preços serão examinados e justificar a escolha;
- eliminar a empresa da amostra ou proceder um ajuste no caso de outro evento relevante ocorrer no período em estudo;
- separar o retorno específico do ativo durante um período anterior ao evento, utilizando um modelo adequado;
- estimar o desvio padrão do retorno durante o período anterior ao evento;
- isolar o retorno específico do ativo durante o evento e no período posterior (retorno anormal);
- agregar os retornos anormais e os desvios padrão de todas as ações da amostra na data do evento e no período posterior;

- testar as hipóteses.

4.1.1 Amostra e Janela do Evento

Ao iniciar um estudo de evento, há pelo menos dois aspectos que merecem atenção especial, são eles: o tamanho da amostra e o tamanho da janela do evento. Conforme McWilliams e Siegel (1997), um aspecto importante diz respeito ao tamanho da amostra, uma vez que se considera a distribuição normal. Por isso, esses autores sugerem o uso, no caso de amostras pequenas, de métodos que não requeiram a normalidade da distribuição típicas das grandes amostras. Entretanto, Brown e Warner (1985), demonstram que mesmo para amostras pequenas, com 5 ou 20 títulos, a especificação da estatística teste não é grandemente alterada, embora o grau de assimetria e curtose nessas pequenas seja maior.

4.1.1.1 A Amostra

A amostra coletada para análise neste trabalho está compreendida entre o período de 01/01/1999 e 31/12/2006. Os dados e demais informações a respeito das empresas foram coletados através da base de dados Economática. Inicialmente, a amostra coletada contava com 275 eventos; posteriormente, foram excluídos os casos que apresentavam baixa liquidez, os bancos e as financeiras. Foram consideradas empresas com baixa liquidez as que tinham pelo menos um dia sem negociação na janela do evento (-10 a +10) ou com mais de 15 dias sem negociação no período de estimação (-110 a -11).

As empresas que apresentaram menos de 15 dias sem negociação foram mantidas na amostra final, sendo esses dias excluídos e substituídos pelo dia imediatamente anterior, de modo que se obtivessem apenas datas com negociação.

Os bancos e as financeiras foram excluídos da amostra por apresentarem comportamento diferente das demais empresas, o que pode trazer resultados com vieses. Do total da amostra inicial, restaram para análise 117 eventos compreendidos em um universo de 29 empresas (figura 1).

Ambev
Aracruz Celulose
Brasil Telecom
Brasil Telecom Participações
Braskem
Duratex
Embratel Participações
Eternit
F. Cataguazes
Gerdau
Gerdau Metalúrgica
Gradiente
lochp-Maxion
Klabin
Light
Lojas Americanas
Petrobrás PN
Sadia
Siderúrgica Nacional
Suzano Papel
Tele Centroeste Celular
Telemar NL
Telemar NL Participações
Telemar Norte Leste
Telemar Tele NL Participações
Telesp
Ultrapar
Vale do Rio Doce
Votorantim CP

Figura 1: Empresas da Amostra Final

4.1.1.2 Janela do Evento

Quanto maior a janela do evento, maior o risco de existirem outros eventos ocorrendo no período e, portanto, menor a confiabilidade dos resultados (McWilliams e Siegel, 1997). Por isso, é importante identificar a data exata do evento, cuja janela pode ser expandida para dois dias, sem prejuízo dos resultados. Para Brow e Warner (1985), o uso de janelas longas reduz o poder da estatística teste. Essa redução pode levar a inferências falsas sobre a significância de um evento. Além disso, McWilliams e Siegel (1997) argumentam que janelas curtas normalmente são capazes de captar o efeito de um evento. A natureza do evento que está sendo estudado é que define, em última análise, o comprimento da janela.

Segundo MacKinlay (1997), a data “zero” é o momento em que ocorre o evento em estudo. Assim, neste trabalho, a data utilizada como “zero” é o dia do anúncio do programa de recompra feito pela empresa. A janela do evento corresponde a 10 dias de negociações antes da data do evento, mais o dia do evento em si (anúncio) e 10 dias após – totalizando em 21 dias de negociação. O período de estimação foi de 90 dias, compreendendo o intervalo -100 a -11 dias anteriores a data do evento. A figura 2 demonstra o período de estimação e a janela do evento:

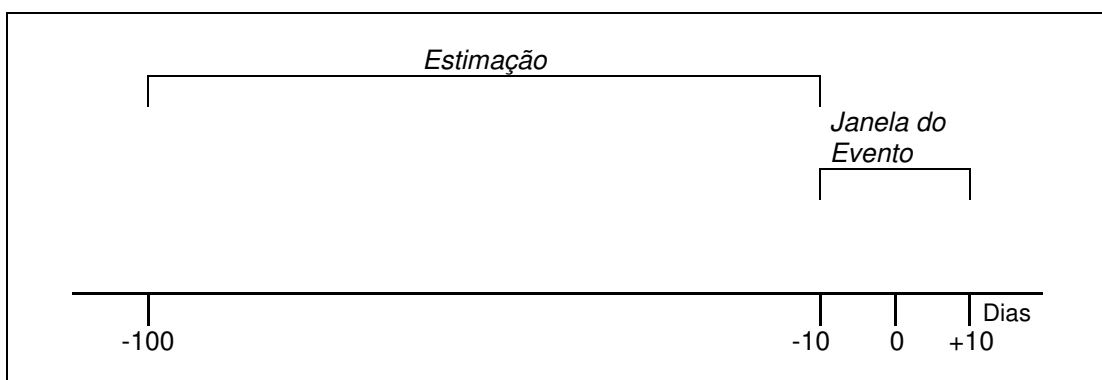


Figura 2: Período de Estimação dos Parâmetros e Janela do Evento

4.2 CÁLCULO DOS RETORNOS ANORMAIS

Para saber se a ação apresenta um retorno anormal, faz-se necessário que a mesma seja comparada a um parâmetro. No caso deste trabalho, o parâmetro de comparação é o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo – IBOVESPA. Dessa forma, a metodologia objetiva definir um retorno normal que seria o retorno da ação, sem a presença do evento, comparando-o com o mesmo ocorrido de fato no preço do ativo. Os retornos das ações e o IBOVESPA podem ser calculados com base na equação 1 abaixo:

$$R_{it} = \log(P_{i,t}) - \log(P_{i,t-1}) \quad (1)$$

Sendo R_{it} , o retorno da ação i na data t e P_{it} , o preço da ação i na data t .

Existem várias maneiras de se calcular os retornos anormais que podem ser adequados para cada tipo de situação. Brown e Warner (1985) apresentaram três modelos de cálculo de retornos anormais que são empregados em pesquisas envolvendo estudos de evento. Esses modelos são: o modelo de retorno ajustado à média, o modelo de retornos ajustados ao mercado e o modelo de retorno ajustados ao risco e ao mercado.

Neste trabalho, especificamente, o evento a ser observado é o anúncio de recompra de ações, ou seja, a influência que o anúncio de recompra de ações feita por uma empresa sobre o valor de suas ações. Para isso, o método de estudo de evento utilizado para a detecção de retornos anormais será o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado, pois é o modelo que apresenta melhores resultados na percepção de anormalidades e também é o mais utilizado nos Encontros da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ANPAD.

