

A Recompra de ações e a análise fundamentalista: um estudo empírico na Bovespa no período de 1994 a 2006

Silvania Neris Nossa [†]

Fucape Business School

Alexsandro Broedel Lopes ^Ω

Universidade de São Paulo

Aridelmo Teixeira [¥]

Fucape Business School

RESUMO: Este estudo objetiva verificar se existe relação entre o anúncio de recompra de ações por empresas *winner*s ou empresas *loser*s e o retorno anormal. A classificação das empresas em *winner*s e *loser*s segue a metodologia proposta por Piotroski (2000) e adaptado ao mercado brasileiro por Lopes e Galdi (2007). Os dados utilizados foram obtidos na base de dados Economática. Os dados se referem às empresas listadas na Bovespa no período de 1994 a 2006. O teste das hipóteses foi realizado por meio da análise de regressão com dados em painel. Verificou-se que tanto as empresas *winner*s quanto as empresas *loser*s, que anunciaram a recompra de ações no período de 1994 a 2006, não têm relação com o retorno anormal, sem especificar o período antes e após a Instrução CVM 299/1999. Ao segregar o período em antes e após a Instrução CVM 299/1999, há relação negativa entre as empresas *loser*s que anunciaram a recompra de ações no período de 1994 a 1999, enquanto as empresas *winner*s não têm relação estatisticamente significativa com o retorno anormal. Verificou-se também que tanto as empresas *winner*s quanto as empresas *loser*s, que anunciaram a recompra de ações no período de 2000 a 2006, têm relação positiva com o retorno anormal.

Palavras chaves: Recompra de ações, empresas *winner*s, empresas *loser*s, avaliação de empresas, portfolio de ações.

Recebido em 08/04/2010; aceito em 15/04/2010

Correspondência autores*:

[†] Mestre em Ciências Contábeis pela Fucape Business School

Endereço: Av. Fernando Ferrari, n.1358, Goiabeiras, Vitória - ES - Brasil, CEP 29.075-505.

E-mail: silvanianossa@uol.com.br

Telefone: (27) 4009 4444 Fax: (27) 4009 4422

^Ω PhD in Accounting and Finance pela Manchester Business School

Professor Titular da Universidade de São Paulo

Endereço: Endereço: Av. Prof. Luciano Gualberto 908 - FEA3 – São Paulo - SP - Brasil, CEP 05508-900.

E-mail: broedel@usp.br Telefone: (11) 30915820 FAX: (11) 30915822

[¥] Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo.

Professor da Fucape Business School
Endereço: Av. Fernando Ferrari, 1358, Goiabeiras, Vitória - ES - Brasil, CEP 29.075-505.

E-mail: aridelmo@fucape.br

Telefone: (27) 4009 4444 Fax: (27) 4009 4422

Nota do Editor: Esse artigo foi aceito por Antonio Lopo Martinez.

1. INTRODUÇÃO

O bjetiva-se com esta pesquisa verificar se existe relação entre o anúncio de recompra por empresas *winner*s ou *loser*s e o retorno anormal no ano do anúncio de recompra, por empresas listadas na Bovespa no período de 1994 a 2006. Ressalta-se que a classificação das empresas em *winner*s e *loser*s ocorre dois anos antes do anúncio da recompra. Os resultados empíricos encontrados neste estudo são parcialmente contrários à relação esperada na literatura nacional e internacional.

O acionista busca os melhores papéis, ou seja, títulos que lhe proporcionem retorno anormal positivo. Piotroski (2000) ressalta que juntar as empresas que têm indicação de atingir retorno anormal positivo futuro (*winner*s), por meio de indicadores financeiros, e ainda separar as empresas que praticam eventos, que possam indicar retorno anormal positivo, é um ambiente a ser explorado.

Este estudo foi desenvolvido a partir do resultado de pesquisa de Piotroski (2000), Gabrielli e Saito (2004) e Lopes e Galdi (2007). Lopes e Galdi (2007) adaptaram e testaram a proposta de Piotroski (2000) no mercado brasileiro e observaram que é possível atingir retornos anormais positivos, por meio da análise de nove indicadores contábeis que classificam as empresas em *winner*s e *loser*s, de acordo com a expectativa de retorno.

No mercado brasileiro, Gabrielli e Saito (2004) encontraram retorno anormal negativo, para as empresas que anunciaram a recompra de ações no período de 1994 a 1999, e positivo no período de 2000 a 2002, que se explica pela Instrução CVM 299/1999, que se apresenta como proteção ao acionista minoritário em relação à recompra de ações. A variação na concentração de empresas *winner*s e *loser*s também poderia ser uma justificativa para a variação no sinal do retorno anormal.

Diante do exposto apresenta-se a questão de pesquisa: existe relação entre o anúncio de recompra de ações por empresas *winner*s ou *loser*s e o retorno anormal?

As variáveis (*price-to-book*, tamanho, liquidez, dívida/ativo) foram estudadas por Fama e French (1996), Ho, Liu e Ramanan (1997), Ikembery, Lakonishok e Vermaellen (2000), Dittmar (2000), D'Mello e Shroff (2000), Piotroski (2000) e Lopes e Galdi (2007)) como variáveis explicativas para o retorno anormal.

A análise de regressão em painel com efeito fixo foi utilizada para estudar a relação do retorno anormal, como variável explicada, pelas variáveis explicativas: empresas *winner*s e *loser*s, que anunciaram a recompra de ações, o impacto temporal encontrado por Gabrielli e Saito (2004) e ainda as variáveis de controle destacadas na literatura tais como: *price-to-book* (FAMA; FRENCH, 1996), liquidez em bolsa, tamanho e endividamento (PIOTROSKI, 2000 e LOPES; GALDI, 2007).

Este estudo contribui com uma visão empírica da relação do anúncio de recompra e da análise fundamentalista com o retorno anormal. Assim este estudo pode fornecer informações ainda desconhecidas sobre o mercado brasileiro.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Portfólios construídos a partir de uma análise fundamentalista

A relevância da contabilidade para o mercado de capitais foi abordado por Ball e Brown (1968), Baruch e Thiagarajan (1993), Fama e French (1996), Abarbanell e Bushee (1997), Abarbanell e Bushee (1998), Ali e Hwang (2000), Bird, Gerlach e Hall (2001), Piotroski (2000; 2005), Mohanram (2005), e Lopes e Galdi (2007), entre outros pesquisadores, que estudaram a utilização da contabilidade no intuito de verificar a relação entre indicadores contábeis e os retornos das ações, para proporcionar aos investidores a possibilidade de retornos diferenciados.

