



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO**  
**PUC-SP**

**Regilane Lacerda Abreu**

**IMPACTO DA RECOMPRA DE AÇÕES NO VALOR DE MERCADO**  
**DA AÇÃO: uma análise no mercado brasileiro**  
**no período de 1998 a 2008**

**MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO**

**SÃO PAULO**

**2010**

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO  
PUC-SP**

**Regilane Lacerda Abreu**

**IMPACTO DA RECOMPRA DE AÇÕES NO VALOR DE MERCADO  
DA AÇÃO: uma análise no mercado brasileiro  
no período de 1998 a 2008**

**MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO**

Dissertação apresentada a banca examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de mestre em administração, sob orientação do Prof. Dr. Rubens Famá.

**SÃO PAULO**

**2010**

**BANCA EXAMINADORA:**

---

---

---

## AGRADECIMENTOS

Ao professores, Wilker, Fabrício, Marco Antônio e Alessandro, do Iesam e da Unama, pela motivação inicial de começar este mestrado e pelas orientações neste processo.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Rubens Famá, pela riqueza das aulas de Finanças, pela orientação, incentivo e apoio para a realização deste trabalho.

À Coordenação, aos demais professores, colegas, e funcionários do Programa de Mestrado em administração da PUC-SP, pela riqueza das contribuições e apoio ao meu desenvolvimento acadêmico.

Aos professores Maria Cristina Amorim e Carlos Eduardo Luporini, pelas valiosas contribuições realizadas no exame de qualificação, fundamentais para o resultado final deste trabalho.

A Bovespa, pelas informações fornecidas e a FIA, por disponibilizar a utilização do laboratório de finanças, que permitiram o acesso aos dados utilizados nesta pesquisa.

Ao Formosa, pelo apoio e incentivo neste projeto de formação acadêmica e profissional, especialmente pelas ausências exigidas pela dedicação ao curso.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), pelo suporte financeiro à realização deste trabalho.

## RESUMO

Este estudo tem como objetivo testar a eficiência do mercado em sua forma semiforte, que pressupõe que os preços devem refletir toda informação publicamente disponível, e verificar os efeitos da anomalia de anúncios determinada pelas finanças comportamentais; neste caso, o anúncio de recompra de ações por parte das companhias abertas no Brasil, analisando seus efeitos no valor de mercado da ação das empresas listadas na Bovespa, por meio da aplicação do estudo de eventos cujos dados foram extraídos da base de dados Económica e da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). O estudo se concentra na verificação de retorno anormal em torno das datas de anúncios de recompra de ações divulgados pelas empresas listadas na Bovespa no período de 1998 a 2008. Neste contexto, utilizou-se a metodologia de estudo de evento, considerando a abordagem Logarítmica de capitalização contínua para estimar os retornos das ações e o retorno do Ibovespa. Considerando este evento, investigou-se o retorno das ações das respectivas empresas no mercado acionário brasileiro, em um período -20 e +20 dias em torno do evento, comparando-o com o retorno da carteira de mercado, representada pelo Ibovespa. Foi possível determinar a presença de retornos anormais nos preços das ações estatisticamente superiores aos retornos do Ibovespa, o que indica que provavelmente ocorreu uma maior valorização das companhias que anunciaram recompra de ações nos anos estudados, segundo a metodologia deste estudo. O teste *t-Student* foi utilizado para testar a significância estatística dos resultados, que levaram a rejeitar a hipótese nula de que a variação anormal no retorno das ações em torno da data de anúncio da recompra é igual a zero. A análise de regressão atesta que a variação na carteira de mercado, Ibovespa, não é suficiente para explicar os retornos anormais das ações estudadas. Esses resultados levam a rejeição da hipótese de que o mercado se mostra eficiente em sua forma semiforte no período da pesquisa, uma vez que a presença de retornos anormais indicam que o mercado não foi eficiente em sua forma semiforte após os anúncios de recompra de ações no período.

Palavras-chave: Eficiência de mercado. Anomalias. Recompra de ações. Retorno anormal. Estudo de eventos.

## ABSTRACT

This study aims at testing the semi-strong form of market efficiency, which presumes that the prices should reflect all publicly available information, and at verifying the effects of the anomaly of announcements determined by the behavioural finances, specifically, the announcement of share repurchase by the open companies in Brazil, analyzing its effects in the share market value of those companies listed on Bovespa through the application of event study whose data were obtained from both the Economatica database and the São Paulo Stock Exchange (Bovespa). The study concentrates in the verification of abnormal return on the announcement dates of share repurchase announced by the companies listed on Bovespa from 1998 to 2008. An event study methodology was applied using the logarithmic approach of continuous capitalization to estimate the returns of shares and the return of Ibovespa. Regarding that event, the return of shares of those companies in the Brazilian Stock Market was investigated in a period shorter than or longer than 20 days around the event, comparing it with the return of portfolio market represented by Ibovespa. It was possible to determine the presence of abnormal returns in the share prices statistically superior than the returns of Ibovespa, indicating that probably occurred a stronger valorization of the companies that announced share repurchase in the years studied according to the methodology adopted for this study. The t-Student test was applied for testing the statistical significance of the results, leading to the rejection of a null hypothesis that the abnormal variation in the return of the shares around the date of the repurchase announcement is equal to zero. The regression analysis certifies that the variation in the Ibovespa's portfolio market is not enough to explain the abnormal returns of the shares analysed. Those results lead to the rejection of the hypothesis that the semi-strong form of market was efficient in the period covered by this research since the presence of abnormal returns indicate that the market was not efficient in its semi-strong form after the share repurchase announcements in that period.

Keywords: Market efficiency. Anomalies. Share repurchase. Abnormal return. Study of events.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Valor e taxa de crescimento do PIB brasileiro: 1998-2008.....	51
Tabela 2 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 1999 .....	57
Tabela 3 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 1999 .....	59
Tabela 4 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 2000 .....	60
Tabela 5 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 2001 .....	61
Tabela 6 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 2002 .....	62
Tabela 7 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 2003 .....	63
Tabela 8 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 2004 .....	64
Tabela 9 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 2005 .....	65
Tabela 10 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 2006 .....	66
Tabela 11 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 2007 .....	67
Tabela 12 – Janela do evento e retorno anormal acumulado (CAR): 2008 .....	68
Tabela 13 – Quantidade de anúncios com CAR positivo e negativo: 1999 a 2007 .....	70
Tabela 14 – Estatística descritiva do CAR .....	70
Tabela 15 – Estatística descritiva do CAR – sem <i>outliers</i> .....	71
Tabela 16 – Estatística descritiva do AR .....	72
Tabela 17 – Teste t-Student para amostra total – AR e Ibovespa .....	73
Tabela 18 – Correlação entre as variáveis AR e Ibovespa .....	73
Tabela 19 – Retorno anormal médio e Teste t-Student – 1998 a 2008 .....	73
Tabela 20 – Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas: 1998-2008 .....	75
Tabela 21 – Correlação entre as variáveis AR e Ibovespa .....	75

## SUMARIO

<b>1 INTRODUCAO</b> .....	9
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....	9
1.2 JUSTIFICATIVA .....	13
<b>1.2.1 Estudos empíricos</b> .....	14
1.3 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA .....	16
1.4 OBJETIVOS .....	17
<b>1.4.1 Geral</b> .....	17
<b>1.4.2 Específicos</b> .....	18
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	18
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	20
2.1 HIPÓTESE EFICIÊNCIA DE MERCADO .....	20
<b>2.1.1 Formas de eficiência</b> .....	21
2.2 ANOMALIAS DE MERCADO E FINANÇAS COMPORTAMENTAIS .....	22
<b>2.2.1 Anomalias de calendário</b> .....	24
<b>2.2.2 Anomalias fundamentais</b> .....	25
<b>2.2.3 Anomalias técnicas</b> .....	27
<b>2.2.4 Outras anomalias</b> .....	27
2.3 POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO AO ACIONISTA .....	28
<b>2.3.1 Dividendos</b> .....	29
<b>2.3.2 Desdobramento de ações – split</b> .....	32
<b>2.3.3 Bonificações</b> .....	32
<b>2.3.4 Juros sobre capital próprio</b> .....	32
2.4 RECOMPRA DE AÇÕES .....	33
<b>2.4.1 Mecanismos de recompra de ações</b> .....	34
<b>2.4.2 Métodos de recompra de ações</b> .....	35
<b>2.4.3 Legislação brasileira</b> .....	36
2.4.3.1 Opções .....	39
2.5 ASSIMETRIA INFORMACIONAL, SINALIZAÇÃO DE MERCADO E CUSTOS DE AGÊNCIA .....	40
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	41
3.1 INTRODUÇÃO .....	41
3.2 TESTES DA EFICIÊNCIA DE MERCADO .....	42
<b>3.2.1 Testes da eficiência sob a forma fraca</b> .....	42
<b>3.2.2 Testes da eficiência sob a forma semi-forte</b> .....	43
<b>3.2.3 Testes da eficiência sob a forma forte</b> .....	44
3.3 ESTUDO DE EVENTOS .....	44
<b>3.3.1 Detalhamento das fórmulas</b> .....	45
3.3.1.1 Mensuração dos retornos normais .....	45
3.3.1.2 Mensuração dos retornos anormais .....	46
3.3.1.3 Mensuração dos retornos anormais acumulados .....	48
<b>3.3.2 Definição da janela do evento e data “0”</b> .....	49
3.4 HIPÓTESES .....	50
3.5 AMOSTRA E COLETA DE DADOS .....	51
3.6 TÉCNICAS ESTATÍSTICAS UTILIZADAS .....	53
<b>3.6.1 Teste de hipóteses</b> .....	53

<b>4 ANÁLISE DE DADOS E DE RESULTADOS</b> .....	56
4.1 DEFINIÇÃO DA JANELA DO EVENTO E ANÁLISE DO RETORNO ANORMAL ACUMULADO .....	56
<b>4.1.1 Estatística descritiva</b> .....	70
4.2 ANÁLISE DO RETORNO ANORMAL (AR) PARA TODA A AMOSTRA .....	72
4.3 ANÁLISE DO RETORNO ANORMAL (AR) PARA CADA ANO .....	73
4.4 RESULTADOS DAS REGRESSÕES: RETORNO ANORMAL (AR) E IBOVESPA .....	74
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	76
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	79

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A hipótese de eficiência de mercado é um dos temas mais relevantes na moderna teoria de finanças. A premissa desta hipótese é de que o mercado é eficiente se refletir rapidamente, nos preços dos ativos, qualquer informação disponível, impossibilitando ganhos anormais. Desse modo, a posse de informações sobre esse mercado não altera o retorno esperado. Este conceito foi primeiramente proposto por Fama (1970), e os trabalhos realizados nas décadas de 70 e 80 tentaram comprová-lo, chegando a conclusão de que o mercado se mostrava eficiente.

O desenvolvimento da computação, em meados dos anos 80, possibilitou a intensificação dos estudos, evidenciando a existência de comportamentos anormais nos retornos dos ativos. Estas evidências questionavam alguns aspectos da hipótese de eficiência de mercado.