Esse modelo sugere que os retornos esperados podem ser estimados em função de algum método de precificação de ativos, por exemplo, o modelo de mercado. Para a utilização desse modelo, o retorno anormal é calculado através da equação 2:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t} \quad (2)$$

Sendo $AR_{i,t}$ o retorno anormal da ação i na data t ; $R_{i,t}$ o retorno da ação na data t ; e $R_{m,t}$ o retorno do portfólio de mercado na data t ; α_i , o alfa estimado da ação i (parâmetro de regressão); e β_i , o beta estimado da ação i (parâmetro de regressão).

A estimação dos parâmetros α_i e β_i é calculada através de uma regressão linear, utilizando os dados (preços das ações e IBOVESPA) para o período de estimação (-110 a -11), isto é, fora da janela do evento e sem a interferência de outros eventos simultâneos. Em seguida, com os parâmetros estimados anteriormente, são calculados os retornos esperados para o período em estudo (-10 a +10).

A partir do retorno anormal (AR) calculado com a equação 2, é apurado o valor do retorno anormal cumulativo (CAR) para cada evento. Segundo MacKinlay (1997), o CAR é fundamental para fazer inferências gerais sobre o evento em estudo, bem como para acomodar uma janela de evento com vários períodos. O cálculo do CAR é feito através da equação 3:

$$CAR_{i,t} = \sum_{T=1}^n \overline{AR}_{i,t} \quad (3)$$

Sendo $CAR_{i,t}$ o retorno anormal cumulativo da ação i do dia t .

4.2.1 Testes Estatísticos

Para testar se o retorno anormal agregado e o retorno anormal cumulativo agregado diferem significativamente de zero, foi realizado o teste t . Encontrado o retorno anormal e o retorno anormal cumulativo, é necessário medir se o retorno específico dos ativos durante a janela do evento é diferente de zero, ou seja, se é

significativo. Para isso, é realizado um teste de hipóteses para a diferença entre as médias.

A partir do teste de significância é que se pode afirmar se existiram ou não retornos anormais na amostra analisada e, portanto, determinar a existência ou não de impacto do anúncio de um programa de recompra sobre o preço das ações.

5 RESULTADOS E ANÁLISE

A amostra coletada para análise neste trabalho, está compreendida entre as datas 01/01/1999 e 31/12/2006. Após a exclusão dos casos explicados no subcapítulo 4.1, restaram 117 eventos para o estudo. Com esses eventos válidos, foram realizadas diversas segmentações e conduzido o teste de significância.

A partir do retorno da ação e do retorno do índice da Bovespa, foi feita uma regressão linear no período de estimação (-100 a -11) para encontrar o Beta (parâmetro de estimação) de cada ação. De posse desse resultado, foi calculado o retorno “normal” na janela do evento. A diferença entre o retorno “normal” e o retorno real é o retorno anormal da ação (AR_i). Com esses dados, calculou-se o retorno anormal agregado (AR) e retorno anormal cumulativo agregado (CAR).

Com o teste t de *student*, foram testadas as significâncias do AR e do CAR global e as segmentações diversas com a significância ao nível de 1%, 5% e 10%, cujos resultados são apresentados na tabela 1. Os asteriscos demonstram a significância estatística do dia na janela do evento.

Tabela 1

Retorno Anormal Agregado (AR) e Retorno Anormal Cumulativo Agregado (CAR) nos 10 dias anteriores aos 10 dias posteriores ao anúncio de 117 recompras de ações:

Dias	AR	CAR
-10	-0,0008	-0,0008
-9	-0,0007	-0,0015
-8	*** 0,0013	-0,0002
-7	** 0,0022	0,0021
-6	* 0,0029	** 0,0050
-5	-0,0008	*** 0,0042
-4	-0,0004	0,0038
-3	0,0013	0,0052
-2	-0,0013	0,0041
-1	-0,0008	0,0037
0	** -0,0034	-0,0003
1	*** -0,0017	-0,0020
2	-0,0009	-0,0029
3	-0,0010	-0,0040
4	0,0001	-0,0039
5	0,0003	-0,0036
6	-0,0010	-0,0046
7	*** -0,0016	-0,0063
8	*** -0,0015	*** -0,0077
9	0,0012	-0,0063
10	0,0004	-0,0059

*, **, ***, significante ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

A análise do teste t apresenta significância em alguns dias da janela do evento, entre eles destaca-se a data do dia do anúncio no AR, além dos dias 7 e 8 (antes e depois do evento) e do dia 6 antes do evento, que demonstrou significância de 99% no AR. Pelo CAR, apenas três dias mostraram significância estatística, são eles: 5, 6 (antes do anúncio) e 8 (após o evento).

O gráfico 1 apresenta o perfil do AR e do CAR. O perfil do AR mostra que no período anterior ao evento (-10 a -3) ocorreram sucessivos retornos positivos, e na data do anúncio uma queda de quase 0,4%. O perfil do CAR apresenta um retorno

positivo no período que antecede o evento até o dia -1, após entra em declínio chegando a aproximadamente -0,8% do 8º dia após o evento.

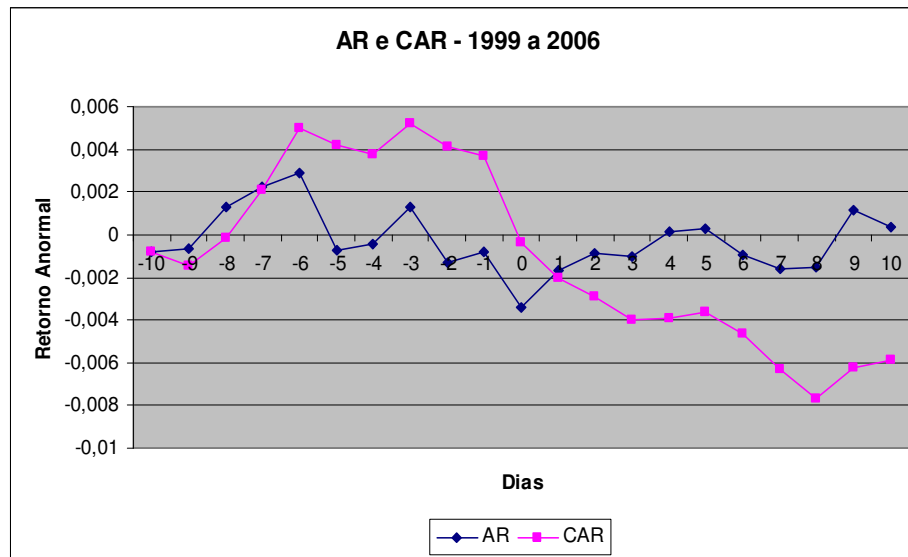


Gráfico 1: Perfil do AR e do CAR durante o período em estudo

Com os dados da amostra final foram realizadas diversas segmentações e feito o teste estatístico para verificação da significância estatística do estudo.