Ao analisar informações financeiras no período de 1976 a 1996, Piotroski (2000) observou que, por meio do *F_Score*, é possível separar as empresas em *winner*s e *loser*s e ressalta ainda algumas estratégias a partir das quais o acionista poderia buscar um ponto de equilíbrio entre risco e retorno seria observar indicadores financeiros e distribuição de dividendos, *accruals*, emissão de ações e a recompra de ações.

Lopes & Galdi (2006) e Lopes & Galdi (2007) propuseram algumas adaptações ao *F_Score* proposto por Piotroski (2000), sobre algumas particularidades em relação ao mercado brasileiro e ainda fizeram a proposta de utilização dos indicadores (quase contínuos), que chamaram de *R_Score*.

Ao aplicar o *F_Score* e o *R_Score*, ao mercado brasileiro, Lopes e Galdi (2007) corroboraram os resultados encontrados por Piotroski (2000) nos Estados Unidos, assim no mercado brasileiro Lopes e Galdi (2007) encontraram relação positiva entre o portfólio de empresas *winner*s e o retorno anormal especialmente no segundo ano após a

construção do portfólio. Tanto Piotroski (2000) quanto Lopes e Galdi (2007) observaram oportunidade para a utilização da informação contábil, como mecanismo para a redução da assimetria informacional.

No entanto, Lopes e Galdi (2007) destacam que a realidade econômica representada por índices financeiros parece ser incorporada mais lentamente no preço das ações brasileiras do que no preço das ações de empresas dos Estados Unidos.

2.2. Price-to-book, tamanho, liquidez e dívida/ativo

As variáveis (*price-to-book*, tamanho, liquidez, dívida/ativo) são apresentadas neste estudo como variáveis de controle, e já foram testadas em pesquisas anteriores, para explicar o retorno anormal por (FAMA; FRENCH (1996), HO; LIU e RAMANAN (1997), IKEMBERY; LAKONISHOK e VERMAELLEN (2000), DITTMAR (2000), D`MELLO e SHROFF (2000), PIOTROSKI (2000) e LOPES; GALDI (2007)).

O tamanho foi estudado por D`Mello e Shroff (2000), Dittmar (2000), Ho, Liu e Ramanan (1997), como variável de controle. No mercado brasileiro Lopes e Galdi (2007) concluíram que se um investidor comprasse ações *winner*s e as vendesse em um ano ou em dois anos, obteria retorno anormal positivo de 8,3% ou 11,5%, respectivamente.

Caso esse mesmo investidor filtrasse entre as empresas *winner*s aquelas pequenas e médias, o retorno anormal passaria a 34,5%, se as vendesse em um ano, ou 98,2%, se as vendesse em dois anos.

Este resultado se diferencia daquele encontrado por Piotroski (2000) de que eficiência da carteira de ações *winner*s independe do tamanho das empresas. Para Bezerra e Lopes (2004), no mercado brasileiro as ações de maior liquidez são as preferenciais.

No que se refere à liquidez, Lopes e Galdi (2007) encontraram evidências de que os retornos das empresas *winner*s e *loser*s se diferenciam entre as empresas com baixa liquidez, no mercado brasileiro. O indicador de endividamento das empresas dívida/ativo foi objeto de estudo por Piotroski (2000), que observou que a estratégia de separar *winner*s e *loser*s funciona independente do nível de endividamento das empresas.

No mercado brasileiro, Lopes e Galdi (2007) encontraram evidências de que a estratégia de separar portfólios de empresas *winner*s e *loser*s se mostra mais eficiente entre as empresas mais endividadas.

2.3. Recompra de ações e a análise fundamentalista

A compra de ações de sua própria emissão é definida por Ross e Westerfield e Jaffe (2002), Grullon e Michaelly (2002, p. 1675), Gabrielli e Saito (2004) e Piotroski (2000), como uma estratégia da empresa para a redução de custo de agência, para a substituição do pagamento de dividendos, para a administração de sua estrutura de capital e para a sinalização de que suas ações estão subavaliadas pelo mercado.

O fato de algumas empresas assumirem eventos que geram retorno anormal positivo e de outras atingirem retorno anormal negativo se fundamenta, segundo Jensen e Meckling (1976) e Akerlof (1970), no conflito de agência. No que se refere à teoria da sinalização, Spence (1973) argumenta que, na medida em que as empresas assumem determinadas práticas, elas podem sinalizar de forma neutra, positiva ou negativa junto às partes interessadas.

Em busca de explicação, por meio de teste empírico, para o fato das empresas recomprarem ações, Dittmar (2000) observou que as empresas recompram ações para distribuir caixa e ainda para gerenciar o nível de alavancagem, bem como *stock option*. Bens e Wong (2007) corroboram o resultado encontrado por Dittmar (2000), no que se refere ao gerenciamento de *stock option*, por meio do lucro por ação, que em muitos casos é o índice usado para o cálculo do Bônus *Stock option*. Jensen e Meckling (1976, p. 308) argumentam que o agente tem acesso às informações da empresa e poderá usá-las, para atender ao seu interesse pessoal em detrimento dos interesses dos acionistas.

Ao analisar a recompra com base na teoria da sinalização, Dielman, Timothy e Wright (1980), Dann (1981), Vermaelen (1981), Lakonishok e Vermaelen (1990), Liano, Huang e Manakyan (1990), Comment e Jarrell (1991), Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (2000), D'Mello e Shroff (2000), Dittmar (2000), Grullon e Michaelly (2002), Lie (2005), e Bens e Wong (2007) observaram retornos positivos, para empresas que anunciaram recompra de ações. Em sentido contrário, os resultados da pesquisa de Stephens e Wisbash (1998) indicam que os anúncios de recompra são inversamente relacionados com os retornos das ações.

No Brasil, Moreira (2000) e Gordon (2002) concluíram que a recompra de ações sinaliza retorno anormal positivo. Gabrielli e Saito (2004), por outro lado, concluíram que o retorno anormal foi negativo, no período de 1994 a 2002, para as empresas que anunciaram recompra de ações. A sustentação legal para a recompra de ações, no Brasil, é formada pela Lei 6.385 de 1976 (BRASIL, 1976), que dispõe sobre o mercado de ações que criou a CVM. De acordo com a Lei 6.404/76, Art. 30º § 2º, a aquisição das ações pela própria companhia aberta “obedecerá, sob pena de nulidade, às normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la a prévia autorização em cada caso”.

Apesar de o foco deste estudo, se dar na Instrução CVM 299/1999, destacada por Gabrielli e Saito (2004) como mecanismo de proteção ao acionista minoritário em relação à recompra de ações. Ainda assim, foram analisadas as demais Instruções até o período de 2007 e não se verificaram alterações, que possam modificar a interpretação da Instrução CVM 299/1999, de maneira a retirar a sustentação teórica apresentada por Gabrielli e Saito (2004) sobre a proteção dos interesses dos acionistas minoritários. Artigo 3 da Instrução CVM nº 345/2000, na emenda do Art 12, VIII, da Instrução CVM 299/1999, descreve que, no caso de haver habilitação de acionistas minoritários, detentores de quantidade de ações superior a um terço das ações em circulação, a empresa “desistirá da oferta; fará aquisição proporcional pelo número de ações de propriedade dos aceitantes da oferta, até o limite de um terço das ações em circulação; iniciará novo procedimento de oferta pública”.