As evidências da existência de anomalias de mercado, apontadas por diversos estudos, dá origem ao desenvolvimento das novas finanças, especialmente, a teoria de finanças comportamentais, que agrega conceitos da Psicologia, da Sociologia e de outras ciências, buscando a aproximação da teoria de finanças à realidade dos mercados financeiros. De acordo com Kimura (2003) as finanças comportamentais partem do princípio que os investidores podem agir de maneira não racional, impactando consistentemente no comportamento do mercado.

No entanto, o tema é relativamente pouco desenvolvido e objeto de muita discussão no meio acadêmico, tendo, de um lado, os defensores da hipótese de eficiência, que têm como principal argumento que as anomalias identificadas não podem ser generalizadas e não são consistentes ao longo do tempo e, de outro, os adeptos da corrente das finanças comportamentais, que ressaltam que estas anomalias estão sendo identificadas consistentemente e em diversos mercados.

Para Fama (1998), as anomalias existem, entretanto, de forma randômica, de forma que acabariam por compensar-se e sendo, desse modo, consistentes com a eficiência de mercado. A grande questão nas finanças comportamentais reside na comprovação da previsibilidade das anomalias de mercado, seu comportamento e sua capacidade de modificação do mercado de forma definitiva. Pesquisas realizadas identificaram padrões de comportamento como aversão à perda, autoconfiança excessiva, otimismo ou pessimismo exagerados e sobre-reação às novidades do mercado. No entanto, os modelos desenvolvidos até então são limitados, com capacidade explicativa para determinadas anomalias e ineficientes para outras.

As anomalias mais relevantes já estudadas nos principais mercados acionários e, também, no Brasil são: anomalias de calendário (efeito segunda-feira, efeito janeiro, efeito virada do mês e efeito feriado) e anomalias fundamentais e técnicas. Os efeitos de anúncios consistem na divulgação de novas informações e nas repercussões nos preços, que tendem a persistir após o anúncio inicial. Ações com notícias boas tendem a apresentar altas demoradas de preços, da mesma forma que ações com notícias ruins podem acarretar movimentos lentos para baixo. Segundo Haugen (1995), o mercado é basicamente demorado nas reações.

Os programas de recompra de ações, objeto desta pesquisa, são um dos exemplos de anomalias de anúncios no mercado financeiro, sendo que o objetivo deste estudo é identificar se existe retorno anormal em torno dos anúncios de recompra no mercado brasileiro.

Neste sentido, estudos realizados sobre a política de remuneração aos acionistas buscam identificar se esta é capaz de influenciar no preço de mercado dos ativos das empresas. Dessa forma, a distribuição de dividendos, o pagamento de juros sobre capital próprio, a bonificação e a recompra de ações poderiam impactar no preço das ações, gerando retornos anormais em torno da data do anúncio do pagamento.

Com relação à distribuição de dividendos, Miller e Modigliani (1961) desenvolveram a teoria da irrelevância, em que apresentam que, em mercados perfeitos, a política de distribuição de dividendos é irrelevante, uma vez que não afeta o valor da empresa. Estudos desenvolvidos por pesquisadores internacionais, considerando as imperfeições do mercado, apontam que a política de dividendos é relevante, identificando retornos anormais positivos, após elevação na distribuição de dividendos, e retornos anormais negativos, após redução na

distribuição, evidenciando criação de valor para a empresa (GRULLON; MICHAELY; SWAMINATHAN, 2002).

A política de dividendos compreende a decisão entre reter os lucros, o que representa a acumulação de recursos para futuros investimentos, reduzindo o percentual a ser distribuído aos acionistas, ou pagar dividendos aos acionistas, provocando o efeito inverso, uma redução no percentual a ser reinvestido em projetos futuros da empresa. Desse modo, tal política requer uma busca pelo equilíbrio entre a retenção e a distribuição de parte dos lucros, buscando a maximização da riqueza para o investidor.

As recompras de ações consistem num importante meio de distribuição de fluxos livres de caixa para os acionistas, caracterizando-se como uma forma alternativa ao pagamento de dividendos. Estudos empíricos apontam que programas de recompra, assim como pagamento de dividendos, podem criar valor para a firma (IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995; GRULLON; MICHAELY, 2002). Os Programas de recompra alcançaram um crescimento nos diversos mercados acionários mundialmente, conforme ilustrado por estudos realizados nesses mercados.

De acordo com Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000), o número de anúncios de recompra de ações realizados no mercado norte-americano passou de 115 para 755, um crescimento de 650%, e o valor aplicado em recompras teve crescimento de 750%, de US\$ 15,4 bilhões para US\$ 113 bilhões, entre 1985 e 1996. No mesmo período, o aumento no pagamento de dividendos teve uma elevação menos significativa em comparação as recompras de ações, passou de US\$ 67,6 bilhões para US\$ 141,7 bilhões.

Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (2000), realizaram pesquisa no mercado canadense, onde foram observados um total de 1.060 anúncios de recompra de ações entre 1989 e 1997, e o volume investido nestes programas passou de US\$ 5,136 bilhões, no primeiro ano da pesquisa, para US\$ 9,660 bilhões no último ano estudado. Lasfer (2002) estudou o tema no mercado europeu no período de 1990 a 1998, onde obteve resultados que apontam um crescimento de 600% no número de anúncios de recompras, passando de 31 para 217.

Leal e Saito (2003) apontam crescimento em programas de recompra de ações no Brasil. A quantidade de anúncios aumentou em 391%, o que foi acompanhado pelo volume aplicado em recompra, que passou de R\$ 52,3 bilhões para R\$ 803,3 bilhões entre os anos de 1995 e 1999.

A recompra de ações também tem recebido bastante atenção na literatura acadêmica devido ao lucro proporcionado aos acionistas. Alguns pesquisadores apontaram retornos anormais para o preço das ações em torno de um anúncio de recompra (LAKONISHOK E VERMAELEN, 1990; IKENBERRY, LAKONISHOK e VERMAELEN, 2000).

A legislação societária brasileira prevê duas modalidades de recompra de ações: através de oferta pública de ações, a preço fixo, adotada em casos de cancelamento de registro de empresa aberta, aquisição, alienação e aumento de participação de controle; e a recompra de ações a mercado, onde a companhia atua como qualquer investidor, comprando suas ações a preço de mercado. Esta última é a mais comum em políticas de distribuição.

A recompra de ações a mercado tem início com o anúncio realizado pela empresa, da intenção em adquirir uma determinada quantidade de ações de sua própria emissão. A partir desse anúncio, a companhia torna-se apta a comprar, igualmente aos demais investidores, as ações de sua própria emissão na Bolsa de Valores, obedecendo as determinações relacionadas a quantidade máxima e aos prazos estipulados por lei. As ações recompradas são mantidas durante um certo período de tempo na tesouraria da companhia até serem recolocadas novamente no mercado ou canceladas.

A tributação aplicada é de 15% sobre os ganhos de capital, sendo 20% sobre as operações de *Day-trade* e isenção para os ganhos sobre venda de ações no mercado à vista, com alienação menor que 20 mil reais mensais, conforme determinado pelo Regulamento do Imposto de Renda de 1999.

A tributação sobre o ganho de capital, como ocorre no Brasil, e isenção para os dividendos – Lei 9.249 de 1994 – não criam vantagem fiscal para a substituição de dividendos por programas de recompra de ações, a exemplo do que ocorre no mercado americano, onde, conforme Moreira e Procianny (2000), os dividendos são tributados. Os autores encontraram

efeito positivo dos anúncios de recompra de ações na BOVESPA sobre o preço da ação no período de maio 1994 a outubro 1998.

## 1.2 JUSTIFICATIVA

Esta pesquisa destaca-se por abordar um dos principais paradigmas da teoria de finanças, a hipótese da eficiência de mercado (HEM), por meio do questionamento a respeito do grau de eficiência do mercado de capitais brasileiros segundo os conceitos de finanças comportamentais, que traz para a discussão os conceitos de anomalias de mercado, tema com crescente produção científica nos principais mercados acionários mundiais.

A política de distribuição de lucros é considerada uma questão relevante pelas empresas, pois exige uma definição sobre o percentual dos lucros que será retido para reinvestimento e o percentual que será distribuído aos acionistas, bem como qual forma de distribuição será adotada.

A distribuição de dividendos, principal forma adotada pelas empresas, após avaliação dos fluxos de caixa disponíveis, requer uma continuidade, uma vez que qualquer alteração nos percentuais adotados emite sinais interpretados pelo mercado de forma positiva ou negativa, considerando-se um aumento no fluxo de caixa ou a ausência de projetos com valor presente líquido positivo.

Neste contexto, uma das vantagens da recompra de ações é a ausência de comprometimento no longo prazo, uma vez que a redução de dividendos emite sinais negativos ao mercado, enquanto que a recompra é uma política esporádica. Normalmente, as recompras de ações são realizadas quando as empresas estão com fluxos de caixa temporários altos, enquanto que os dividendos são atrelados a permanentes fluxos de caixa, sofrendo aumentos regulares.

### 1.2.1 Estudos empíricos

Eid Junior e Mota (2007) analisaram as motivações relacionadas à escolha de instrumentos de política de distribuição de lucros das empresas no mercado brasileiro no período de 2000 a 2005, cujos resultados apontam os fatores que levam à distribuição de lucros por meio de dividendos e juros sobre capital próprio, como a existência de fluxo de caixa, a estabilidade desses fluxos, o não comprometimento com o endividamento, a preocupação com a governança corporativa e a existência de poucas oportunidades de investimento. Neste contexto, a recompra de ações é vista pelos autores como complemento aos dividendos em momentos de liquidez das ações, porém, incerta quanto à sustentabilidade de níveis futuros.

Nossa e Nossa (2007) encontraram evidências de maior eficiência, representada neste estudo pelo retorno sobre o ativo (ROA), para as empresas listadas na Bovespa que distribuíram dividendos ou recompraram ações através de estudo realizado para o período de 1995 a 2004, que mediu o impacto das duas políticas de distribuição na eficiência das empresas, através do ROA, nos anos subsequentes aos dividendos e aos programas de recompra. “O retorno sobre o ativo mede a eficiência global da administração na geração de lucros com seus ativos disponíveis”.

Ferreira *et al* (2007) investigaram a utilidade da análise fundamentalista para os investidores na separação de empresas *winner*s e *loser*s, entre aquelas que anunciaram recompra de ações na Bovespa no período de 1994 a 1999 e de 2000 a 2002, visando a identificação das que apresentaram retorno anormal positivo, cujos resultados apontaram que a concentração de empresas *winner*s e *loser*s justifica o retorno anormal das ações observado por Gabrielli e Saito (2003). Os autores justificam a divisão do estudo em dois períodos em virtude das mudanças na regulação implementadas pela Instrução CVM 299 de 1999, que amplia a proteção aos minoritários em relação à recompra de ações.

No mercado acionário americano, Dielman, Timothy e Wright (1980) e Liano, Huang e Manakyan (1990) identificaram retornos positivos no valor das ações após anúncios de recompra. Moreira (2000) e Gordon (2002) corroboraram este resultado no Brasil, onde também encontraram retornos anormais positivamente significativos. Já Gabrielli e Saito

(2003) encontraram resultados opostos em seus estudos para o período de 1994 a 2002, quando o retorno anormal identificado foi negativo.