5.1 SEGMENTAÇÃO PELOS ANOS

A segmentação pelos anos separa a amostra em função do ano em que ocorreu o evento, assim essa segmentação dividiu a amostra em oito grupos (1999 – 2006). Essas segmentações contêm respectivamente 12, 11, 8, 15, 23, 21, 14 e 13 eventos cada. Os resultados do teste t foram inconclusivos para os anos de 1999, 2000, 2001, 2002, 2004 e 2005. No ano de 2003, o teste t mostrou que o CAR tem significância estatística para todos os dias após o anúncio de recompra ao nível de significância de 10% e para 9 dias após o evento ao nível de significância de 5%. O ano de 2006 foi o outro que teve um bom resultado no teste t. Dos 21 dias da janela do evento, o CAR apresentou 7 dias com significância ao nível de 10% e 6 ao nível de 5%.

Devido aos resultados encontrados na aplicação do teste t, foram analisados, primeiramente, os gráficos dos anos de 2003 e 2006 que tiveram um melhor resultado de significância.

O gráfico 2 mostra o perfil do AR e do CAR no ano de 2003. O perfil AR mantém-se estável (aproximadamente -0,02%) nos dias ao redor do evento. Ao final da janela, o AR tem uma queda de mais de 0,5%. O CAR foi o que apresentou maior significância no teste t. O perfil do CAR no gráfico 2 sofre queda em quase a totalidade dos dias a partir da data -3, chegando ao ponto de, aproximadamente, 2,24% negativo na data +9.

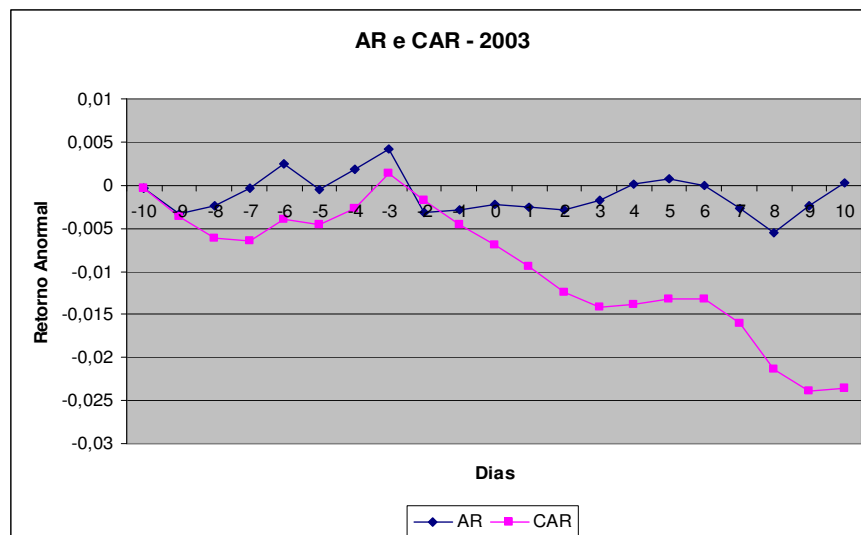


Gráfico 2: Perfil do AR e do CAR durante o ano de 2003

O gráfico 3 mostra o perfil do AR e do CAR no ano de 2006. O perfil do AR é muito semelhante ao do gráfico do ano de 2003, com pouca variação em torno do evento. O perfil do CAR demonstra queda constante entre os dias -4 e +8 da janela do evento, variando em aproximadamente em 2% nesse período. Assim como o AR, o CAR tem movimento muito parecido com o do gráfico 2.

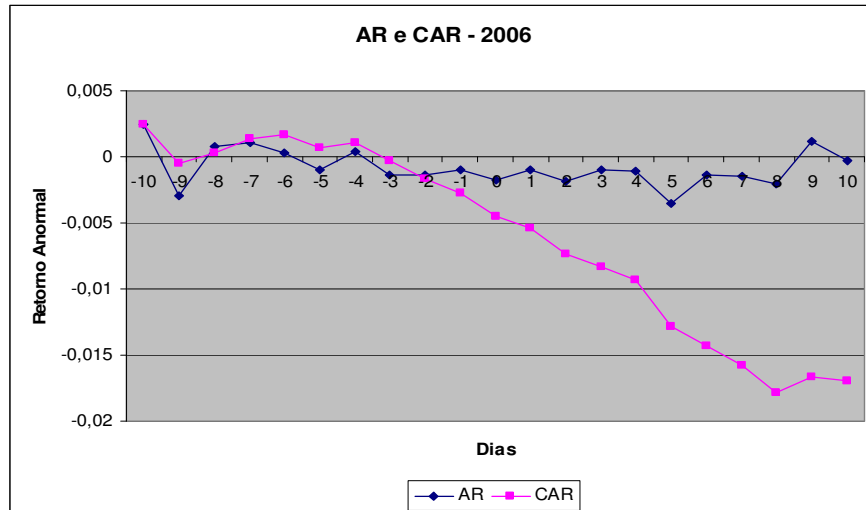


Gráfico 3: Perfil do AR e do CAR durante o ano de 2006

O gráfico 4 mostra o perfil do AR e do CAR no ano de 1999. O perfil do AR não apresenta grandes alterações, mantendo-se oscilando entre -0,04% e 0,06% na maior parte da janela. O perfil do CAR parece indicar que o anúncio faz o CAR cair, visto que a partir do evento o retorno continua sempre abaixo dos -0,14% do dia zero.

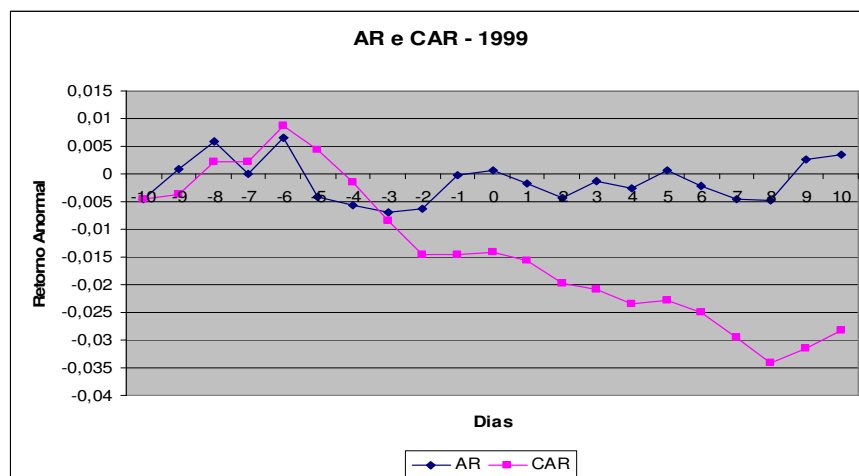


Gráfico 4: Perfil do AR e do CAR durante o ano de 1999

O gráfico 5 mostra o perfil do AR e do CAR no ano de 2000. O AR cai mais do que 1,5% no dia do anúncio da recompra; sendo que, após essa data, a maioria dos retornos dentro da janela do evento são negativos. O perfil do CAR atinge o pico de aproximadamente 1,7% no 3º dia antes do anúncio e a partir dessa data sofre queda em praticamente todo o restante da janela do evento.