Gabrielli e Saito (2004), concluíram que antes da aplicação da Instrução CVM nº 299/1999, as recompras apresentavam retornos anormais acumulados negativos de -10% e após a “promulgação da Instrução CVM nº 299/1999, passam +4%, ou seja, há evidência de que a Instrução CVM nº 299/1999 proporcionou benefícios aos acionistas minoritários”. (GABRIELLI; SAITO, 2004). O resultado de pesquisa de Gabrielli e Saito (2004) destaca a normatização como fator explicativo para variação do retorno anormal das ações de empresas brasileiras, que anunciaram recompra de ações no período analisado. No entanto, na literatura Fama e French (1996), Piotroski (2000) e Lopes e Galdi (2007) destacam alguns fatores que podem explicar o retorno anormal das empresas, tais como: *price-to-book*, liquidez, tamanho, endividamento, o fato de a empresa ser *winner* ou *loser* e ainda o fato da empresa anunciar a recompra de ações antes ou após a Instrução CVM 299/1999. A estratégia de juntar num mesmo portfólio

empresas com indicadores contábeis e que recompraram ações, se dá, no intuito de se montar uma carteira de ações com maior probabilidade de se atingir retornos anormais positivos. Neste sentido, Ho; Liu e Ramanan (1997) observaram que a recompra de ações tem relação positiva com os lucros por ação e crescimento de vendas, do período anterior ao anúncio de recompra, destacando a relevância da contabilidade para os investidores. D'Mello e Shroff (2000, p. 2422) separaram as empresas sub avaliadas e super avaliadas, por meio do Modelo de Ohlson (1995) e controlaram por tamanho.

D'Mello e Shroff (2000, concluíram que as empresas menores, que anunciaram a recompra de ações, atingiram retornos superiores às empresas maiores, que anunciam a recompra. Lie (2005) selecionou as empresas que anunciaram a recompra de ações e que divulgaram resultado, concluindo que o mercado de ações reage mais favoravelmente à divulgação de lucro e desempenho operacional, nos casos nos quais empresas recompram dentro do mesmo ano em que anunciaram a recompra de ações, do que nos casos em que as empresas não recompraram dentro do mesmo ano.

3. METODOLOGIA

Trata este estudo de uma pesquisa positiva, que analisou dados empíricos das empresas listadas na Bovespa, no período de 1994 a 2006. Para a elaboração desta pesquisa, partiu-se da observação feita Lopes e Galdi (2007) e Gabrielli e Saito (2004) em relação ao mercado brasileiro. Lopes e Galdi (2007) verificaram que por meio de informações contábeis, seria possível separar as empresas em *winner*s e *loser*s, de acordo com a expectativa de retorno anormal das ações. O resultado encontrado por Gabrielli e Saito (2004) foi de que as empresas que recompraram no Brasil, no período antes da Instrução CVM 299/1999 atingiram retorno anormal médio negativo, enquanto que as empresas que anunciaram após a referida Instrução atingiram retorno anormal médio positivo.

Diante do exposto, espera-se que haja relação entre o retorno anormal e o anúncio de recompra por empresas *winner*s ou *loser*s, de modo a apresentar a hipótese deste estudo: H_0 : não existe relação entre o anúncio de recompra de ações por empresas *winner*s ou *loser*s e o retorno anormal. A hipótese nula foi testada considerando o período antes e após a Instrução CVM 299/1999, no intuito de verificar se havia influência dessa variável (antes e após) na análise. A adoção da estrutura para selecionar *winner*s e *loser*s assumida por Lopes e Galdi (2007), neste estudo, se deu, uma vez que

os autores fizeram adaptações à proposta de Piotroski (2000), e já testaram no Brasil, concluindo que a informação contábil no Brasil pode ajudar os acionistas na avaliação de empresas. O impacto da análise fundamentalista pode ser verificado por meio do retorno anormal das supostas empresas que se destacam por meio de indicadores contábeis de maneira a serem classificadas em *winner*s e *loser*s.

Este estudo refere-se às empresas listadas na Bovespa, com dados disponíveis (informações contábeis) do quarto trimestre, que foram selecionados na base de dados Economática. Essas informações foram utilizadas para a elaboração de índices financeiros de lucratividade, de estrutura de capital e de eficiência operacional (Tabela 1), que foram usados para a construção do *F_Score*. O *F_Score* foi construído para a classificação das empresas em *winner*s e *loser*s, conforme Tabela 1.

Tabela 1: Indicadores para a formação do *F_Score*

Lucratividade	ROA	$LL_{it-2} / AtivoTotal_{t-3}$	ROA > 0 (1) ROA < 0 (0)
	CF	$(Check_{it-2} - Check_{it-3}) / AtivoTotal_{t-3}$	CF > 0 (1) CF < 0 (0)
	ΔROA	$ROA_{it-2} - ROA_{it-3}$	ΔROA > 0 (1) ΔROA < 0 (0)
	ACCUAL	$(LL_{it-2} - (CXECX_{it-2} - CXECX_{it-3})) / AtivoTotal_{t-3}$	CF > ROA (1) CF < ROA (0)
Estrutura de Capital	ΔLIQUIDEZ	$(AtivoCirc_{it-2} / P.Circ_{it-2}) - (AtivoCirc_{it-3} / P.Circ_{it-3})$	ΔLIQ > 0 (1) ΔLIQ < 0 (0)
	ΔENDIVID	$((P.Circ_{it-2} + PELP_{it-2}) / Ativ_{it-2}) - ((P.Circ_{it-3} + PELP_{it-3}) / Ativ_{it-3})$	ΔEND < 0 (1) ΔEND > 0 (0)
	OFERTA DE AÇÕES	Se a empresa emitiu ações no último ano antes da construção do portfólio, logo recebe o sinal zero (0) se não emitiu recebe o sinal um (1)	OFER = 0 (1) OFER > 0 (0)
Eficiência Operacional	ΔMARGEM	$(LucBrutit / Rec_{it-2}) - (LucBrut_{it-3} / Rec_{it-3})$	ΔMARG > 0 (1) ΔMARG < 0 (0)
	ΔGIRO	$(Rec_{it-2} / Ativo_{it-2}) - (Rec_{it-3} / Ativo_{it-3})$	ΔGIRO > 0 (1) ΔGIRO < 0 (0)

Fonte: Adaptado de Piotroski (2000) e Lopes e Galdi (2007).