Moreira e Procianny (2000) encontraram retornos anormais positivos após anúncios de recompra de ações por empresas no mercado brasileiro, o que está de acordo com resultados semelhantes aplicados para anúncios de distribuição de dividendos, sinalizando criação de valor para as empresas.

No mercado brasileiro, ainda não há estudos que evidenciem os fatores determinantes na política de distribuição das empresas de forma generalizada, especialmente por ser considerado um mercado novo para os padrões mundiais, o que exige novos e abrangentes estudos sobre o tema. As conclusões dos estudos internacionais não podem ser aplicadas ao Brasil em virtude das particularidades deste mercado, como a existência de dividendo mínimo obrigatório e a possibilidade de pagamento de juros sobre capital próprio.

Esta pesquisa pretende consolidar um estudo sobre recompra de ações para o mercado brasileiro, tomando um abrangente período pós Plano Real, considerado de maior estabilidade econômica para o país, para identificar a presença de retornos anormais em torno do anúncio de recompra pelas empresas listadas na Bovespa, buscando evidências da anomalia de mercado do efeito anúncio no mercado acionário brasileiro, com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento das finanças comportamentais, por meio do questionamento a hipótese de eficiência de mercado, ou possibilitando a realização de ajustes nas estratégias das empresas e investidores.

Vale ressaltar que pesquisas sobre o impacto da recompra no preço das ações foram desenvolvidas no mercado brasileiro; no entanto, não com uma abrangência temporal tão longa, que é importante para testar a significância dos resultados encontrados. Além disso, pesquisas diferentes apontam resultados divergentes, ora encontram-se evidências de retornos anormais positivos (MOREIRA, 2000 e GORDON, 2002) ora negativos (GABRIELLI e SAITO, 2003). E, fundamentalmente, não foi desenvolvida uma pesquisa direcionada a testar a hipótese de eficiência de mercado, contribuindo para o desenvolvimento das finanças comportamentais.

### 1.3 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

As empresas adotam a recompra de ações como alternativa ao pagamento de dividendos para distribuição dos lucros. Esta modalidade provoca redução na quantidade de ações em circulação, proporcionando aumento da participação do acionista e possível valorização no preço de mercado da ação, sinalizando uma relevante política de distribuição semelhante ao resultado alcançado através dos dividendos.

De acordo com Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000) e John e Knyazeva (2006), a recompra de ações, no mercado americano, é empregada para distribuir caixa ao acionista, aproveitar baixas de preço da ação, alterar a alavancagem financeira, defender contra aquisições hostis e conter a diluição do valor da ação em caso de os administradores receberem opções de ações da empresa.

A política de distribuição de lucros, seja por meio de dividendos, programas de recompra de ações, ou outras modalidades, provoca muitos questionamentos, e ainda que os estudos sobre o tema tenham evoluído não foi identificado um denominador comum sobre o assunto, assim como não foram alcançados fatores conclusivos sobre as interpretações de empresas e acionistas a respeito das formas de distribuição.

As teorias que buscam explicar a importância da distribuição na criação de valor para a empresa não chegaram a uma unanimidade. Miller e Modigliani (1961) afirmam que o pagamento de dividendos não provocam nenhum efeito no preço das ações, na ausência de impostos e custos de transação. Outros estudos indicam que um alto índice de distribuição serve de sinalização para expectativas de lucros futuros para o investidor. E há, ainda, uma terceira vertente que argumenta que nos países onde os ganhos de capital sofrem tributação menor que os dividendos, como ocorre na maioria dos mercados estudados, mas não acontece no Brasil, o pagamento destes representa uma perda real para o investidor. Neste último cenário, a distribuição por meio de recompra de ações seria mais interessante para o acionista, do ponto de vista tributário.

A Hipótese de Mercados Eficientes (HME), em sua forma semiforte, determina que os mercados refletem, integralmente, as informações disponíveis, de modo que a distribuição de

lucros não provocam alterações nos preços das ações. Em contraponto, as finanças comportamentais apontam a existência de anomalias no mercado que evidenciarão ineficiência destes, dentre as quais os efeitos de anúncios, que provocariam alterações nos preços dos ativos. De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2007), o anúncio de recompra normalmente provoca reações favoráveis no mercado, e o preço das ações, após a recompra, apresenta desempenho superior a títulos comparáveis que não passaram por tal processo.

Cabe, então, pesquisar se tais reações do mercado se refletem no preço de mercado das ações de empresas que passam por processo de recompra no mercado brasileiro: Existem retornos anormais nos preços dos ativos destas companhias após os anúncios de recompra? Como no caso dos dividendos, as recompras de ações são irrelevantes? Os mercados mostram-se eficientes em sua forma semiforte, após anúncios de recompra de ações por parte das companhias abertas no Brasil?

## 1.4 OBJETIVOS

Objetiva-se, neste estudo, testar a eficiência do mercado em sua forma semiforte, que pressupõe que os preços devem refletir toda informação publicamente disponível, e verificar o impacto da estratégia de recompra de ações por parte das companhias abertas no Brasil, no valor de mercado da ação das empresas listadas na Bovespa, por meio da aplicação do estudo de eventos. O estudo se concentra na verificação de retorno anormal em torno das datas de anúncios de recompra de ações divulgados pelas empresas.

### 1.4.1 Geral

Os programas de recompra de ações, objeto desta pesquisa, é um dos exemplos de anomalias de anúncios determinados pelas finanças comportamentais, sendo que o objetivo deste estudo é identificar se existe retorno anormal nos preços de mercado dos ativos das companhias listadas na Bovespa em torno dos anúncios de recompra de ações, caracterizando

o conceito de anomalia de mercado e evidenciando ineficiência do mercado brasileiro em refletir nos preços dos ativos, as informações publicamente disponíveis.

#### **1.4.2 Específicos**

- Calcular o retorno das ações no período da janela do evento, da janela de estimação e da janela pós-evento;
- Comparar os retornos dessas ações com o retorno do mercado; e
- Testar se os anúncios provocam retornos anormais para os títulos objeto dos anúncios.

#### **1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO**

Este capítulo promove uma breve introdução sobre o tema do estudo, define a justificativa e o problema da pesquisa, bem como seus objetivos.

No segundo capítulo é abordada a fundamentação teórica do tema, cujos principais assuntos são: hipótese da eficiência de mercado (HEM), anomalias de mercado, políticas de remuneração ao acionista, recompra de ações e estudos empíricos sobre dividendos e recompra de ações nos mercados mundiais e no mercado brasileiro.

O terceiro capítulo relata sobre a metodologia utilizada na pesquisa e as hipóteses a serem testadas. São detalhados os procedimentos de coleta de dados e a seleção da amostra analisada. São apresentadas as hipóteses a serem testadas. Em seguida, são apresentadas as fórmulas de cálculo dos retornos e variáveis utilizadas. Por fim, são descritas as técnicas estatísticas utilizadas.

No capítulo quatro é relatada a análise dos dados e resultados encontrados de acordo com as hipóteses de pesquisa e os objetivos determinados, comparando os retornos das ações com o retorno do mercado e apresentando o retorno anormal acumulado.

Por último, são apresentadas as conclusões e considerações finais e, na sequência, as referências utilizadas no desenvolvimento do estudo. O anexo apresenta os apêndices, contendo os dados utilizados, cálculos e testes estatísticos realizados individualmente para os anúncios.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 HIPÓTESE EFICIÊNCIA DE MERCADO

A hipótese da eficiência do mercado, desenvolvida por Fama (1970), consiste na formulação básica de que os preços dos títulos refletem todas as informações disponíveis. Esta hipótese é um dos conceitos fundamentais da Teoria de Finanças, segundo a qual os preços dos ativos financeiros forneceriam sinais adequados para a alocação de recursos. Considerando este mercado eficiente, as empresas poderiam tomar decisões de investimento e os investidores poderiam selecionar ativos que representassem a posse dessas empresas, pois os preços dos ativos refletiriam plenamente, em todos os momentos, todas as informações relevantes.

De acordo com Van Horne (1995), a existência do mercado financeiro eficiente está diretamente relacionada ao consenso geral a respeito de todas as informações relacionadas a economia, aos mercados financeiros e a empresa propriamente, promovendo um rápido ajuste dessas informações nos preços. Em mercados eficientes as negociações de compra e venda de um título ao preço de mercado jamais será uma transação com valor presente líquido positivo (BREALEY e MYERS, 2008).

No contexto de mercados eficientes, não haveria possibilidade de previsão dos preços, estes oscilariam em torno do seu valor intrínseco, e as mudanças de valor poderiam ocorrer em virtude de novas informações, de modo que a flutuação no preços dos ativos seria aleatória.

De acordo com Brooks, Patel e Su (2003), uma das premissas da hipótese de eficiência de mercado presume que o mercado se ajusta rapidamente às recentes informações disponíveis, inclusive às informações macroeconômicas, que podem ser utilizadas para prever preços futuros.

Para Shiller (2000) as pesquisas que investigam hipótese de eficiência de mercado abordam os argumentos de que os mercados não são vulneráveis à exuberância excessiva ou

às bolhas de mercado. Dessa forma, a teoria dos mercados eficientes afirma que todos os preços financeiros refletem precisamente todas as informações públicas a qualquer tempo.

No entanto, evidências empíricas, mostram que a hipótese de mercados eficientes pode ser questionada. Podem existir anomalias, de forma que, diante de determinadas condições institucionais e econômicas, o comportamento dos mercados acionários pode conter componentes que podem tornar possíveis algumas previsões. TABAK (2003).

As condições determinadas por Fama (1970) para a verificação HEM são: inexistência de custos de transação na compra e venda de ativos; acesso igualitário de todos os participantes do mercado a todas as informações disponíveis, sem custos; e homogeneidade de expectativas entre os investidores quanto aos efeitos das informações sobre os preços atuais e futuros dos títulos.

### **2.1.1 Formas de eficiência**

Estudos apresentados por Fama (1970) definem três tipos de eficiência, agrupados sob formas denominadas fraca, semiforte e forte, da seguinte forma:

- Forma fraca de eficiência (*weak form efficiency*)

Em um mercado de capitais eficiente na forma fraca, o preço dos ativos incorpora integralmente a informação contida em preços passados. Não é possível obter retornos anormais com base em preços históricos.

- Forma semiforte de eficiência (*semi-strong form efficiency*)

A forma semiforte de eficiência do mercado pressupõe que os preços devem refletir toda informação publicamente disponível. Esta proposição admite que os preços refletem instantaneamente toda informação disponível publicamente de modo que não é possível obter retornos extraordinários com base em informações públicas, pois os preços dos ativos se ajustam a tais informações rapidamente.

- Forma forte de eficiência (*strong form efficiency*)

No mercado eficiente na forma forte, os preços refletem toda informação publicamente disponível e até com base em dados confidenciais. Esta forma de eficiência admite que mesmo os agentes que possuam informação privilegiada (*insider traders*) não teriam condições de obter retornos anormais com o uso dessas informações.

Com relação à política de dividendos, a hipótese do mercado eficiente implica que a adoção de maior ou menor distribuição, bem como a modalidade de distribuição adotada, não influenciam o valor da empresa e o preço de mercado das ações, uma vez que os preços deveriam refletir instantaneamente as informações disponíveis. Tais pressupostos não consideram a existência de impostos, os custos de transação, a assimetria informacional e os conflitos de agência entre gestores e acionistas que podem interferir na reavaliação das expectativas do mercado.