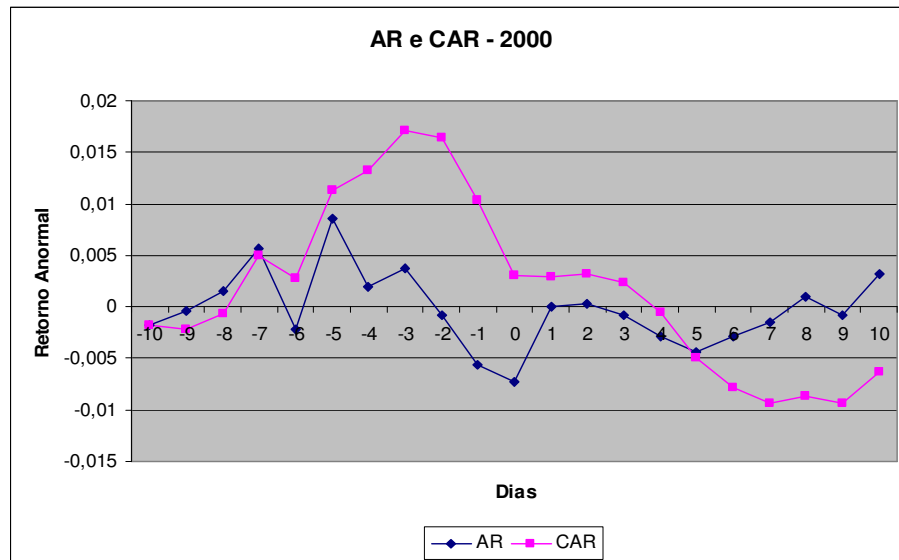


Gráfico 5: Perfil do AR e do CAR durante o ano de 2000

No gráfico 6, é demonstrado o perfil do AR e do CAR no ano de 2002. Assim como ocorreu no primeiro gráfico, o AR apresenta queda de mais de 1% no dia do evento, após sucessivos dias de retornos positivos. O perfil do CAR teve o pico no dia anterior ao anúncio da recompra, chegando a aproximadamente 4,8%. Após o evento, o CAR estabiliza-se entre 2% e 3%.

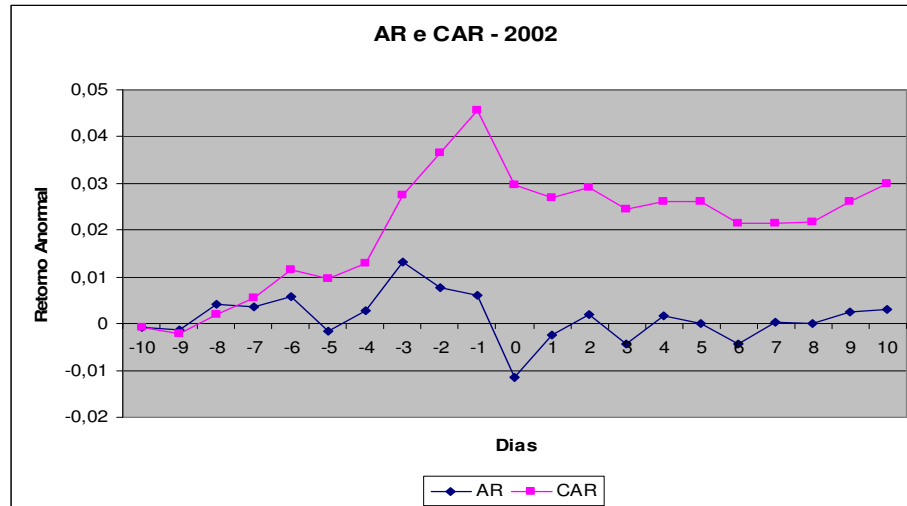


Gráfico 6: Perfil do AR e do CAR durante o ano de 2002

O gráfico 7 apresenta o perfil do AR e do CAR no ano de 2005. O AR, mais uma vez, ficou negativo no dia do evento, chegando a -0,25%. Após o evento, o AR teve retorno negativo na maior parte da janela. Antes da data do anúncio, o CAR esteve estável positivamente, oscilando entre 0,07% e 0,4%. Logo após, o evento apresentou uma queda consecutiva, chegando a -1,26% no último dia da janela.

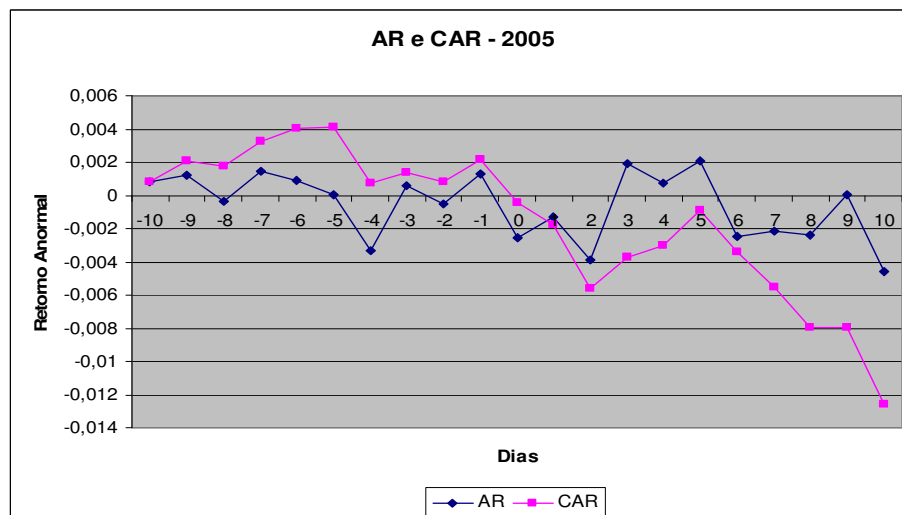


Gráfico 7: Perfil do AR e do CAR durante o ano de 2005

5.2 SEGMENTAÇÃO POR REPRESENTATIVIDADE NO IBOVESPA

A segmentação por representatividade no IBOVESPA separa em dois grupos a amostra total de 117 eventos. O primeiro deles é o grupo das empresas que possuem representatividade no Índice da Bolsa de Valores de São Paulo – IBOVESPA. Essas empresas geralmente possuem maior liquidez do que o restante e representam aproximadamente 66% da amostra em estudo. O segundo grupo é o das empresas que não possuem representatividade no IBOVESPA e conta com 40 eventos na divisão.