Onde:

CXECX = caixa e equivalente a caixa
AT CIRC = ativo circulante
P.CIRC.= passivo circulante
PELP = passivo exigível em longo prazo
LUC BRUT = lucro bruto
REC = receita de vendas
LL _{it} = lucro líquido da empresa i no período i;

QUADRO 1: VARIÁVEIS DA TABELA 1

Fonte: Adaptado de Piotroski (2000) e Lopes e Galdi (2007).

Para a elaboração dos índices financeiros se seguiu a proposta de Lopes e Galdi (2007), principalmente em relação ao Caixa e equivalente ao caixa. Assim ROA, Δ ROA, CF e ACCRUAL indicam a lucratividade das empresas; Δ LIQUIDEZ, Δ ENDIVIDAMENTO, OFERTA DE AÇÕES, indicam estrutura de capital; e ainda Δ MARGEM e Δ GIRO, representam eficiência operacional.

Indicadores de lucratividade - na medida em que o indicador ROA e o indicador Δ ROA da empresa se apresentam maior do que zero atribui-se a nota um, por outro lado atribui-se a nota zero se o ROA e o indicador Δ ROA for menor do que zero. Ao observar o indicador CF maior do que ROA atribui-se a nota um e no caso de se verificar CF menor do que ROA atribui-se a nota zero.

Indicadores de estrutura de capital - ao observar que a variação do indicador de liquidez da empresa é maior do que zero atribui-se a nota um e nos casos em que a empresa apresenta variação de liquidez inferior a zero atribui-se a nota zero.

Sobre o indicador de endividamento das empresas atribuiu-se a nota um para as empresas que apresentam variação do endividamento menor do que zero, por outro lado para as empresas que têm variação no endividamento maior do que zero atribuiu-se a nota zero.

Ao índice oferta de ação foi atribuído o valor “um” para as empresas que não emitiram ação no ano anterior à elaboração do portfólio e zero para as empresas que emitiram ação.

Indicadores de eficiência operacional – para as empresas que apresentaram variação do indicador de margem maior do que zero atribuiu-se nota um e atribuiu-se nota zero para as empresas que apresentaram variação do indicador de margem menor do que zero.

A nota atribuída foi um para as empresas que apresentaram o indicador variação do giro maior do que zero. Por outro lado atribuiu-se zero para as empresas que apresentaram variação do giro menor que zero.

Diante do exposto na medida em que a soma da nota atribuída às empresas se aproximam de nove, pode-se dizer que essas empresas se aproximam da classificação de *winner*. Depois de elaborado o *F_Scores* foram selecionados na base de dados Económica, o anúncio de recompra que totalizou 1268 anúncios.

As empresas, que dispõem de informações contábeis e as demais variáveis inseridas para o teste em painel, correspondem a 281 anúncios. Levou-se em consideração pelo menos um anúncio por empresa em cada ano.

A utilização do Portfólio construído dois anos antes do anúncio de recompra se dá a partir dos resultados encontrados por Lopes e Galdi (2007), de que a estratégia de separar empresas *winner*s e *loser*s relacionados aos retornos anormais ocorre especialmente dois anos após a construção do portfólio.

A partir do *F_Score* e das empresas que anunciaram a recompra de ações, classificaram-se as empresas com 20% dos *F_Scores* superiores, chamadas *winner*s e 20% dos *F_Scores* inferiores, chamadas *loser*s. Esse procedimento segue a metodologia proposta por Piotroski (2000) e Lopes e Galdi (2007).

Foram excluídas as empresas com patrimônio líquido negativo, conforme Piotroski (2000) e Lopes e Galdi (2007). Foram excluídos ainda 2,5% dos indicadores superiores para a elaboração do *F_Score* (*winner*s) e 2,5% dos indicadores inferiores para a construção do *F_Score* (*loser*s), conforme metodologia usada por Lopes e Galdi (2007).

Diante do exposto fez-se uso da análise de regressão com dados em painel, que:

são chamados de dados *combinados* (combinação de séries temporais e observações em corte transversal), combinação de séries temporais e de dados de corte transversal, dados em micro painel, dados longitudinais (um estudo ao longo do tempo de uma variável ou de um grupo de temas), análise histórica de eventos (isto é, estudo dos movimentos do tempo de sucessivos estados e condições), análise de corte (como o estudo da trajetória de carreira dos formados em 1965 em uma dada faculdade da administração. (GUJARATI, 2006, p. 636).

Conforme Gujarati (2006, p. 637) a utilização da análise de regressão com dados em painel, possibilita juntar numa mesma equação o retorno anormal, as empresas *winner*s e *loser*s que anunciaram a recompra de ações e as empresas que não anunciaram a recompra de ações.

Pode-se levar também em consideração o impacto temporal encontrado por Gabrielli e Saito (2004) e ainda inserir variáveis de controle destacadas na literatura tais como: price-to-book (FAMA e FRENCH, 1996), liquidez em bolsa, tamanho e endividamento (PIOTROSKI, 2000 e LOPES e GALDI, 2007).

O retorno anormal (RA_{it}), conforme Sarlo Neto (2004), é a diferença entre a taxa de retorno da ação (Equação 1) e o retorno esperado (Equação 2).

$$R_{it} = (p_{it} - p_{it-1}) \div p_{it-1} \quad (1)$$

R_{it} = taxa de retorno do ativo i e t = ano do anúncio de recompra

p_{it} = preço da ação da empresa i no último dia útil do ano do anúncio da recompra;

p_{it-1} = preço da ação da empresa i no último dia útil do ano anterior ao anúncio da recompra;

QUADRO 2: VARIÁVEIS DA EQUAÇÃO 1

Fonte: Elaborado pelos autores

O cálculo do retorno esperado (Equação 2) seguiu a proposta Mellagi Filho e Ishikawa (2000). No mercado brasileiro a poupança se apresenta (SANT'ANNA, 2004) como uma *proxy* para a taxa livre de risco.

O modelo de determinação do preço dos ativos (CAPM - *Capital Asset Pricing Model*) foi calculado a partir do Índice Bovespa do último dia útil do ano do anúncio de recompra do ano para cada empresa.

Tanto o índice anual da Bovespa quanto o índice de poupança anual foram capturados no site do Ipeadata (BRASIL, 2007). O Beta foi capturado na Base de Dados Económica para cada empresa (Equação 2).

$$E(R_{it}) = R_F + \beta_{it} [E(R_M) - R_F] \quad (2)$$

$E(R_{it})$ = taxa esperada de retorno do ativo i e t = ano do anúncio de recompra

R_F = taxa livre de risco, representada neste trabalho pela poupança;

β_{it} = medida dos retornos da ação frente aos retornos do mercado; e

$E(R_M)$ = retornos esperados do mercado.