## 2.2 ANOMALIAS DE MERCADO E FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

As Finanças Comportamentais surgiram no final da década de 70, com as pesquisas dos psicólogos Kahneman, Slovic e Tversky (1979) sobre o processo de tomada de decisão do ser humano em situações de risco, dando origem ao conceito de aversão à perda, muito importante para as Finanças Comportamentais, que traz a premissa de que as pessoas sentem muito mais a dor da perda do que o prazer obtido com um ganho equivalente, contrariando a "Teoria da Utilidade", segundo a qual o investidor avalia o risco de um investimento de acordo com a mudança que ele proporciona em seu nível de riqueza.

Para Fama (1998), as anomalias existem; porém, de forma randômica, de forma que acabariam por compensar-se e sendo, desse modo, consistentes com a eficiência de mercado. A grande questão nas finanças comportamentais reside na comprovação da previsibilidade das anomalias de mercado, seu comportamento e sua capacidade de modificação do mercado de forma definitiva. Diversos trabalhos identificaram padrões de comportamento como aversão à perda, autoconfiança excessiva, otimismo ou pessimismo exagerados e sobre-reação às

novidades do mercado. No entanto, os modelos desenvolvidos até então são limitados, com capacidade explicativa para determinadas anomalias, mas ineficiente para outras.

Segundo Ferreira (2007), a conexão com as disciplinas de sociologia e psicologia apresenta bastante convergência com os esquemas intelectuais de áreas ligadas à psicologia econômica:

- a Economia Comportamental: estuda impactos de políticas macroeconômicas na população, apoiada pela Psicologia, Sociologia, Antropologia, História e Biologia;
- as Finanças Comportamentais: uma ramificação da economia comportamental, que estuda o comportamento do mercado com base em teorias econômicas tradicionais, economia comportamental e psicologia econômica;
- a Sócioeconomia: estuda fenômenos econômicos a partir de formulações sociológicas e políticas;
- a Psicologia do Consumidor: trata do consumo do ponto de vista psicológico;
- a Neuroeconomia: busca alicerces neurológicos para explicar as decisões econômicas e financeiras e envolve estudos de neurocientistas, economistas e psicólogos.

A partir do final dos anos 70, recursos computacionais, cada vez mais avançados, permitiram aos pesquisadores aplicar diferentes tipos de testes estatísticos e matemáticos na análise dos mercados financeiros. Diversos trabalhos, desde então, vêm apontando evidências contrárias à eficiência de mercado. As principais anomalias de mercado são detalhadas a seguir.

### 2.2.1 Anomalias de calendário

- Efeito dia-da-semana

O efeito dia-da-semana, ou efeito segunda-feira, é determinado pela diferença observada nos retornos diários dos ativos ao longo dos dias da semana. Pesquisas desenvolvidas no mercado norteamericano desde os anos 80 demonstram que os retornos nas segundas-feiras são, em média, menores do que os retornos nos demais dias da semana (LAKONISHOK; SMIDT, 1988). Kato (1990) e Lean, Smith e Wong (2007) verificaram a existência dessa anomalia nos mercados de Hong Kong, Indonésia, Japão, Malásia, Singapura, Taiwan e Tailândia.

De acordo com Thaler (1987), o efeito dia-da-semana estaria relacionado à divulgação de informações, notadamente as ruins, por parte das empresas ocorrerem após o término do horário de negociação das ações na sexta-feira. Dessa forma, sendo refletidas no preço dos ativos na segunda-feira.

No mercado acionário brasileiro, o efeito segunda-feira foi estudado por Costa Júnior e Lemgruber (1993) e Bone e Ribeiro (2002), que encontraram resultados semelhantes aos mercados mundiais, corroborando a existência dessa anomalia no Brasil. Ceretta e Costa Júnior (2001), entretanto, alterando o período amostral e a metodologia empregada, não identificaram o efeito dia-da-semana no mercado nacional.

- Efeito mês-do-ano

O efeito mês-do-ano, ou efeito janeiro, refere-se à existência de médias de retornos mensais distintas para os meses do ano. O retorno médio seria maior do no mês de janeiro que os retornos médios dos demais meses do ano.

Alguns estudos que identificaram esta anomalia foram realizados por Lakonishok e Smidt (1988) e por Haugen e Jorion (1996). No mercado acionário brasileiro, Costa Júnior (1990) e Famá et al (2007) não encontraram evidências da existência do efeito janeiro. Segundo Lakonishok e Smidt (1988), o efeito janeiro estaria relacionado ao tamanho da

empresa, uma vez que testes que utilizam índices compostos por grandes empresas consistentemente não encontram a anomalia.

- Efeito virada de mês

O efeito virada de mês consiste na observação da ocorrência de retornos maiores no último e nos quatro primeiros dias do mês (LAKONISHOK; SMIDT, 1988).

- Efeito Feriado

O efeito feriado é caracterizado pela ocorrência de retornos anormais positivos nos dias de negociação imediatamente anteriores a feriados. Estudos realizados no mercado norteamericano, apontam que a taxa de retorno média em dias de negociação pré-feriados é 23 vezes maior do que a média das taxas dos dias regulares (Lakonishok e Smidt, 1988). Kim e Park (1994), identificaram retornos anormais nos dias úteis imediatamente anteriores a feriados nos mercados norteamericano, japonês e inglês, nos períodos de 1966 a 1986 e de 1972 a 1987.

No mercado brasileiro, Bone e Ribeiro (2002) encontraram evidências de que vésperas e dias seguintes a feriados possuem retornos médios diferenciados para uma pequena minoria da amostra, no período de 1996 a 1999.

### **2.2.2 Anomalias fundamentais**

De acordo com pesquisas realizadas, os investidores apresentariam uma forte tendência de projetar para o futuro os bons ou maus resultados passados das empresas. Desse modo, há uma supervalorização das companhias com um passado atraente, empresas *growth*, com elevada relação Preço/Lucro por ação, alta rentabilidade e um crescimento constante dos lucros e uma subestimação das empresas com resultados anteriores não tão bons, denominadas *value*.

As anomalias fundamentais estão relacionadas ao preço da ação como fator crítico; o investidor procura ações com preços deprimidos mesmo que essas empresas venham oferecendo baixa rentabilidade. O objetivo maior é a antecipação a uma eventual reversão nos resultados das ações. Segundo Fletcher (1995), a empresa *value* normalmente possui ações desvalorizadas, que vêm apresentando melhora em seus indicadores, relacionados a um crescimento na relação preço/lucro e no fluxo de dividendos, um valor baixo na relação P/L e uma alta no valor de seus ativos.

Fama e French (1992), desenvolveram um dos mais importantes estudos sobre anomalias de valor, em que afirmam que não há relação significativa entre retornos e riscos sistemáticos e que outros indicadores de valor, como a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial e o rendimento dos dividendos, estariam mais relacionados aos retornos das ações analisadas.

As principais anomalias de valor seriam as relações: relação lucro/preço; relação preço/vendas; relação valor contábil/valor de mercado; rendimento dos dividendos; e, ações negligenciadas.

- Relação entre o Valor de Mercado e o Valor Patrimonial

As ações com quocientes elevados entre valor patrimonial e preço de mercado e/ou com índices preço/lucro elevados têm desempenhos maiores ao de ações que apresentam estes indicadores mais baixos (Lakonishok, Shleifer e Vishny, 1994).

- Efeito Tamanho da empresa

As ações de empresas pequenas apresentariam retornos maiores do que as ações de grandes empresas (Banz, 1981). Para outros estudiosos não seria possível a obtenção de retornos anormais por meio da aplicação em ações de pequenas empresas devido a baixa liquidez dos títulos no mercado e aos custos de transação mais elevados.

### 2.2.3 Anomalias técnicas

A principal característica da análise técnica consiste em demonstrar padrões recorrentes e previsíveis nos preços dos ativos. Considerando esta análise as informações futuras sobre valores da empresa, não seriam suficientes para obter retornos superiores nas negociações de títulos. Se os preços se ajustarem a uma fraca velocidade, torna-se possível uma identificação das perspectivas e consequente exploração.

Os estudos de sistemas baseados em Análise Técnica têm concluído que os preços se ajustam rapidamente às novas informações, desta a forma a análise técnica não seria capaz de gerar vantagens aos investidores (Malkiel, 1996). Brock, Lakonishok e Lebaron (1992) encontraram evidências de que a aplicação de médias móveis permitiu retornos anormais significativos, da mesma forma que o uso da quebra de faixa de negociação, algumas das bases da análise técnica, indicando posição favorável a existência de anomalias técnicas.

### 2.2.4 Outras anomalias

- Teoria das Bolhas Especulativas

É caracterizada por uma alta persistente dos preços das ações por um período longo, os preços variam significativamente em torno de seus valores considerados justos. Este período é interrompido por um reajuste de preços, quando estes retornam aos seus valores originais, provocando um colapso, grandes perdas por parte dos integrantes do mercado. Alguns dos exemplos históricos de bolhas, referem-se a Tulipmania, na Holanda do século XVII, e o *crash* de 1929.

Para alguns pesquisadores, as bolhas de mercado ou episódios especulativos são inerentes ao próprio fundamento do sistema financeiro. Segundo esta teoria, nesses episódios o mercado de crédito funciona como catalisador do movimento de euforia mediante operações de alavancagem, que podem gerar grande pânico entre os compradores, levando-os a negociar seus ativos a qualquer preço.

- Efeitos de anúncios

Caracterizada pela repercussão provocada nos preços dos ativos a partir da divulgação de novas informações ao mercado, e que tendem a persistir após o anúncio inicial. De acordo com Haugen (1995), ações com notícias boas tendem a apresentar altas demoradas de preços, da mesma forma que ações com notícias ruins podem acarretar movimentos lentos para baixo.

Os programas de recompra de ações, objeto desta pesquisa, é um dos exemplos de anomalias de anúncios no mercado financeiro, sendo que o objetivo deste estudo é identificar se existe retorno anormal em torno dos anúncios de recompra no mercado brasileiro.

### 2.3 POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO AO ACIONISTA

Jagannathan, Stephens e Weisbach (2000) e John e Knyazeva (2006) pesquisaram as motivações para a realização de uma política de remuneração ao acionista e o modo como é feita a escolha entre os dividendos e as recompras de ações no mercado americano, apresentando como as principais conclusões:

- empresas maiores, com maior fluxo de caixa, menores oportunidades de investimento, menor endividamento e pior governança corporativa distribuem uma maior parte de seus lucros aos acionistas;

- os dividendos são utilizados quando os fluxos de caixa são mais estáveis e sustentáveis, e as recompras de ações ocorrem para a distribuição de fluxos de caixa temporários;

- as recompras de ações são utilizadas para distribuir caixa aos acionistas, aproveitar um subapreçamento da ação, alterar a alavancagem financeira, defender-se de aquisições hostis e conter a diluição do valor da ação quando os administradores recebem opções de ações da empresa.

A literatura acadêmica da área de finanças apresenta pesquisas que buscam explicar as decisões quanto às políticas de remuneração ao acionista por parte das empresas, as motivações envolvidas, a reação do mercado, os reflexos no preço de mercado das ações e a geração de valor para a empresa e acionistas. As principais formas de distribuição são dividendos, desdobramentos de ações, bonificações, juros sobre capital próprio e recompra de ações, detalhadas a seguir.