O teste t de *student* identificou uma boa significância; principalmente, no grupo das companhias sem representatividade no IBOVESPA. Na tabela 2 são apresentados o AR e o CAR do grupo com representatividade no IBOVESPA e os respectivos resultados do teste t:

Tabela 2

Retorno Anormal Agregado (AR) e Retorno Anormal Cumulativo Agregado (CAR) nos 10 dias anteriores aos 10 dias posteriores ao anúncio de 117 recompras de ações para o grupo com representatividade no IBOVESPA:

Dias	AR	CAR
-10	0,0000	0,0000
-9	-0,0007	-0,0007
-8	** 0,0019	0,0012
-7	* 0,0039	** 0,0051
-6	** 0,0030	* 0,0081
-5	-0,0002	* 0,0079
-4	0,0002	* 0,0080
-3	0,0035	** 0,0118
-2	0,0004	** 0,0125
-1	-0,0005	*** 0,0126
0	** -0,0043	0,0074
1	*** -0,0020	0,0053
2	-0,0008	0,0045
3	0,0005	0,0048
4	-0,0002	0,0046
5	0,0005	0,0052
6	-0,0008	0,0044
7	** -0,0026	0,0017
8	0,0002	0,0019
9	*** 0,0024	0,0047
10	0,0004	0,0052

*, **, ***, significante ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

O gráfico 8 apresenta o perfil do AR e do CAR para amostra das empresas que possuem representatividade no IBOVESPA. O AR apresentou um retorno de 0,43% negativo no dia do anúncio, sendo que, no período anterior a essa data, o AR, praticamente, foi positivo até o 9º dia antecedente ao evento. Até a data do evento, o CAR apresentou uma considerável elevação, batendo no pico no dia anterior ao evento em 1,26%. Depois do anúncio, teve uma queda e, a partir do primeiro dia após evento, variou entre 0,01% e 0,05% até o final da janela.

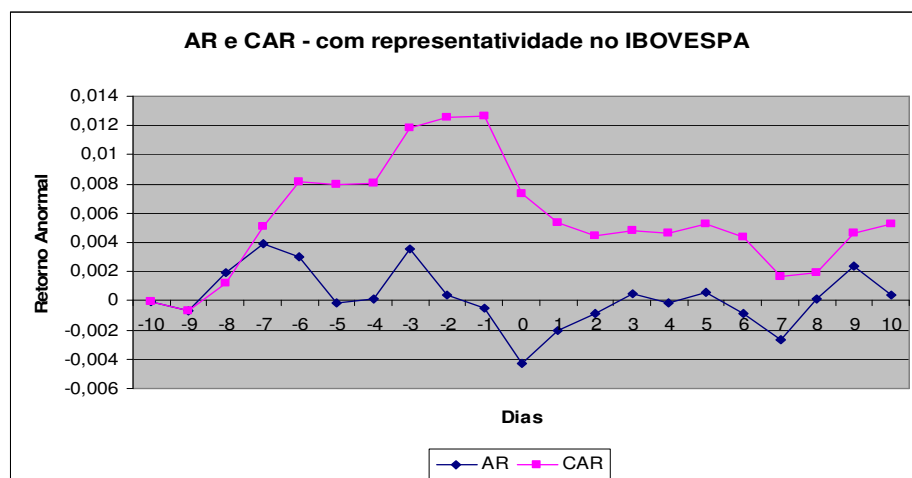


Gráfico 8: Perfil do AR e do CAR das empresas com representatividade no IBOVESPA

Na tabela 3 são apresentados o AR e o CAR do grupo sem representatividade no IBOVESPA e os respectivos resultados do teste t:

Tabela 3

Retorno Anormal Agregado (AR) e Retorno Anormal Cumulativo Agregado (CAR) nos 10 dias anteriores aos 10 dias posteriores ao anúncio de 117 recompras de ações para o grupo sem representatividade no IBOVESPA:

Dias	AR	CAR
-10	-0,0023	-0,0023
-9	-0,0007	-0,0030
-8	0,0002	-0,0028
-7	-0,0009	-0,0037
-6	*** 0,0026	-0,0011
-5	-0,0019	-0,0030
-4	-0,0015	-0,0045
-3	-0,0029	*** -0,0075
-2	** -0,0046	* -0,0121
-1	-0,0015	* -0,0136
0	-0,0016	* -0,0152
1	-0,0010	* -0,0162
2	-0,0010	* -0,0172
3	* -0,0040	* -0,0211
4	0,0007	* -0,0203
5	-0,0003	* -0,0207
6	-0,0013	* -0,0220
7	0,0003	* -0,0217
8	* -0,0047	* -0,0262
9	-0,0011	* -0,0273
10	0,0002	* -0,0272

*, **, ***, significante ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

O perfil do AR e do CAR para as empresas que não possuem representatividade no IBOVESPA é mostrado no gráfico 9. Ao longo da janela do evento, o AR fica entre +0,5% e -0,5%, sem nenhuma variação mais brusca, mesmo depois da data do evento. O CAR apresenta uma queda constante a partir do 5º dia anterior ao anúncio da recompra, atingindo, ao final da janela do evento, valores próximos dos -3%.

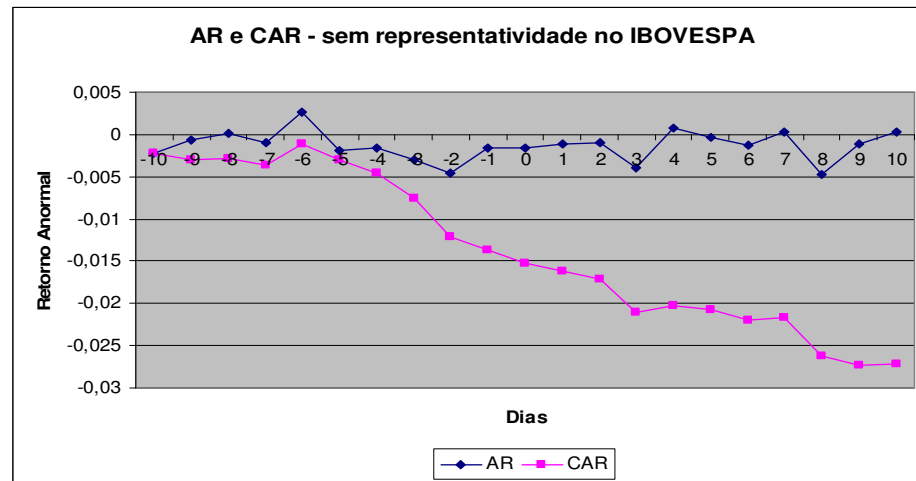


Gráfico 9: Perfil do AR e do CAR das empresas sem representatividade no IBOVESPA

5.3 SEGMENTAÇÃO PELO VALOR DE MERCADO

A segmentação pelo valor de mercado divide a amostra final em duas partes, sendo a primeira composta com as empresas da amostra com valor de mercado (Preço Ação x N° Total de Ações) superior a R\$ 5.000.000.000,00 e a segunda pelas companhias com o valor de mercado inferior a R\$ 5.000.000.000,00.

O teste t não foi capaz de indicar um efeito positivo para o grupo das empresas com valor de mercado inferior a R\$ 5.000.000.000,00; sendo que apenas 4 dias apresentam significância ao nível de 5 e 10% para o AR e nenhuma significância para o CAR. Para o outro grupo, o teste identificou significância para os retornos conforme a tabela 4:

Tabela 4

Retorno Anormal Agregado (AR) e Retorno Anormal Cumulativo Agregado (CAR) nos 10 dias anteriores aos 10 dias posteriores ao anúncio de 117 recompras de ações para o grupo com valor de mercado superior a R\$ 5.000.000.000,00:

Dias	AR	CAR
-10	-0,0003	-0,0003
-9	-0,0004	-0,0004
-8	-0,0013	-0,0018
-7	** 0,0011	-0,0007
-6	** 0,0027	** 0,0020
-5	*** 0,0022	0,0042
-4	-0,0015	0,0027
-3	0,0002	0,0028
-2	-0,0008	0,0020
-1	* -0,0007	0,0013
0	-0,0034	-0,0021
1	-0,0014	*** -0,0036
2	*** -0,0018	** -0,0054
3	-0,0019	*** -0,0073
4	0,0007	*** -0,0066
5	0,0008	*** -0,0058
6	-0,0003	** -0,0061
7	-0,0014	*** -0,0074
8	-0,0002	** -0,0075
9	-0,0015	** -0,0091
10	-0,0002	** -0,0093

*, **, ***, significante ao nível de 1%, 5% e 10% respectivamente.