QUADRO 3: VARIÁVEIS DA EQUAÇÃO 2

Fonte: Mellagi Filho e Ishikawa (2000)

Destaca-se que foram excluídos 2,5% do lucro anormal superior e 2,5% do lucro anormal inferior, bem como das variáveis de controle.

Na Equação 3 se apresenta a equação da regressão em painel, sem considerar o período antes e após a Instrução CVM 299/1999; e na Equação 4 foi inserido, por meio de uma *dummy* o efeito temporal observado por Gabrielli e Saito (2004).

As variáveis de controle destacados neste estudo foram inseridas no intuito de reduzir o erro estocástico, já previsto na Equação 2. Esse procedimento se deu uma vez que na revisão da literatura, se apresentam como variáveis já estudadas e que

apresentam relação com o retorno anormal, conforme Brown, Lo e Lys (1999), Fama e French (1996), Piotroski (2000) e Lopes e Galdi (2007).

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \delta_{Winner_{it-2}} + \beta_2 \cdot \delta_{Loser_{it-2}} + \beta_3 \cdot PTB_{it} + \beta_4 \cdot tamanho_{it} + \beta_5 \cdot Liq_{it} + \beta_6 \cdot Dívida / ativo_{it} + \xi_{it} \quad (3)$$

(RA_{it}) = Retorno anormal do ativo i e t = ano do anúncio de recompra
β_0 = intercepto;
$\delta_{Winner_{it-2}}$ empresa, que anunciou a recompra de ações, classificada como <i>winner</i> dois anos antes do anúncio de recompra. Assumiu-se “um” para as empresas <i>winner</i> s e que anunciaram a recompra de ações e “zero” para as empresas que não são <i>winner</i> s;
$\delta_{Loser_{it-2}}$ = empresa, que anunciou a recompra de ações, classificada como <i>loser</i> dois anos antes do anúncio de recompra. Para as empresas <i>losers</i> e que anunciaram a recompra de ações atribuiu-se “um”, enquanto que as demais empresas receberam o sinal “zero”.
$Dívida / ativo_{it}$ = (Passivo circulante + Passivo não circulante)/ativo
$tamanho_{it}$ = Ln de ativo
Liq_{it} = Liquidez corrente
ξ_{it} = termo de erro estocástico da regressão em painel;

QUADRO 4: VARIÁVEIS DA EQUAÇÃO 3

Fonte: Elaborado pelos autores

Na elaboração do *price-to-book*, em que se faz a divisão do valor de mercado das empresas pelo patrimônio líquido do período anterior segue a proposta de Brown, Lo e Lys (1999), para se expurgar o efeito escala.

A inserção da diferenciação temporal encontrada por Gabrielli e Saito (2004), de que no período antes da Instrução CVM 299/99, as empresas anunciavam a recompra de ações sinalizavam negativamente para o mercado e após a Instrução CVM 299/1999 o anúncio de recompra passou a ser um sinal positivo é apresentado na Equação 5.

O período antes e após a Instrução CVM 299/1999 é representado pela variável *Dummy* tempo que indica o período de 1994 a 1999 e o período de 2000 a 2006, respectivamente, multiplicadas pela variável *winner* e *loser*, que anunciaram a recompra de ações.

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \delta_{94 a 99} \cdot \delta_{Winner_{it-2}} + \beta_2 \cdot \delta_{94 a 99} \cdot \delta_{Loser_{it-2}} + \beta_3 \cdot \delta_{00 a 06} \cdot \delta_{Winner_{it-2}} + \beta_4 \cdot \delta_{00 a 06} \cdot \delta_{Loser_{it-2}} + \beta_5 \cdot PTB_{it} + \beta_6 \cdot tamanho_{it} + \beta_7 \cdot Liq_{it} + \beta_8 \cdot Dívida / ativo_{it} + \xi_{it} \quad (4)$$

$\delta_{94a99} \cdot \delta_{Winnerit-2} = \text{Dummy "zero" (após a instrução CVM 299/1999) e Dummy "um" (antes da instrução CVM), multiplicado pela variável Dummy "um", para empresa listada na Bovespa, que anunciou a recompra de ações, classificada como } winner \text{ dois anos antes do anúncio de recompra, ou multiplicado pela Dummy "zero", no caso não ser classificada como } winner.$
$\delta_{94a99} \cdot \delta_{Loserit-2} = \text{Dummy "zero" (após a instrução CVM 299/1999) e Dummy "um" (antes da instrução CVM), multiplicado pela variável Dummy "um", para empresa listada na Bovespa, que anunciou a recompra de ações, classificada como } loser \text{ dois anos antes do anúncio de recompra, ou multiplicado pela Dummy "zero", no caso não ser classificada como } loser.$
$\delta_{00a06} \cdot \delta_{Winnerit-2} = \text{Dummy "zero" (antes da instrução CVM 299/1999) e Dummy "um" (após a instrução CVM), multiplicado pela variável Dummy "um", para empresa listada na Bovespa, que anunciou a recompra de ações, classificada como } winner \text{ dois anos antes do anúncio de recompra, ou multiplicado pela Dummy "zero", no caso não ser classificada como } winner.$
$\delta_{00a06} \cdot \delta_{Loserit-2} = \text{Dummy "zero" (antes da instrução CVM 299/1999) e Dummy "um" (após a instrução CVM), multiplicado pela variável Dummy "um", para empresa listada na Bovespa, que anunciou a recompra de ações, classificada como } loser \text{ dois anos antes do anúncio de recompra, ou multiplicado pela Dummy "zero", no caso não ser classificada como } loser.$

QUADRO 5: VARIÁVEIS DA EQUAÇÃO 4

Fonte: Elaborado pelos autores

Para decidir-se entre a abordagem da análise de regressão com dados em painel com efeitos fixos ou aleatórios, utilizou-se o teste de Hausman (Tabela 2 e 3), que conforme Greene (1997) e Wooldridge (2006) se propõe a testar se os coeficientes do painel com efeitos fixos e com efeitos aleatórios são sistematicamente diferentes.

Um outro teste elaborado no intuito de dar robustez aos resultados refere-se ao endividamento (variável de controle), uma vez que tanto Piotroski (2000) quanto Lopes e Galdi (2007) estudaram como índice de endividamento o indicador Dívida/Ativo.

Neste estudo se aplicou também o índice dívida/PL e não se verificou no mercado brasileiro diferença significativa no resultado, conforme Apêndice C. Diante do exposto para a análise dos resultados assumiu-se o indicador dívida ativo.