### 2.3.1 Dividendos

As decisões quanto aos valores e formas de remuneração ao acionista devem estar de acordo com os pressupostos de que o objetivo da empresa é maximizar o valor para o acionista, de forma que as preferências destes devem nortear a definição quanto ao percentual de lucro a ser distribuído - uma questão bastante controversa, uma vez que as preferências variam de acordo com o perfil do investidor.

As três principais teorias a respeito dessa questão são: Teoria da Irrelevância dos Dividendos, Teoria do Pássaro na Mão e Teoria da Preferência Tributária.

A **teoria da irrelevância** dos dividendos, desenvolvida por Miller e Modigliani (1961), afirma que o valor da empresa não é afetado pela distribuição de dividendos, mas apenas pela capacidade de geração de valor e pelo risco de seus ativos. De acordo com Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2006), “Miller e Modigliani defenderam que o valor da empresa depende somente do lucro produzido por seus ativos e não de como esse lucro é dividido entre dividendos e lucros acumulados”.

De acordo com esta teoria, o investidor poderia construir sua própria política de dividendos, vendendo parte de suas ações, quando desejarem dividendos e a empresa não os distribuir, ou comprando uma participação adicional na empresa, quando esta distribuir dividendos e o investidor não os desejar. Tal suposição é questionada por estudiosos, uma vez que não considera os custos de corretagens e impostos incorridos na compra e venda de ações.

A **teoria do pássaro na mão** refere-se à preferência dos investidores por dividendos. Estes valorizariam mais cada unidade monetária de dividendo esperado que o mesmo valor de ganho de capital esperado, já que o primeiro representaria menos risco que o segundo, e o investidor racional seria avesso ao risco (GORDON, 1963; LITNER, 1962). A denominação “pássaro na mão” foi atribuída por Miller e Modigliani (1961), que discordaram da teoria que vai de encontro à teoria da irrelevância, afirmando que a maioria dos investidores planejam reinvestir os ganhos por meio de dividendos na mesma empresa ou em outras similares, de modo que estes seriam indiferentes entre dividendos e ganhos de capital (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2006).

Ao contrário da teoria do pássaro na mão, a **teoria da preferência tributária**, desenvolvida nos Estados Unidos, onde os dividendos são tributados, pressupõe uma preferência pelo ganho de capital e uma distribuição de dividendos baixa, uma vez que os dividendos são tributados quando do seu pagamento, enquanto que os ganhos de capital são tributados somente quando da realização desses valores, o que torna mais vantajosa a retenção e reinvestimento dos lucros do que a distribuição por meio dos dividendos, com presumível valorização das ações, que somente acarreta em impostos no momento da venda; considerando o valor do dinheiro no tempo, isso seria de mais baixo custo. Esta teoria foi desenvolvida para o mercado americano. No caso do Brasil, os dividendos são isentos e os ganhos de capital tributados a 15%.

Quanto às faixas tributárias nos mercados onde os dividendos são tributados, Ross, Westerfield e Jaffe (2007) ressaltam que investidores situados em faixas de imposto de renda elevadas tendem a preferir baixa distribuição de dividendos. Por outro lado, investidores situados em faixas tributárias baixas tendem a preferir altos dividendos.

Para Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2006), as contradições entre as três teorias não podem ser elucidadas nem mesmo por testes empíricos, como já realizados em diversos mercados, pois não é possível isolar os demais fatores e realizar comparações exclusivamente baseadas na política de dividendos das empresas. Porém, quanto às preferências dos investidores, estes estão distribuídos entre os que preferem mais ou menos dividendos, mas todos preferem uma política estável de dividendos.

Na definição da política de dividendos, há ainda que se considerar a **teoria de sinalização**, surgida da observação de que o aumento na distribuição de dividendos é acompanhado pelo crescimento do preço da ação, e o inverso também ocorreria, pois uma redução de dividendos acarreta em queda no preço da ação. Para Miller e Modigliani (1961), tal reação seria originada pela presença de um conteúdo informacional nos anúncios de distribuição e não na preferência por dividendos.

As decisões acerca da distribuição de dividendos é interpretada pelo mercado como uma transmissão de sinais em relação ao futuro desempenho da companhia, de modo que qualquer alteração em política de dividendos pode influenciar no preço das ações, emitindo sinais de que investir na própria empresa é a melhor opção e que é esperado bom desempenho futuro. Por outro lado, o mercado também pode interpretar que as alternativas de investimentos estão esgotadas, e que a empresa não tem bons projetos de investimento. (COPELAND; WESTON, 1992).

Outro aspecto importante diz respeito ao **efeito clientela**, determinado pela preferência de grupos de investidores por maior ou menor distribuição de dividendos, que podem comprar ou vender ativos de uma organização de acordo com sua política de dividendos, afetando, assim, o preço do ativo. Esta teoria também é contraposta por Miller e Modigliani (1961), que ressaltam a indiferença do grupo que compra ativos da empresa; cada investidor buscará ações da empresa que se adeque às suas preferências.

As preferências dos investidores podem ser justificadas em função das diferentes necessidades intertemporais de consumo e das diferentes faixas tributárias nas quais os investidores estejam inseridos. Segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2006), “os investidores que quiserem o rendimento do investimento atual devem comprar ações de empresas que distribuam altos dividendos, enquanto os investidores que não necessitam do rendimento do atual investimento devem comprar ações de empresas com baixa distribuição”.

### **2.3.2 Desdobramento de ações - *split***

A teoria financeira pressupõe um nível de preço justo no qual o preço das ações deveria enquadrar-se quando o preço estiver acima dessa faixa, dificultando sua negociação. Então, a ação deveria ser desdobrada em duas ou mais, de modo a manter o valor dos ativos de cada investidor, já que os lucros e dividendos de cada ação também seriam divididos conforme o desdobramento, no mesmo número de vezes. Este método é uma alternativa de remuneração ao acionista.

### **2.3.3 Bonificações**

Semelhante ao *Split*, a remuneração ao acionista por meio da bonificação significa que, ao invés de receber o valor do dividendo em dinheiro, o investidor receberá o mesmo valor em novas ações da empresa. Este procedimento também reduz o preço individual da ação por meio do aumento do número de ações em circulação; entretanto, normalmente, num índice menor que no caso dos desdobramentos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007).

### **2.3.4 Juros sobre capital próprio**

Criado em 1995, pela Lei 9.249, para compensar o fim da correção monetária do balanço das empresas, o mecanismo dos Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) é um instrumento de remuneração dos sócios atrelado ao capital investido, funcionando como alternativa ou complemento à distribuição de dividendos em virtude do tratamento tributário que permite que seja contabilizado como despesa financeira dedutível na apuração do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ). Essa dedução é estendida à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) pela Lei 9430 de 1996, condicionada ao efetivo pagamento ou crédito aos acionistas.

A taxa para o cálculo do JSCP é determinada pela empresa pagadora, que deve seguir algumas determinações para garantir o benefício da dedução fiscal. Esta taxa não pode exceder a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e a aplicação do percentual da TJLP sobre o patrimônio líquido; não pode ser superior a 50% do lucro líquido ou das reservas de lucro, considerado aquele que for maior.

Os JSCP podem ser considerados para pagamento do dividendo mínimo obrigatório. Desse modo, do ponto de vista da empresa, os Juros sobre capital próprio são mais vantajosos, pois permitem a dedução dos lucros apurados, o que não é possível no caso dos dividendos. Já para o investidor, os dividendos são isentos de impostos, enquanto que os juros sobre capital próprio são tributados em 15% na fonte.

#### 2.4 RECOMPRA DE AÇÕES

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007), a decisão sobre dividendos é muito importante, pois define quanto será distribuído aos investidores e quanto será retido, além de passar informações aos acionistas sobre o desempenho da empresa. Este raciocínio é aplicado a todas as modalidades de distribuição citadas, uma vez que acionistas e investidores em potencial analisam o modo e a quantidade em que as empresas distribuem seus lucros, de forma determinante para suas próprias políticas de investimento.

No Brasil, a recompra de ações é regulamentada pela Instrução CVM 010, de 11 de fevereiro de 1980, que determina a aquisição de ações de própria emissão pelas companhias abertas quando seus estatutos atribuem poder de autorização do procedimento ao Conselho Administrativo.

De acordo com Gordon (2002), Gabrielli e Saito (2003), a recompra de ações é uma estratégia de investimento que emite sinais positivos ao mercado, uma vez que a empresa decide investir em suas próprias ações em detrimento de outros projetos, indicando que as ações estão subavaliadas e representam o investimento mais atraente no momento.

### 2.4.1 Mecanismos de recompra de ações

As recompras de ações podem ser uma forma alternativa de distribuição do fluxo de caixa livre aos acionistas. Elas fazem com que haja uma redução na quantidade de ações no mercado, de modo a aumentar a participação de cada acionista na empresa, sem alterar, do ponto de vista contábil-financeiro, o valor da empresa.

De acordo com Gabrielli e Saito (2004) a literatura financeira aponta quatro principais motivos pelos quais as empresas recompram ações de sua própria emissão:

**Ajustar sua estrutura de capital** à meta estabelecida pela empresa, quando esta apresenta baixo nível de endividamento e nível de capital próprio acima do que considera necessário, a recompra de ações pode reajustar o equilíbrio entre capital próprio e de terceiros. Grinblatt e Titman (2002) apontam a eficácia da recompra de ações no ajuste da estrutura de capital, uma vez que a retirada de parte das ações do mercado reduz a participação do capital próprio na estrutura de financiamento da companhia, aumentando sua alavancagem.

**Diminuição dos custos de agência ou excesso de fluxos de caixa**, uma vez que o excesso de caixa sem oportunidades lucrativas de investimento pode ser mal aplicado se mantido na empresa. De acordo com Jensen e Meckling (1976), esse fato contribui para mitigar os conflitos de agência entre administradores e acionistas de uma mesma empresa.

**A recompra de ações em substituição ao pagamento de dividendos**, considerado o mais importante pelos autores, por tratar-se de um instrumento de maior flexibilidade e, no caso do mercado americano e outros mercados, apresentar vantagens fiscais em relação aos dividendos, o que não se aplica ao Brasil onde o pagamento de dividendos é isento de impostos. Grullon e Michaely (2002) estudaram a recompra de ações em substituição aos dividendos como alternativa de transferência de caixa para os acionistas e concluíram que os investidores veem recompras de ações e pagamento de dividendos como substitutos.

**Sinalização ao mercado** sobre os preços das ações da empresa anunciante de que deve estar subavaliado pelo mercado.

Para Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2006), os programas de recompra são adotados quando há disponibilidade de caixa e a empresa opta pela recompra no lugar dos dividendos, assim como quando a estrutura de capital está pesada em capital próprio; então, a empresa vende dívida e recompra suas próprias ações. As empresas ajustam suas recompras de ações à sua situação de caixa, explorando, assim, a maior flexibilidade proporcionada pelas recompras de ações e indicando uma das possíveis razões de sua crescente popularidade (STEPHENS; WEISBACH, 1998).