O gráfico 10 mostra o perfil do AR e do CAR para o segmento das empresas que possuem valor de mercado superior a R\$ 5.000.000.000,00. O padrão do AR sofre variações com amplitude ao redor de 0,4% nos dias que antecedem o anúncio. No dia do evento, o AR tem um retorno de -0,34%, voltando a ficar, após o dia “zero”, dentro dos parâmetros de amplitude que antecederam o momento do anúncio da recompra. O padrão do CAR é similar ao observado para a amostra completa, atingindo o pico de aproximadamente 0,42% antes do evento e caindo até chegar a 0,95% de retorno de mercado ao final da janela do evento.

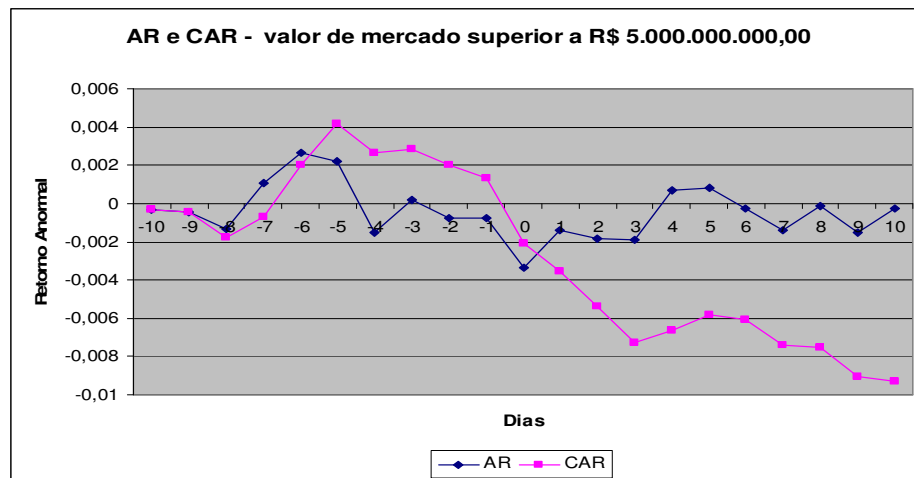


Gráfico 10: Perfil do AR e do CAR das empresas com valor de mercado superior a R\$ 5.000.000.000,00

O gráfico 11 mostra o perfil do AR e do CAR para o segmento das empresas que possuem valor de mercado inferior a R\$ 5.000.000.000,00. Assim como na segmentação do período em estudo, o AR tem comportamento oscilando entre negativo e positivo antes do anúncio da recompra. Na data do evento o AR aproxima-se de 0,6% negativos. O CAR, novamente, tem padrão semelhante a da segmentação global, com elevação quase contínua antes do evento e queda até, praticamente, o fim da janela do evento.

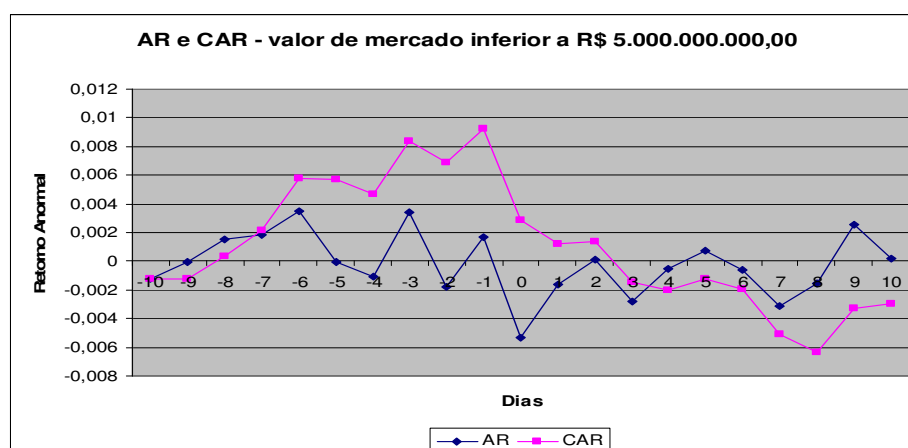


Gráfico 11: Perfil do AR e do CAR das empresas com valor de mercado inferior a R\$ 5.000.000.000,00

5.4 ANÁLISE

De acordo com as diversas segmentações apresentadas, os perfis do AR e do CAR indicam uma mudança sensível no comportamento dos retornos anormais na data do anúncio da recompra. A única segmentação que teve AR positivo na data do evento foi a do grupo de empresas que anunciaram recompra no ano de 1999, que teve um retorno anormal de aproximadamente 0,06%. O resultado do teste t para o grupo de 1999 apresentou significância estatística em apenas um dos dias da janela do evento, o que demonstra que não houve comportamento anormal nesse grupo.

De modo geral, parece que o mercado identifica como não sendo uma boa forma de investimento dos recursos das companhias a recompra de ações; principalmente, em se tratando do mercado brasileiro, que possui desvantagem fiscal, conforme discutido no capítulo 3. O gráfico que demonstrou o período em estudo apresentou um AR de aproximadamente 0,34% negativo, no fechamento da data do anúncio do programa de recompra. O teste t para os retornos anormais em estudo demonstrou significância estatística em 33% dos casos, ao nível de 10%, sendo que estão incluídas nesses dias as datas zero e +1, o que comprova o comportamento anormal das ações das companhias que fizeram anúncio.

A hipótese de utilização de um programa de recompra de ações como um substituto mais flexível e com vantagens fiscais sobre o pagamento de dividendos, não se aplica ao mercado brasileiro – justamente por essa hipótese não ser verdadeira neste mercado. Os resultados encontrados corroboram com a premissa de que no Brasil um dividendo obtém um efeito igual e com maior vantagem fiscal para os acionistas.

Os gráficos do CAR, para todas as segmentações, apresentam padrões muito semelhantes, demonstrando um aumento positivo durante todo o período da janela do evento que antecede o anúncio. Entretanto, logo após o anúncio, o perfil do CAR entra em declínio em praticamente todos os gráficos ao final da janela do evento, terminando com retorno negativo. Pode-se notar isso claramente no gráfico 1, cujo CAR no dia 3, antes do evento, é de 0,52% positivo. Logo após o anúncio do evento, o CAR torna-se negativo e assim fica até o final da janela do evento, chegando a -

0,77% no oitavo dia pós-evento. No teste t, realizado nos segmentos selecionados, o CAR teve como resultado uma confiabilidade estatística superior em relação ao AR.