Wooldridge (2006, p. 445) destaca que ao utilizar a análise de regressão em painel com “efeitos fixos é a mesma coisa que permitir um intercepto diferente para cada observação, e podemos estimar esses interceptos pela inclusão de variável Dummy...”.

Diante disso, fez-se a análise de regressão em *pooled*, no intuito de conferir se os resultados encontrados, por meio da análise de regressão em painel com efeito fixo são consistentes com os encontrados na análise de regressão *pooled* (Apêndice B), apesar de na regressão em *pooled* não se utilizar a ferramenta robust.

Os resultados encontrados estão construídos a partir da análise de regressão em painel com efeito fixo e a ferramenta *robust*. A ferramenta *robust*, conforme Greene (1997, p. 635), pode corrigir possíveis problemas estatísticos, devido à existência de heterocedasticidade.

No Apêndice A se apresenta a estatística descritiva das variáveis usadas na pesquisa, de maneira geral e ainda com relação à empresas *winner*s e *loser*s.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste tópico são apresentados os resultados e análise de regressão em painel, para responder à questão de pesquisa: existe relação entre o anúncio de recompra de ações por empresas *winner*s ou *loser*s e o retorno anormal?

Na Tabela 2 podem-se observar, por meio do teste de Hausman, indícios de que não há diferença sistemática nos coeficientes, ao se comparar os resultados da análise de regressão em painel com efeito fixo e com efeito aleatório. Desse modo, assumiu-se a análise de regressão em painel com efeitos fixos, tanto para a Equação 3, quanto para a Equação 4.

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \delta_{Winner_{it-2}} + \beta_2 \cdot \delta_{Loser_{it-2}} + \beta_3 \cdot PTB_{it} + \beta_4 \cdot tamanho_{it} + \beta_5 \cdot Liq_{it} + \beta_6 \cdot Dívida / ativo_{it} + \xi_{it} \quad (3)$$

Tabela 2: Resultado da análise de regressão em painel

β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	F	Hausman
-0,90	0,18	-0,04	-0,12	0,03	0,12	1,00	0,00	0,00
(-0,66)	(1,54)	(-0,33)	(-11,91)*	(0,30)	(1,61)	(4,97)*		

Nota: * significativo em nível de 1% e (estatística *t* entre parênteses)

Fonte: Elaborado pelos autores

Observou-se que tanto as empresas *winner*s (B_1) quanto as empresas *loser*s (B_2) não apresentam relação com o retorno anormal, no período de 1994 a 2006 (Tabela 2, Equação 3). Isto significa que os investidores não respondem de modo estatisticamente significativo ao anúncio de recompra de ações, independente das empresas serem *winner*s ou *loser*s.

Apesar de a relação das empresas *winner*s e *loser*s não ser significativa, o sinal do coeficiente das empresas *winner*s (valor $p=0,13$) é positivo, enquanto que o sinal do coeficiente das empresas *loser*s (valor $p=0,74$) é negativo.

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \delta_{94 \text{ a } 99} \cdot \delta_{Winner_{it-2}} + \beta_2 \cdot \delta_{94 \text{ a } 99} \cdot \delta_{Loser_{it-2}} + \beta_3 \cdot \delta_{00 \text{ a } 06} \cdot \delta_{Winner_{it-2}} + \beta_4 \cdot \delta_{00 \text{ a } 06} \cdot \delta_{Loser_{it-2}} + \beta_5 \cdot PTB_{it} + \beta_6 \cdot tamanho_{it} + \beta_7 \cdot Liq_{it} + \beta_8 \cdot Dívida / ativo_{it} + \xi_{it} \quad (4)$$

Na análise em painel (Equação 4), as empresas *winner*s e *loser*s, que anunciaram a recompra de ações no período de 1994 a 1999 e de 2000 a 2006, foram analisadas separadamente, por meio da multiplicação da *dummy* tempo pelas variáveis *D.Winner* ou *D.Loser*.

Na Tabela 3 pode-se observar indícios de que as empresas *loser*s, que anunciaram a recompra de ações no período de 1994 a 1999, têm relação inversa com o retorno anormal, estatisticamente significativa no nível de 1%. Isso significa que os investidores reagiram negativamente, por meio do preço da ação à medida que empresas *loser*s anunciaram a recompra de ações, no período de 1994 a 1999.

No que se refere às empresas *winner*s, que anunciaram a recompra de ações, no período de 1994 a 1999, não se verificou indícios de relação significativa. Apesar da não significância observada, o sinal do coeficiente das empresas *winner*s foi positivo.

Tabela 3: Resultado da análise de regressão em painel

β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	β_7	β_8	F	Hausman
-0,91	0,14	-0,63	0,22	0,24	-0,12	0,03	0,12	0,99	0,00	0,00
(-0,66)	(0,63)	(-4,30)*	(1,94)***	(1,98)***	(-12,01)*	(0,31)	(1,60)	(4,99)*		

Nota: *, **, *** significante em nível de 1%, 5% e 10% respectivamente (estatística *t* entre parênteses)

Fonte: elaborado pelos autores

Ao analisar a relação das empresas *winner*s e *loser*s, que anunciaram a recompra de ações, no período de 2000 a 2006, pode-se observar (Tabela 3) que tanto as empresas *winner*s quanto as empresas *loser*s apresentam relação positiva significativa com o retorno anormal.

Por meio da análise dos sinais do β_1 , β_2 , β_3 e β_4 , (Tabela 3), observou-se uma mudança na reação dos investidores, em relação ao anúncio de recompra de ações por empresas *winner*s e *loser*s, antes e após o ano 2000, de modo a corroborar com os resultados encontrados por Gabrielli e Saito (2004).

Este estudo corrobora ainda com os achados de Lopes e Galdi (2007) de que a informação contábil pode ajudar aos investidores a obter retornos diferenciados no mercado brasileiro de ações.

Diante do resultado encontrado destacam-se algumas explicações possíveis para o fato de que tanto as empresas *winner*s quanto as empresas *loser*s, que anunciaram a recompra de ações, apresentarem relação positiva com o retorno anormal no período de 2000 a 2006.

- O efeito anúncio de recompra de ações ser um sinal positivo para o mercado acionário de modo a dominar os fundamentos “ruins”;
- Período de alta expressiva dos preços e isto ser um ajuste “ruim” para o risco; e
- Para o cálculo do retorno esperado poderia utilizar-se do modelo de mercado/APT em vez do CAPM;

5. CONCLUSÃO

Neste estudo foram analisadas empresas listadas na Bovespa no período de 1994 a 2006. Na primeira análise, sem considerar o período antes e após a Instrução CVM 299/1999, observaram-se indícios de que, o anúncio de recompra por empresas *winner*s ou *loser*s não têm relação com o retorno anormal, no período de 1994 a 2006.