#### 2.4.2 Métodos de recompra de ações

Os métodos de recompra de ações consistem, basicamente, em três, de acordo com Vermaelen (1981; 1984) e Lakonishok e Vermaelen (1990).

- Oferta a preço fixo (*fixed-price tender offer*)

Neste método, o número de ações a ser recomprado, o prazo e o preço a ser pago são definidos pela administração, e a oferta de compra de ações é irrevogável e irretratável, destinada a todos os titulares de ações da mesma espécie e classe, objeto da Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA), como o método é denominado no Brasil.

- *Dutch-Auction*

Este método é comum no mercado norteamericano; todavia, não é aplicado no Brasil. Consiste na definição pela administração do número de ações a serem recompradas, prazos e faixa de preços a serem pagos, normalmente com ágio sobre o preço de mercado. Como no primeiro caso, o acionista pode ou não vender suas ações; entretanto, neste instrumento a companhia inicia comprando pelos preços mais baixos, de acordo com as faixas e quantidades estipuladas, e não a um preço fixo como na OPA, onde, normalmente, o preço é cotado acima do valor de mercado.

- Recompra de ações a mercado

A aquisição de ações pela própria companhia emissora é realizada com estas recomprando as ações no mercado acionário como qualquer outro investidor, respeitadas as restrições legais, no que concerne à quantidade máxima diária e total de ações que podem ser recompradas. Neste método, a companhia paga o preço de mercado pelas ações recompradas e não tem a obrigatoriedade de recomprar toda a quantidade de ações anunciada nem mesmo efetuar qualquer recompra.

Stephens e Weisbach (1998) encontraram uma média entre 74 a 82% de ações efetivamente recompradas em relação à quantidade anunciada no mercado americano, para o período entre 1981 e 1990, excluindo as recompras de ações anunciadas logo após a quebra da Bolsa de 1987. De acordo com Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (1995), este é o método mais utilizado no mercado norteamericano, com 90% do valor financeiro dos anúncios de recompra de ações realizados entre 1985 e 1993.

### **2.4.3 Legislação brasileira**

A Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 – que regulamenta o mercado de valores mobiliários e cria a CVM, e a Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas – são a base legal para a aquisição, pela companhia, de ações de sua própria emissão, permitindo, inclusive, entre outras operações, a aquisição para cancelamento ou manutenção em tesouraria, bem como a posterior alienação desses títulos.

A partir de então, diversas instruções foram baixadas para implementar melhorias na regulação do mecanismo de recompra de ações, sendo a primeira a Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, determinando as penalidades sujeitas aos negócios que infrinjam as normas diretamente ligadas às operações de aquisição das próprias ações.

A quantidade máxima, em termos percentuais, de ações que podem ser recompradas do mercado variou conforme os avanços da legislação, sendo fixado primeiramente em 5% de cada classe de ação em circulação pela Instrução CVM nº 10, respeitando-se a quantidade de

ações que podem ser mantidas em tesouraria, cujo limite não pode ser ultrapassado por meio de autorizações consecutivas de recompra de ações. A Instrução CVM nº 100, de 13 de junho de 1989, elevou esse limite para 10%, e ele foi novamente reduzido logo em seguida novamente a 5%, pela Instrução CVM nº 111, de janeiro de 1990. A Instrução CVM nº 268, de 13 de novembro de 1997, aumentou outra vez o limite para 10%.

A instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, dispôs sobre o cancelamento de registro de companhia aberta, incluindo todas as etapas necessárias neste processo, enquanto que a Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, regulamentou a alienação de controle acionário, negociação com as próprias ações e ofertas públicas para a aquisição de ações, dificultando o **fechamento branco** de capital; entretanto, partindo de pressupostos de que os acionistas minoritários determinariam tal condição por meio da aceitação ou não de negociação de suas ações, com base nas informações disponíveis.

Mudanças significativas no âmbito da regulação quanto às OPAs foram introduzidas pela Instrução CVM nº 361/2002, que regulamenta as diversas modalidades de Oferta Pública de Aquisição de Ações ("OPA") e revoga as Instruções CVM nos 229/95, 299/99 e 345/00, que, até então, regulamentavam o assunto. A edição da Instrução CVM nº 361/02 teve como principal objetivo a regulamentação de dispositivos introduzidos pela reforma da Lei nº 6.404/76, implementada pela edição da Lei nº 10.303/01, a nova Lei das S/As.

A nova regulamentação promove o aperfeiçoamento dos mecanismos de ofertas públicas, dispondo sobre o procedimento aplicável às OPAs de companhia aberta, que inclui as modalidades:

- cancelamento de registro – obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia. Como condição ao efetivo cancelamento do registro de companhia aberta, os acionistas titulares de mais de 2/3 das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, permanecendo na companhia, sendo que o silêncio dos acionistas será entendido como discordância em relação ao cancelamento do registro;

- aumento de participação – obrigatória, realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta. Para as companhias abertas já existentes na data de entrada em vigor da Instrução CVM nº 361/02, o limite de 1/3 será calculado considerando-se as ações em circulação na data de entrada em vigor da Instrução CVM nº 345/00, em 5 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir;
- alienação de controle – obrigatória, realizada como condição de alienação de controle de companhia aberta. Deve ser formulada pelo adquirente do controle sempre que houver alienação, direta ou indireta, do controle da companhia aberta, e deve ter por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária;
- voluntária – visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, excetuando-se as obrigatórias, sempre que envolvam permuta por valores mobiliários;
- aquisição de controle de companhia aberta; e
- concorrente – formulada por um terceiro que não o ofertante, ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentadas para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeitas a registro que esteja em curso. Quando concorrerem com OPA, sujeitas a registro na CVM.

A regulamentação já determinava que a OPA deveria ser intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento. A Instrução CVM nº 361/02 acrescenta que a instituição intermediária não poderá negociar com as ações emitidas pela companhia objeto da OPA durante o respectivo período da oferta.

A OPA era realizada pelo valor de mercado da ação, calculado pelo valor médio de cotação em bolsa de valores nos doze meses anteriores à oferta. As novas regras estabelecem que sempre que a OPA for formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, deverá ser instruída com laudo de avaliação da companhia, elaborado pela instituição intermediária ou por empresa especializada.

Um dos avanços se refere às barreiras ao **fechamento branco** de capital, introduzindo o conceito de **preço justo**, um elemento novo e subjetivo, a ser determinado conforme laudo de avaliação, considerando critérios relativos ao valor de mercado, valor patrimonial, valor econômico e valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo. O acionista minoritário passa a ter como base uma avaliação econômico-financeira da companhia preparada pelo avaliador, responsável pela determinação do **preço justo** e, conseqüentemente, do preço mínimo das OPAs.

Antes irrevogável, o lançamento de uma OPA no mercado passa a ser passível de modificação ou revogação, caso ocorra alguma alteração substancial, posterior e imprevisível, nas circunstâncias de fato existentes quando do seu lançamento.

As OPAs passam a ser realizadas por meio de leilão em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, no prazo mínimo de 30 e máximo de 45 dias, contados da data de publicação do edital da OPA.

Os instrumentos da OPA, formulados pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou pela própria companhia, deverão prever que, caso estes venham a adquirir mais de 2/3 das ações de uma mesma classe em circulação, ficarão obrigados a adquirir as ações em circulação remanescentes, durante o prazo de três meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão atualizado até a data do efetivo pagamento. O prazo para a compra das ações remanescentes é de dois anos.

#### 2.4.3.1 Opções

As negociações com opções de venda e de compra, referenciadas em ações de sua emissão, para fins de cancelamento, permanência em tesouraria ou alienação, é introduzida pela Instrução nº 390, de 8 de julho de 2003. Esta operação pode ser realizada desde que o estatuto social da companhia atribua ao Conselho de Administração poderes para autorizar a negociação com suas próprias ações, ou, na falta de previsão estatutária, se houver deliberação específica da Assembleia Geral de acionistas.

Nesta operação, o total das ações em tesouraria não poderá ser superior a 10% de cada espécie ou classe de ações em circulação, incluindo aquelas que a companhia poderá vir a adquirir, de forma direta ou indireta, mediante o exercício de opções de compra ou de venda. As negociações devem ser realizadas nos mercados onde são negociadas as ações da companhia.

## 2.5 ASSIMETRIA INFORMACIONAL, SINALIZAÇÃO DE MERCADO E CUSTOS DE AGÊNCIA

A composição das companhias de capital aberto, onde propriedade e controle são separados, implica em que os gestores possuam melhores informações a respeito da empresa em relação aos acionistas, caracterizando uma assimetria informacional, o que torna os sinais emitidos pela administração relevantes para uma reavaliação das expectativas dos investidores acerca do desempenho futuro da empresa. De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2007), as empresas só aumentarão o dividendo quando for esperado que os valores futuros de lucros e fluxos de caixa sejam suficientemente altos para que o dividendo não seja reduzido a seu nível original, o que indica que a política de dividendos emite sinais ao mercado sobre o desempenho futuro da organização.

Outro aspecto relacionado à política de dividendos é o conflito de agência entre os acionistas e os gestores. Conforme Jensen e Meckling (1976), tais conflitos forçam os acionistas a incorrerem em custos de monitoramento, com a finalidade de se certificarem de que os gestores estão agindo no melhor interesse dos acionistas. Para Ross, Westerfield e Jaffe (2007), os dividendos podem servir para reduzir os custos de agência, uma vez que a aplicação do fluxo de caixa excedente no pagamento de dividendos diminui a capacidade da administração de manipular os recursos da empresa em vistas de seus próprios interesses.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 INTRODUÇÃO

Esta pesquisa tem por objetivo verificar os efeitos dos anúncios de recompra de ações no valor de mercado dos ativos no mercado acionário brasileiro. Determinados anúncios, como programas de recompra de ações realizados pelas companhias, são identificados pelas finanças comportamentais como eventuais anomalias de mercado, uma vez que provocariam retornos anormais nos preços, evidenciando ineficiência dos mercados em refletir as informações disponíveis no valor dos ativos.

Fama (1970) aponta várias formas de testar a eficiência dos mercados. Para a realização desta pesquisa, será adotada a metodologia de estudos de evento, a mais utilizada para aferir a forma semiforte, cujos testes procuram mensurar a velocidade do ajustamento dos preços dos títulos ao redor de uma data específica, quando da divulgação de informações relevantes, tais como vencimento de opções, bonificações, subscrição de ações, pagamento de dividendos, anúncios de lucros, desdobramento de ações, fusões e aquisições, recompra de ações, entre outros. Para Fama (1970), cada teste individual busca verificar como os preços se ajustam à informação específica gerada por um evento.

Em termos gerais, será realizada uma análise por anúncios de recompra realizados pelas empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), com a finalidade de investigar a existência de retornos anormais em torno da data de anúncio do programa de recompra de ações. Em seguida, serão utilizadas regressões simples para verificação do poder explicativo do Ibovespa do retorno anormal.

De acordo com o enfoque epistemológico, esta pesquisa é classificada como empírico-analítica. Conforme Martins (2002), este tipo de classificação é designada à pesquisa cuja abordagem apresenta técnicas de coleta, tratamento e análise de dados quantitativos: “A validação da prova científica é buscada através de teste de instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais”. (MARTINS, 2002, p. 34).