A segmentação por ano apresentou uma boa significância estatística para os grupos de 2003 e 2006. O perfil do CAR nesses dois grupos mostra um comportamento de declínio no período que sucede o evento, corroborando com a hipótese de que o mercado reage de forma adversa quando o programa de recompra é anunciado pelas companhias. O CAR nesses dois grupos chega a -2,4% e -1,7% nos anos de 2003 e 2006, respectivamente, após apresentarem antes do evento retornos positivos de 0,01% e 0,2%.

O segmento por representatividade apresentou perfis bem distintos entre as companhias que têm representatividade no IBOVESPA e as que não possuem. As empresas que têm peso no IBOVESPA apresentaram um CAR positivo em quase toda a janela do evento, chegando ao pico 1,26% em -1 dia. O teste t para esse grupo não foi relevante estatisticamente. Uma das explicações para esse comportamento positivo, deve-se a importância que tais empresas têm na bolsa brasileira, podendo não ser afetadas por eventos como o deste estudo. Enquanto as companhias que não possuem representatividade no índice apresentaram um comportamento do CAR semelhante ao da amostra total. O teste estatístico mostrou expressiva significância do CAR, obtendo resultado significativo em 14 dos 21 dias da janela do evento. A partir do dia -3 até o final da janela, para esse grupo, o teste apontou como significativo o retorno, fazendo com que seja reforçada a hipótese de que o mercado não reage de forma ascendente ao anúncio de recompra.

O principal motivo utilizado para as companhias anunciarem um programa de recompra é o de sinalizar que as ações estão com seus preços baixos em relação ao seu real valor. Entretanto, em nenhum dos segmentos testados pode-se observar de forma estatística que a hipótese de sinalização tenha trazido retorno positivo em relação ao preço da ação; pelo contrário, o mercado reagiu de forma a não aumentar esse valor. O único grupo analisado que obteve retorno positivo na data “zero” foi o do ano de 1999, que, conforme já dito, não apresentou significância estatística através do teste t. A hipótese de sinalização pode ser prejudicada também pela baixa liquidez que a maioria das ações negociadas na bolsa apresenta.

A hipótese do reforço do controle acionário pode ter alguma influência em relação ao comportamento demonstrado pelo mercado. No momento em que uma empresa recompra ações e aumenta o percentual relativo da posição acionária do

controlador, acaba, por conseqüência, diminuindo a liquidez da ação no mercado secundário, pelo simples fato de ter menos ações para negociação.

As recompras motivadas pelo conflito de agência fariam com que os valores dos preços das ações subissem, pois essa é uma atitude dos gestores para que o capital excessivo que está parado dentro da companhia não seja utilizado em investimento de baixo retorno ou utilizado de forma errônea, fazendo com que os ganhos sejam pequenos. Assim, não se percebe de forma relevante, neste estudo, a hipótese do conflito de agência.

Dessa forma, observando o comportamento do CAR nos diversos gráficos, percebe-se que o mercado reage de forma negativa ao evento. Esse perfil do CAR, identificado em todas as segmentações, fortalece a hipótese de que a recompra não é uma estratégia maximizadora da riqueza dos acionistas, pelo menos, não no mercado pesquisado.

CONCLUSÃO

Este estudo buscou analisar a existência de impactos do anúncio de um programa de recompra de ações sobre o preço das mesmas. Para isso, foi realizado um estudo de evento com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), que anunciaram recompra no período de 01/01/1999 até 31/12/2006. A amostra final foi composta de 117 eventos compreendidos em um universo de 29 empresas.

A janela do evento estudada foi composta de 21 dias, sendo que as datas são de -10 a +10, tendo a data “zero” como a dia do anúncio da recompra. Para essa janela, foi calculado um retorno anormal para cada ação e para cada dia, além do retorno do IBOVESPA. Foi feita uma regressão linear no período de estimação (-100 a -11) para achar os parâmetros de regressão. Com esses parâmetros, foi possível calcular dentro da janela do evento os retornos anormais. Foram testadas as significâncias dos retornos anormais através do teste t de *student*, que demonstrou um comportamento anormal em vários dias dentro da janela do evento. Esse teste é de grande importância no diagnóstico de confiabilidade estatística nesse tipo de estudo. A partir dessas informações, vai-se determinar se há ou não impacto do anúncio de um programa de recompra sobre o valor das ações.

Através das análises feitas nas diversas segmentações, pode-se verificar que o anúncio de recompra tem, em geral, um efeito negativo sobre o preço das ações, não sendo essa uma estratégia maximizadora da riqueza dos acionistas. Os perfis do AR e do CAR, para toda amostra, apresentaram significância estatística em mais de 30% dos dias da janela do evento, levando a crer que existe um comportamento anormal.

Das justificativas apresentadas pela literatura, a hipótese de vantagens fiscais não se aplica ao mercado brasileiro, pois aqui as vantagens pendem ao recebimento de dividendo ou juros sobre o capital próprio, em vez de ganhos de capital (recompra). A hipótese da sinalização apontada como principal motivador de recompra de ações, por Gabrielli e Saito (2004), teve, neste estudo, um resultado negativo, isto é, o anúncio do programa não foi capaz de fazer com que o valor da ação subisse. A hipótese do reforço do controle acionário é o único que apresenta uma justificativa plausível aos resultados encontrados, pois retirando parte das

ações do mercado acionário a empresa, conseqüentemente, acaba diminuindo a liquidez do papel e o seu valor.

O mercado brasileiro ainda não é muito desenvolvido quando comparado ao mercado americano, por isso, deve-se cuidar ao estender os resultados encontrados em outros países e outros mercados. Também é importante levar em consideração as diferentes legislações existentes em cada mercado.

Isso posto, este estudo espera ter contribuído com novas informações no campo da área das finanças, no qual ainda existem tantas incertezas e tantas dúvidas. Os resultados encontrados identificaram evidências de que o anúncio de um programa de recompra de ações influenciam negativamente os retornos anormais, contrariando outros resultados obtidos anteriormente por outros estudos.

REFERÊNCIAS

BAGWELL, L. S. Dutch Auction Repurchase: an analysis of shareholder heterogeneity. **The Journal of Finance**, mar. 1992.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. In: **Diário Oficial da União**, Brasília, 1976.

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

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

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

BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRIGHAM, Eugene F. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Thomson, 2006.

BRITO, N.; RIETTI, R. Efeito clientela, níveis marginais de taxação e eficiência: o caso dos dividendos no mercado acionário brasileiro. **Revista de Administração**, São Paulo, mar.1981.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using daily stock returns – the case of event studies. **Journal of Financial Economics**, North – Holland, mar. 1985.

COMMENT, R.; JARREL, G. A. The relative signaling power of dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. **The Journal of Finance**, set. 1991.

COMPANHIAS aproveitam baixa do mercado e recompram ações. **Valor econômico**, São Paulo, jun. 2005.

COMPANY vai recomprar até 10% das ações. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, jun. 2006.

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

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**: manual do usuário. Porto Alegre: Bookman, 2002.

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

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

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 3 ed. São Paulo: Harba, 1984.

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

GRINBLATT, M. S.; TITMAN, S. **Financial Markets and Corporate Strategy**. 2. ed. New York: McGraw-Hill, 2002.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior. Agency costs and ownweship structure. **Journal of Financial Economics**, 1976.