Ao analisar separadamente, o anúncio da recompra por empresas *winner*s e *loser*s, no período de 1994 a 1999 e no período de 2000 a 2006, verificou-se que no período de 1994 a 1999, na medida em que as empresas *loser*s anunciaram a recompra de ações, o mercado reagiu negativamente, por meio do retorno anormal. Enquanto que em relação à empresas *winner*s não se verificou relação com o retorno anormal.

No período de 2000 a 2006, o anúncio de recompra de ações por empresas *winner*s e *loser*s apresentam indícios de relação positiva com o retorno anormal.

Assim, a hipótese nula de que ‘não existe relação entre o anúncio de recompra de ações por empresas *winner*s ou *loser*s e o retorno anormal’ foi rejeitada.

O resultado esperado era de que na medida em que empresas *winner*s anunciassem a recompra de ações, o impacto no retorno anormal fosse positivo. O resultado esperado se confirmou, apesar de no período de 1994 a 1999 não ser estatisticamente significativo.

A relação esperada entre empresas *losers* e o retorno anormal era negativa e se confirmou empiricamente, no período de 1994 a 1999, mas se reverteu no período de 2000 a 2006.

Dentre as possíveis explicações para o fato de que tanto as empresas *winner*s quanto as empresas *losers* apresentarem relação positiva com o retorno anormal, no período de 2000 a 2006, destacam-se o fato da recompra ser um sinal positivo ao ponto de dominar os sinais emitidos pelos indicadores estudados, o período analisado ter alta expressiva dos preços e isto comprometer a análise ou ainda o fato de utilizar-se do CAPM para o cálculo do retorno esperado em vez de utilizar-se do modelo de mercado/APT.

Apesar de as empresas *winner*s e *losers* apresentarem relação positiva com o retorno anormal, não se pode afirmar que as empresas intermediárias tenham relação com o retorno anormal, uma vez que os resultados desta pesquisa se limitam ao objeto estudado.

Diante do exposto esta pesquisa corrobora com os resultados de Gabrielli e Saito (2004), de que existem indícios de um marco temporal antes e após o ano de 2000, para o estudo da recompra de ações no mercado brasileiro.

O resultado encontrado nesta pesquisa corrobora ainda com o resultado encontrado por Lopes e Galdi (2007), de que a informação contábil pode ajudar aos investidores na busca por retornos diferenciados.

Propõe-se que em pesquisa futura:

- Sejam separadas as empresas *winner*s, por meio de indicadores financeiros, e que seja analisada a distribuição de dividendos, *accruals*, emissão de ações e governança corporativa, entre outros fatores já destacados na literatura que possam proporcionar aos investidores retorno anormal positivo;
- Seja aplicado o Modelo de Ohlson (1995), para verificar se os retornos anormais das empresas com maior *up-side* (*winner*s) e que anunciaram a recompra de ações têm relação com os retornos;
- Seja verificado, no mercado brasileiro, possíveis causas para a recompra de ações, Neste sentido, a literatura internacional já testou algumas possibilidades, tais como caixa (disponível e esperado) e gerenciamento de lucro por ação.

REFERÊNCIAS

ABARBANELL, Jeffrey S.; BUSHEE, Brian J. Abnormal return to a fundamental analysis strategy. **The Accounting Review**. v. 73, n. 1, pp. 19-45, 1998.

_____. Fundamental analysis, future earnings, and stock prices. **Journal of Accounting Research**, v. 35, n. 1, pp. 1-24, 1997.

AKERLOF, George A. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, pp. 488-500, Aug. 1970.

ALI, Ashiq; HWANG, Lee-Seok. Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. **Journal of Accounting Research**. v. 31, n. 1, pp. 1-21, 2000.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, pp. 159-178, 1968.

BARUCH, Lev; THIAGARAJAN, S. Ramu. Fundamental information analysis. **Journal of Accounting Research**, v. 31, n. 2. pp. 190-215, 1993.

BENS, Daniel A.; WONG, M. H. Franco. **What drives companies to repurchase their stock?** Available at: <<http://www.chicagogsb.edu/capideas/oct04/repurchase.html>> Accessed on March 6, 2007.

BEZERRA, Francisco Antonio; LOPES, Alexsandro Broedel. Lucro e preço das ações. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coord.) **Teoria avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

BIRD, Ron; GERLACH, Richard; HALL, A. D. The prediction of earnings movements using accounting data: An update and extension of Ou and Penman. **Journal of Asset Management**, v. 2, n. 2, Sept. 2001.

BRASIL 1976. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Available at <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6404consol.htm>> Accessed on Jan. 30, 2007.

BRASIL 1999. **CVM Instruction nº 299, de 9 de fevereiro de 1999**. Available at: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst010.htm>> Accessed on Aug. 15, 2006.

_____. 2000. **Texto integral da CVM Instruction nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, com as alterações introduzidas pela CVM Instruction nº 345/00**. Available at: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst010.htm>> Accessed on Aug. 15, 2006.

_____. 2007. **IPEADATA**. Available at: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb/dl/ipeadata?193821593>> Accessed on March 22, 2007.

BROWN, S; LO, K.; LYS, T. Use of R^2 in accounting research: Measuring changes in value relevance over the last four decades. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 28, n. 2, pp. 83–115, 1999.

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

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

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

DITTMAR, Amy K. Why do firms repurchase stock? **The Journal of Business**, v. 73, n. 3. July, pp. 331-355. 2000.

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

FAMA, Eugene F. FRENCH, Kenneth R. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. **Journal of Finance**, v. 51, n. 1, March 1996.

GABRIELLI, Márcio F.; SAITO, Richard. Recompra de ações e proteção dos minoritários. **Revista de Administração de empresas**, v. 4 pp. 54-67, 2004.

GORDON, André. **Recompra de ações: uma abordagem empírica**. 2002. FGV – Postgraduate program. Faculty adviser Dr. Marco Antonio Bonomo. Master's dissertation in economics. Available at <www1.capes.gov.br/estudos/dados/2001/31011012/028/2001_028_31011012002P2_Teses.pdf>.

GREENE, William H. **Econometric Analysis**. Rio de Janeiro: Prentice-Hall. 1997.

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

GUJARATI, Damodar. **Basic Econometrics**. 4th edition, McGraw-Hill, 2002.

HO, Li-Chin Jenifer; LIU, Chao-Shin; RAMANAN, Ramachandran. Open-market stock repurchase announcements and revaluation of prior accounting information. **The Accounting Review**, v. 72 n 3. July, pp. 475-487. 1997.

IKENBERRY, David L.; LAKONISHOK, Josef; VERMAELEN, Theo. Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading. **Journal of Finance**, n. 55, pp. 2373-2397, 2000.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, pp. 305-360, 1976.