Os dados foram extraídos da base de dados Económica. Os cálculos e teste estatísticos foram processados por meio da utilização do *software* Minitab 15.0 e do *software* Microsoft Excell 2007.

### 3.2 TESTES DA EFICIÊNCIA DE MERCADO

Na operacionalização do conceito da eficiência de mercado de capitais, Fama (1970) define três formas de eficiência, considerando o subconjunto de informações disponíveis: na forma fraca, os preços refletem completamente as informações sobre o histórico do comportamento dos preços dos títulos; na semiforte, os preços refletem, além do histórico do comportamento dos preços, todas as informações publicamente disponíveis; e na forte, os preços refletem todas as informações disponíveis, históricas, públicas e privadas.

#### 3.2.1 Testes da eficiência sob a forma fraca

Três grandes metodologias são empregadas para a verificação empírica da hipótese de eficiência sob a forma fraca, com base na análise do comportamento das séries temporais dos retornos em relação a ativos de mesmo risco (FAMA, 1991; COPELAND; WESTON, 1992; Ross, Westerfield e Jaffe, 2007).

- Jogo justo (*fair game*)

Na média, o retorno esperado de um grande número de amostras deve ser igual ao retorno real, não implicando em retorno positivo. Um exemplo de jogo justo poderia ser expresso através dos jogos de azar em Las Vegas. Em função da percentagem da casa, o apostador deveria esperar perder, por exemplo, 10% e, com suficiente certeza, na média seria isso o que as pessoas realmente perderiam.

- *Martingale, submartingale*

Refere-se a um jogo justo onde o preço futuro é igual (*martingale*) ou maior (*submartingale*) que o preço presente. Dessa forma, implica que os retornos são nulos (*martingale*) ou positivos (*submartingale*).

- Rumo aleatório (*random walk*)

Não é possível prever o comportamento futuro dos preços e dos retornos. Parte do pressuposto de que não existe diferença entre a distribuição condicional dos retornos a uma dada estrutura de informações e a distribuição sem a presença de informações estruturadas.

### **3.2.2 Testes da eficiência sob a forma semiforte**

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2007), testes empíricos que envolvam a forma semiforte de eficiência, segundo a qual os preços refletem toda informação publicamente disponível, costumam envolver dois tipos de testes.

O primeiro deles analisa o sistema das relações dos retornos em torno das datas de anúncios de determinados eventos, envolvendo períodos anteriores e posteriores à divulgação de informações importantes. O segundo refere-se aos desempenhos de fundos mútuos, uma vez que em mercados eficientes, na forma semiforte, os retornos médios dos administradores de fundos mútuos serão iguais aos do investidor comum, independentemente de qual informação pública utilizaram para formar a sua carteira.

Nesta pesquisa, é adotado o primeiro modelo como metodologia, o estudos de eventos, por meio do qual se pretende verificar se os preços das ações de companhias que anunciaram programas de recompra de ações refletem essas informações, publicamente disponíveis, ou seja, se existe retorno anormal nos preços das ações em torno da data do anúncio de recompra das ações.

### 3.2.3 Testes da eficiência sob a forma forte

Para Fama (1970), a eficiência em sua forma forte deve ser testada em conjunto com um modelo de precificação de ativos, considerando, conjuntamente, risco e retorno de diferentes ativos, que permitam identificar se todas as informações estão refletidas nos preços.

### 3.3 ESTUDO DE EVENTOS

A metodologia utilizada para mensurar os efeitos do anúncio de recompra de ações sobre o comportamento do preço das ações é definida como estudo de eventos, bastante aplicada na análise dos preços de títulos de mercado, cujo objetivo é avaliar o retorno anormal dos preços em torno da data do evento. Segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), os efeitos de um evento são imediatamente refletidos nos preços das ações, dada a eficiência e racionalidade do mercado.

A metodologia de estudos de eventos é aplicada para analisar o impacto que um evento ou informação específica provoca no preço dos ativos de uma companhia. É utilizada para avaliar a presença de retornos anormais das ações que compõem o estudo, a exemplo do que é empregado nas áreas de finanças, economia e contabilidade, em pesquisas relacionadas aos pagamentos de dividendos, fusões e aquisições de empresas, mudanças de regulação econômica, entre outros eventos.

O estudo de eventos é definido por Campbell, Lo e Mackinley (1997) como o método que permite mensurar os efeitos de determinado evento no valor de uma empresa. Este método é baseado na racionalidade do mercado, segundo a qual o efeito de um evento é refletido imediatamente nos preços dos ativos.

Barbosa e Camargos (2003) ressaltam que as duas razões principais para a utilização do estudo de evento são: testar a hipótese nula de que o mercado é eficiente em sua forma semiforte e incorpora as informações; e identificar o impacto de um evento na riqueza dos acionistas de uma empresa, excluindo a hipótese referente à assimetria de informação.

Esta pesquisa realiza um estudo de eventos para o anúncio de recompra de ações pelas empresas de capital aberto no Brasil, segundo as etapas do método definidas por Campbell, Lo e Mackinley (1997) como janela de estimação, janela do evento e janela pós-evento.

A definição do evento, a primeira etapa, consiste na determinação do evento de interesse do estudo, cuja data de ocorrência é definida como a **data zero**, e a janela do evento, determinada pelo período no qual serão analisados os preços das ações das companhias. O período da janela do evento e a data zero incluem grande subjetividade em sua definição. No entanto, o rigor estabelecido nesta definição contribui para a obtenção de melhores resultados.

### 3.3.1 Detalhamento das fórmulas

#### 3.3.1.1 Mensuração dos retornos normais

Para identificar se o título apresenta retorno anormal, o retorno da ação deve ser comparado a um índice de mercado. No caso desta pesquisa, o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa). Esta análise visa definir um retorno normal, que teria ocorrido sem a presença do evento em estudo, em comparação com o retorno realmente apresentado pela ação. O retorno da ação é calculado com base na equação 01:

(01)

$$R_{i,t} = (\text{Log } P_{i,t} - \text{Log } P_{i,t-1})$$

Onde:

$R_{i,t}$  = retorno da ação  $i$  na data  $t$

$P_{i,t}$  = preço da ação  $i$  na data  $t$

O cálculo dos retornos normais das ações de empresas que anunciaram recompra de ações é efetuado pelo modelo logarítmico, pressupondo uma capitalização contínua, segundo o proposto por Soares, Rostano e Soares (2002), que apresentam a outra forma possível de

cálculo como a tradicional, que pressupõe um regime de capitalização discreta. A forma logarítmica é escolhida por apresentar uma distribuição dos retornos o mais aproximada de uma distribuição normal, atendendo os pressupostos para aplicação de testes paramétricos (SOARES; ROSTANO; SOARES, 2002). A fórmula utilizada nesta pesquisa é:

$$R_{i,t} = \ln \left( \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (02)$$

Onde:

$R_{i,t}$  = retorno da ação  $i$  na data  $t$

$P_{i,t}$  = preço da ação  $i$  na data  $t$

### 3.3.1.2 Mensuração dos retornos anormais

Brown e Warner (1980) apresentam três modelos básicos aplicáveis à metodologia de estudo de eventos para mensurar os retornos anormais: modelo de retorno ajustado à média; modelo de retorno ajustado ao mercado; e modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado.

- Retorno ajustado à média

Este modelo assume que o retorno esperado de uma determinada ação é representado por uma constante  $K$ , representada pela média dos retornos passados do ativo. Parte do pressuposto de que o retorno médio de um título é constante ao longo do tempo. A fórmula utilizada é:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - K_i \quad (03)$$

Onde:

$A_{i,t}$  = retorno anormal da ação  $i$  na data  $t$

$R_{i,t}$  = retorno da ação  $i$  na data  $t$

$K_i$  = média aritmética dos retornos passados da ação  $i$

- Retorno ajustado ao mercado

De acordo com este modelo, o retorno esperado da ação  $i$  no período  $t$  é representado pelo retorno do mercado no mesmo período. O retorno anormal *ex post*, do título  $i$ , é dado pela diferença entre seu retorno e o da carteira do mercado. Lerner (1999), definida através da equação a seguir:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (04)$$

Onde:

$AR_{i,t}$  = retorno anormal da ação  $i$  na data  $t$

$R_{i,t}$  = retorno da ação  $i$  na data  $t$

$R_{m,t}$  = o retorno da carteira do mercado na data  $t$

Este é o modelo adotado nesta pesquisa, onde é calculada a diferença entre o retorno das ações de empresas que anunciaram programas de recompra de ações e o Ibovespa para mensuração dos retornos anormais para a amostra estudada.

- Retorno ajustado ao risco e ao mercado

De acordo com este modelo, o retorno esperado de um ativo pode ser estimado por meio de um método de precificação dos ativos, como o modelo de mercado ou o CAPM. O modelo de mercado relaciona o retorno do ativo ao retorno do portfólio do mercado, o que representa uma evolução em relação aos modelos anteriores, pois promove uma redução da variância dos retornos anormais em virtude da dedução da parte do retorno da ação ocorrida em função do mercado. Matematicamente, é descrito da seguinte forma:

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{m,t} \quad (05)$$

Onde:

$A_{i,t}$  = retorno anormal da ação  $i$  na data  $t$

$R_{i,t}$  = retorno da ação  $i$  na data  $t$

$R_{m,t}$  = o retorno da carteira do mercado na data  $t$

$\alpha_i$  = alfa estimado da ação  $i$  na data  $t$  (parâmetro de regressão); e

$\beta_i$  = beta estimado da ação  $i$  na data  $t$  (parâmetro de regressão)

As variáveis  $\alpha$  e  $\beta$  são parâmetros de uma regressão linear simples, calculados por meio do método dos mínimos quadrados para o período da janela de estimação, fora da janela do evento. O modelo pressupõe uma distribuição normal dos retornos das ações e parte dos pressupostos de linearidade e estacionariedade, além da independência dos resíduos em relação ao retorno de mercado e estabilidade da variância.

### 3.3.1.3 Mensuração dos retornos anormais acumulados

Em virtude da dificuldade da exatidão da data em que a informação é recebida pelo mercado, e considerando a possibilidade de influência do evento nos dias subsequentes ao anúncio, cabe avaliar o retorno anormal acumulado no período da janela do evento para avaliar o comportamento dos preços das ações ao longo do período:

(06)

$$CAR_{iT} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

Onde:

$CAR_{iT}$  = retorno anormal acumulado do ativo  $i$  no período  $T$

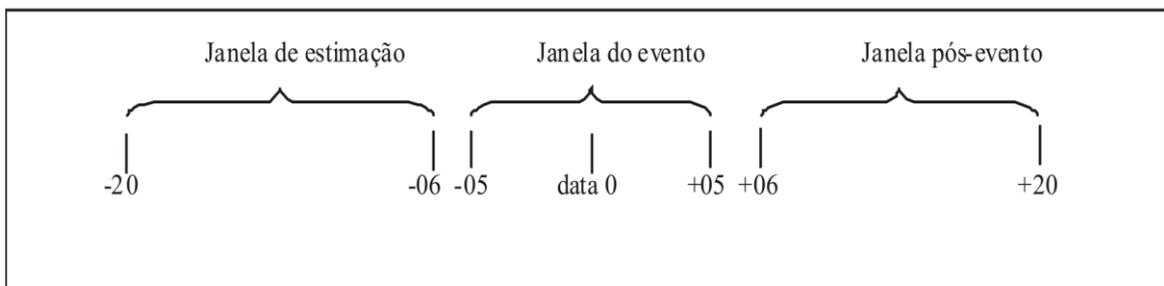
$\sum_{t=1}^T AR_{it}$  = somatória do retorno anormal do ativo  $i$  no período  $t$ ;

Nesta pesquisa, procede-se verificação dos retornos anormais acumulados conforme a janela do evento determinada, incluindo a janela de estimação e a janela pós-evento, com a finalidade de identificar retorno anormal acumulado em todo o período de estudo.