JOHN LINTNER, Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to corporations. **Review of Economics and Statistics**, ago.1962.

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

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

LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Anomalous price behavior around repurchase tender offers. **The Journal of Finance**, jun.1990.

LA PORTA, R. et al. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. **Journal of Finance**, 2000.

LEAL, R. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, 2003.

LEVY, Hm.; SARNAT, M. **Portfolio and Investment** .Selection: Theory and Praticce. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1988.

LI, K.; MCNALLY, W. **Information signaling or agency conflicts: what explains Canadian open market share repurchases?** Working paper, University of British Columbia – Canada and University of Victoria – Canada, February, 1999.

LIE, E.; LIE, H. J. The Role Personal Taxes in Corporate Decisions: An empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends. **Journal of Financial e Quantitative Analysis**, 1999.

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

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, mar. 1997.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Event studies in management research theoretical and empirical issues. **Academy of Management Journal**, 1997.

MILLER, M.; F. MODIGLIANI. Dividend policy, Growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, 1961.

NETO, José de Pietro. **A sinalização na política de distribuição de lucros: volatilidade, sentido do mercado e magnitude dos proventos.** Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Faculdade de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2006.

MOREIRA, L. F. **A recompra de ações na BOVESPA.** Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Faculdade de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2000.

PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, 1993.

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

ROSS, Stephen A. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

SAITO, R. Determinants of the Differential Pricing between Voting and Non-Voting Shares in Brazil. **Brazilian Review of Econometrics**, 2003.

VERMAELEN, T. Common stock repurchases and market signaling: an empirical study. **Journal of Financial Economics**, 1981.

ANEXO

Amostra	Empresa	Data Anúncio
1	Ambev PN	11/2/1999
2	Ambev PN	1/6/1999
3	Embratel Participações ON	25/6/1999
4	Embratel Participações PN	25/6/1999
5	Klabin PN	21/7/1999
6	Light ON	23/3/1999
7	Sadia PN	10/2/1999
8	Suzano Papel PNA	8/10/1999
9	Telemar Tele NL Participações ON	18/6/1999
10	Telemar Tele NL Participações ON	17/9/1999
11	Telemar Tele NL Participações pN	18/6/1999
12	Telemar Tele NL Participações pN	17/9/1999
13	Aracruz Celulose PNB	27/10/2000
14	Duratex PN	19/4/2000
15	Duratex PN	18/7/2000
16	F. Cataguazes PNA	1/6/2000
17	F. Cataguazes PNA	1/9/2000
18	Gradiente pna	19/6/2000
19	lochp-Maxion pn	7/8/2000
20	Klabin pN	8/8/2000
21	Vale do Rio Doce ON	27/10/2000
22	Vale do Rio Doce PN	27/10/2000
23	Votorantim CP	20/10/2000
24	Ambev PN	8/11/2001
25	Duratex PN	25/5/2001
26	Duratex PN	23/11/2001
27	Embratel Participações ON	31/8/2001
28	Embratel Participações PN	31/8/2001
29	Tele Centroeste Celular ON	26/6/2001
30	Tele Centroeste Celular PN	26/6/2001
31	Ultrapar PN	24/10/2001
32	Ambev ON	13/3/2002
33	Ambev ON	24/6/2002
34	Ambev PN	5/2/2002
35	Ambev PN	30/9/2002
36	Brasil Telecom Participações ON	2/10/2002
37	Brasil Telecom Participações PN	2/10/2002
38	Brasil Telecom PN	2/10/2002
39	Duratex PN	24/5/2002
40	Duratex PN	22/11/2002
41	Embratel Participações ON	1/7/2002
42	Embratel Participações PN	1/7/2002
43	Lojas Americanas PN	11/4/2002
44	Lojas Americanas PN	10/7/2002
45	Telemar Norte Leste PNA	6/8/2002
46	Ultrapar PN	22/4/2002
47	Ambev PN	24/1/2003
48	Ambev PN	25/4/2003

49	Ambev PN	11/6/2003
50	Brasil Telecom Participações ON	2/1/2003
51	Brasil Telecom Participações ON	14/4/2003
52	Brasil Telecom Participações ON	6/8/2003
53	Brasil Telecom Participações PN	2/1/2003
54	Brasil Telecom Participações pN	14/4/2003
55	Brasil Telecom Participações pN	6/8/2003
56	Brasil Telecom ON	2/1/2003
57	Brasil Telecom ON	14/4/2003
58	Duratex PN	25/3/2003
59	Duratex PN	25/6/2003
60	Duratex PN	24/9/2003
61	Gerdau Metalúrgica PN	18/11/2003
62	Gerdau PN	18/11/2003
63	Lojas Americanas PN	7/1/2003
64	Lojas Americanas PN	4/4/2003
65	Lojas Americanas PN	6/6/2003
66	Lojas Americanas PN	5/9/2003
67	Lojas Americanas PN	4/12/2003
68	Telemar Norte Leste PNA	17/6/2003
69	Ultrapar ON	25/9/2003
70	Ambev ON	24/3/2004
71	Ambev ON	26/5/2004
72	Ambev PN	24/3/2004
73	Ambev PN	26/5/2004
74	Ambev PN	8/7/2004
75	Ambev PN	16/9/2004
76	Brasil Telecom Participações ON	15/9/2004
77	Brasil Telecom Participações pN	15/9/2004
78	Brasil Telecom pN	15/9/2004
79	Embratel Participações ON	2/2/2004
80	Embratel Participações PN	2/2/2004
81	Lojas Americanas PN	3/3/2004
82	Lojas Americanas PN	2/6/2004
83	Lojas Americanas PN	1/9/2004
84	Siderúrgica Nacional ON	29/4/2004
85	Siderúrgica Nacional ON	28/10/2004
86	Siderúrgica Nacional ON	23/12/2004
87	Telemar NL PNA	4/6/2004
88	Telemar NL Participações ON	4/6/2004
89	Telemar NL Participações pN	4/6/2004
90	Votorantim CP PN	17/5/2004
91	Ambev ON	8/11/2005
92	Ambev pN	8/11/2005
93	Aracruz Celulose PNB	7/6/2005
94	Duratex PN	18/2/2005
95	Embratel Participações ON	29/6/2005
96	Embratel Participações PN	29/6/2005
97	Eternit SA ON	18/11/2005
98	Klabin	31/10/2005
99	Lojas Americanas PN	31/8/2005
100	Sadia pn	27/6/2005

101	Siderúrgica Nacional ON	27/5/2005
102	Telemar NL Participações ON	27/1/2005
103	Telemar NL Participações PN	27/1/2005
104	Votorantim CP PN	18/5/2005
105	Ambev ON	23/2/2006
106	Ambev ON	9/8/2006
107	Ambev ON	15/11/2006
108	Ambev PN	23/2/2006
109	Ambev PN	9/8/2006
110	Ambev PN	15/11/2006
111	Braskem PN	4/5/2006
112	Klabin PN	7/11/2006
113	Petrobras PN	16/12/2006
114	Sadia PN	27/9/2006
115	Telesp ON	26/9/2006
116	Telesp PN	26/9/2006
117	Ultrapar PN	3/8/2006