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

LIANO, Kartono; HUANG, Gow-cheng; MANAKYAN, Herman. Market reaction to open market stock repurchases and industry affiliation. **Journal of Business and Economics**, n. 42, pp. 97-120, 1990.

LIE, Erik. Operating performance following open market share repurchase announcements. **Journal of Accounting and Economics**, n. 39, pp. 411-436, 2005.

LIMA, I.S; LIMA, G.A.S.F; PIMENTEL, R.(Coord.) **Curso de mercado financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006.

LOPES, Aleksandro Broedel; GALDI, Fernando Caio. **Financial Statement Analysis also Separate Winners from Losers in Brazil**. São Paulo: FGV, 2006

_____. Does financial statement analysis generate abnormal returns under extremely adverse conditions? In: **Annual Meeting of the American Accounting Association**. Chicago, Illinois. 2007.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas. 2000.

MOREIRA, Luis Fernando. **A Recompra de ações na BOVESPA**. 2000. MBA dissertation. Postgraduate Program in Administration, UFRGS. Faculty adviser Dr. Jairo Laser Procianny.

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

PROCIANOY, J.L; MOREIRA, Luiz Fernando. Open market stock repurchases at São Paulo stock exchange – BOVESPA. In: Hervey Arbeláez, Reid William Click (Org). **Latin American financial markets: developments in financial innovations**. 1st ed Oxford: Elsevier, 2004, v. 5, pp. 345-363.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Jeffrey F. J.; JAFFE, F. **Administração financeira**. 2nd ed. São Paulo: Atlas. 2002.

SANT'ANNA, Dimitri Pinheiro de. **A Relevância das informações contábeis na Bovespa: avaliação dos modelos de residual income valuation e abnormal earnings growth**. 2004. 149 f. Master's dissertation in accounting – Postgraduate Program in Accounting, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2004.

SARLO NETO, Alfredo. SARLO NETO, Alfredo. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro.** 2004. 243 f. Master's dissertation in accounting – Postgraduate Program in Accounting, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2004.

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

STEPHENS, Clifford P.; WISBACH, Michael S. Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. **The Journal of Finance,** v. 53 n. 1. Feb., pp. 313-333. 1998.

VERMAELEN, T. Common stock repurchases and market signaling. **Journal of Financial Economics,** n.9, pp.139-183, 1981.

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

APÊNDICES

APÊNDICE A – Estatística descritiva das variáveis utilizadas nas Equações 4 a 6

Variáveis		Retorno Anormal	Dívida PL t	PTB t	Tamanho t	Liquidez t	Dívida/ativo t	N
Geral	Média	-0.12	1.74	1.81	14.42	0.19	0.54	1384
	Mediana	-0.13	1.13	0.81	14.37	0.01	0.52	
	Desvio-padrão	0.96	2.04	3.33	1.54	0.64	0.24	
	Mínimo	-3.42	0.07	0.04	10.70	0.00	0.01	
	Máximo	6.13	23.64	25.52	19.18	11.25	2.68	
Winners	Média	0.00	2.44	2.16	15.11	0.37	0.57	62
	Mediana	0.03	1.21	1.26	14.93	0.03	0.54	
	Desvio-padrão	0.75	3.94	3.92	1.59	1.07	0.21	
	Mínimo	-2.95	0.25	0.08	11.34	0.00	0.19	
	Máximo	1.65	23.64	23.50	18.82	7.67	1.08	
Losers	Média	0.02	2.27	1.25	14.64	0.16	0.55	48
	Mediana	-0.07	1.17	0.96	14.68	0.01	0.49	
	Desvio-padrão	0.55	3.68	1.10	1.63	0.31	0.22	
	Mínimo	-1.15	0.27	0.15	11.94	0.00	0.20	
	Máximo	1.68	16.63	4.46	18.8	1.66	1.03	

APÊNDICE B – Análise de regressão Pooled Equação 3 e 4

Variável explicada: retorno anormal	Coefficientes	Stat t	Valor-P	F de significação	VIF	Durbin Whatson	R ²	N
Interseção	-0.96	-3.69	0.00	0.00		1.18	0.23	1384
Dwinners	0.12	1.04	0.30		1.03			
Dlosers	0.03	0.26	0.79		1.02			
PTBt	-0.12	-17.75	0.00		1.02			
Tamanhot	0.06	3.04	0.00		1.56			
Liquidezt	-0.04	-1.12	0.26		1.24			
Dividaativot	0.59	6.25	0.00		1.24			
Interseção	-0.94	-3.62	0.00	0.00		1.19	0.23	
D94-99DWinners	-0.09	-0.48	0.63		1.02			
D94-99DLosers	-0.40	-1.84	0.07		1.01			
D00-06DWinners	0.21	1.59	0.11		1.02			
D00-06DLosers	0.23	1.55	0.12		1.01			
PTBt	-0.12	-17.80	0.00		1.02			
Tamanhot	0.06	3.01	0.00		1.02			
Liquidezt	-0.05	-1.20	0.23	1.24				
Dividaativot	0.58	6.10	0.00	1.03				

APÊNDICE C – Análise de regressão em painel Equação 5 e 6

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \delta_{winner_{it-2}} + \beta_2 \cdot \delta_{loser_{it-2}} + \beta_3 \cdot PTB_{it} + \beta_4 \cdot tamanho_{it} + \beta_5 \cdot Liq_{it} + \beta_6 \cdot Dívida / pl_{it} + \xi_{it} \quad (5)$$

β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	F	Hausman
-1.96	0.15	-0.05	-0.12	0.13	0.11	0.10	0.00	0.00
(-1.46)	(1.32)	(-0.40)	(-11.56)*	(1.38)	(1.31)	(4.01)*		

$$\begin{aligned}
 RA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \delta_{94 \text{ a } 99} \cdot \delta_{Winner}_{it-2} + \beta_2 \cdot \delta_{94 \text{ a } 99} \cdot \delta_{Loser}_{it-2} \\
 & + \beta_3 \cdot \delta_{00 \text{ a } 06} \cdot \delta_{Winner}_{it-2} + \beta_4 \cdot \delta_{00 \text{ a } 06} \cdot \delta_{Loser}_{it-2} + \beta_5 \cdot PTB_{it} \quad (6) \\
 & + \beta_6 \cdot tamanho_{it} + \beta_7 \cdot Liq_{it} + \beta_8 \cdot Dívida / pl_{it} + \xi_{it}
 \end{aligned}$$

β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	β_7	β_8	<i>F</i>	<i>Hausman</i>
-1.98	0.14	-0.64	0.19	0.23	- 0.12	0.13	0.10	0.09	0.00	0.00
(-1.49)	(0.58)	(-4.36)*	(1.65)	(1.74)***	(-11.64)*	(1.41)	(1.30)*	(3.83)*		