### 3.3.2 Definição da janela do evento e data “0”

A data do anúncio de recompra de ações de própria emissão pelas empresas listadas na BOVESPA é considerada a data do evento, para em seguida definir a janela do evento, ou seja, o período no qual o anúncio pode influenciar no preço do ativo, aqui considerando-se a data da Reunião do Conselho de Administração (RCA) como a data zero, estabelece-se uma janela ao redor do evento entre os dias -05 a +05. A RCA é escolhida como data zero, pois é a data em que é decidida a adoção de um programa de recompra de ações, sendo notificada ao mercado logo em seguida, e as negociações, normalmente, são iniciadas a partir dessa data.

Definida a janela do evento, determina-se a janela de estimação, período no qual podem ocorrer eventuais efeitos de antecipação de informações ao mercado, como nos casos de informações privilegiadas, que compreende 15 dias no período de -20 a -06. E, por fim, a janela pós-evento, para mensurar os retornos anormais após o anúncio de recompra, que compreende o período +06 a +20, também envolvendo 15 dias. A janela pós-evento obedece a período igual à janela de estimação para aumentar o período de alcance de possível influência do evento.



**Quadro 1 - Linha de tempo do estudo de evento**

A janela do evento, bem como as janelas de estimação e pós-evento, são determinadas com a finalidade de garantir a confiabilidade dos dados, de modo que não haja interferência de outros eventos, não podendo ser tão longa a ponto de englobar todo o período de recompra, que é de 90 dias. De acordo com Brown e Warner (1985), a utilização de janelas longas reduz o poder dos testes estatísticos e podem levar a falsas inferências sobre o nível de significância do evento em estudo.

### 3.4 HIPÓTESES

Considerando que o objetivo principal da pesquisa é verificar a existência de retorno anormal em torno da data de anúncio de programa de recompra de ações no mercado brasileiro, são apresentadas algumas hipóteses que buscam identificar se existem diferenças estatisticamente significantes entre o retorno esperado e o retorno realmente auferido no período de análise. Para atender a estes objetivos, apresentam-se as seguintes hipóteses complementares:

Hipótese 1:

$H_0$  = De acordo com a metodologia de estudo de eventos, a variação anormal nos preços das ações em torno do anúncio de recompra não é igual a zero;

$H_1$  = De acordo com a metodologia de estudo de eventos, a variação anormal nos preços das ações em torno do anúncio de recompra é igual de zero;

Hipótese 2:

$H_0$  = Considerando a análise ano a ano, os retornos médios anormais dos preços das ações em torno do anúncio de recompra é superior ao retorno médio do Ibovespa;

$H_1$  = Considerando a análise ano a ano, os retornos médios anormais dos preços das ações em torno do anúncio de recompra não é superior ao retorno médio do Ibovespa;

Hipótese 3:

$H_0$  = De acordo com a teoria de eficiência de mercado, em torno do anúncio de recompra de ações o mercado se mostra eficiente em sua forma semiforte;

$H_1$  = De acordo com a teoria de eficiência de mercado, em torno do anúncio de recompra de ações o mercado não se mostra eficiente em sua forma semiforte.

### 3.5 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Este estudo é constituído das empresas cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que anunciaram programas de recompra de ações no período de 1º de janeiro de 1998 a 31 de dezembro de 2008, por meio da Reunião do Conselho de Administração (RCA). A relação das empresas que promoveram tal anúncio foi fornecida pela Bovespa, contendo dados como o nome da empresa, a data da RCA, o número de ações a serem adquiridas e o prazo de aquisição.

O período escolhido para a realização do estudo compreende os anos de 1998 a 2008, devido à maior estabilidade econômica do Brasil. Ao longo deste período podemos perceber que o Produto Interno Bruto (PIB) passou de uma taxa de crescimento anual de 0,04% em 1998 para uma taxa de crescimento de 5,1% em 2008, conforme a tabela 01.

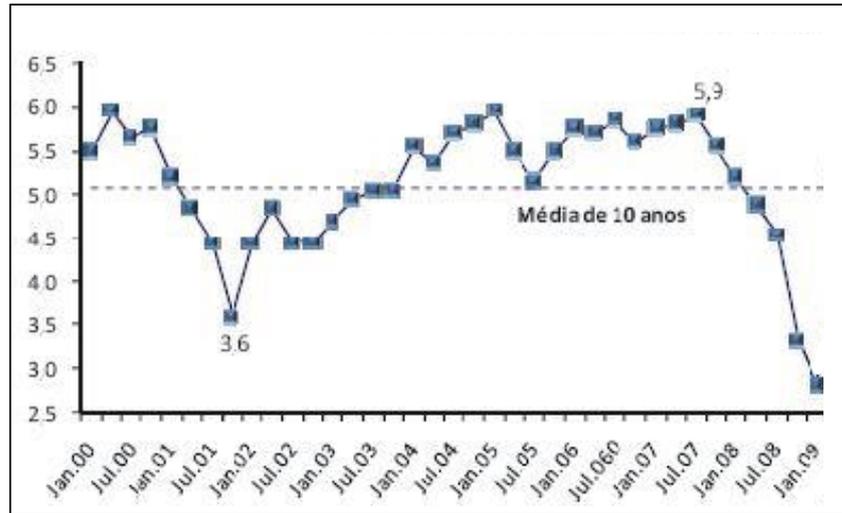
**Tabela 1: Valor e taxa de crescimento do PIB brasileiro: 1998-2008**

<b>Ano</b>	<b>Valor correntes em bilhões R\$</b>	<b>Taxa de Crescimento</b>
1998	979	0,0
1999	1.064	0,3
2000	1.179	4,3
2001	1.302	1,3
2002	1.477	2,7
2003	1.699	1,1
2004	1.941	5,7
2005	2.147	3,2
2006	2.369	4,0
2007	2.661	5,7
2008	3.004	5,1

Fonte: IBGE e Bacen

O Índice de Clima Econômico (ICE) elaborado pela Fundação Getúlio Vargas e o *Institut of Economic Research at the University of Munich* (IFO) medem o clima econômico dos países por região. No gráfico extraído daquele estudo, apresenta-se o ICE da América

Latina, por meio do qual percebe-se que o indicador encontra-se relativamente estável entre os anos 2000 e 2009. O Brasil apresenta uma média de 6,0 pontos em 10 anos, até final de 2008, ficando atrás apenas do Chile, que teve a melhor média no período entre os países da América Latina. A média para a região foi de 5,1 pontos nestes 10 anos.



**Gráfico 1: Índice de Clima Econômico na América Latina**

Fonte: FGV/IFO

A população da pesquisa é composta de 704 anúncios de recompra, no período de 1998 a 2008. Foram selecionadas as ações que tiveram negociação no período de 20 dias antes e 20 dias depois da data da RCA. Nos casos em que as negociações eram superiores a 50% dos pregões, porém não atingiam a totalidade do período, foram excluídos os dias sem negociação, e estes foram substituídos pelo dia imediatamente anterior com negociação, para a janela de estimação, e subsequente, para a janela pós-evento.

Foram efetuadas as seguintes exclusões:

- Eventos de companhias que tiveram negociação em menos de 50% dos pregões no período; e
- Eventos de companhias que não apresentavam cotações diária de ações na base de dados Econômica.
- Eventos da mesma companhia cujas janelas ficavam extensamente sobrepostas;

Desse modo, da população inicial restaram 415 anúncios que compõem a amostra para a realização desta pesquisa. Os dados foram coletados na base de dados Econômica, utilizando-se as cotações diárias das ações no fechamento do pregão e o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) também no fechamento. Os dados sobre os programas de recompra - empresas, data da RCA, quantidade a ser recomprada, entre outros - foram fornecidos pela BM&FBovespa.

### 3.6 TÉCNICAS ESTATÍSTICAS UTILIZADAS

#### 3.6.1 Teste de hipóteses

O teste de hipóteses é uma técnica estatística de tomada de decisão empregada para aceitar ou rejeitar uma hipótese estatística, realizando inferências com base em elementos amostrais. A hipótese formulada para ser testada é denominada hipótese nula, indicada por  $H_0$ , testada com uma hipótese alternativa, indicada por  $H_1$ .

- Teste para comparação dos retornos

Conforme Stevenson (2001), o teste  $t$  de duas amostras é utilizado para determinar se as médias de duas populações são iguais ou não. Na formulação da hipótese nula a diferença entre as duas médias é estatisticamente igual a zero, e na hipótese alternativa a diferença entre as médias não é estatisticamente igual a zero.

Dessa forma, efetuou-se a comparação entre o retorno anormal das ações e o retorno do mercado. Para testar a primeira hipótese do item 3.4 é necessário observar o valor probabilístico ( $p$ -value), originado do resultado do teste  $t$ , se este é inferior ou superior ao nível de significância de 5%. Quando o  $p$ -value for inferior ao nível de significância, a hipótese nula será rejeitada.

- Teste de significância – regressão linear

Um dos métodos estatísticos utilizados para realizar teste de hipóteses dos coeficientes da reta de regressão é verificar se cada parâmetro é igual a zero, sendo que a estatística de teste deste modelo possui a distribuição *t-Student*. Por meio do teste de hipóteses é possível determinar, em modelos de regressão linear, se a relação entre duas variáveis é estatisticamente significativa.

A existência ou não da relação linear é dada pelo coeficiente angular  $\beta_1$ , encontrado em cada um dos modelos de regressão analisados. Se  $x$  e  $y$  estão linearmente relacionados, temos que  $\beta_1 \neq 0$ . O objetivo do teste de hipóteses é verificar se é possível usar os dados da amostra para concluir que  $\beta_1 \neq 0$ . Desse modo, tem-se a hipótese nula igual a zero e a hipótese alternativa diferente de zero.

Se a hipótese  $H_0$  é rejeitada, conclui-se que  $\beta_1 \neq 0$  e que as duas variáveis têm uma relação estatisticamente significativa. No entanto, se  $H_0$  não for rejeitada, não se tem evidências para concluir que a relação é significativa.

A constatação de que uma estatística é significativa ocorre se o valor da estatística do teste encontra-se na região crítica, então, a hipótese nula é rejeitada. Também considerando-se a região crítica, diz-se que um teste não é estatisticamente significativo se o valor da estatística se encontra na região de aceitação, e a hipótese nula é aceita. Assim, um valor da estatística de teste alto é indício contra a hipótese nula.

- Regressão Linear

Modelos de regressão são modelos matemáticos que relacionam o comportamento de uma variável  $y$  com outra variável  $x$ , que no caso da regressão linear é representada pela denominada reta de regressão. Quando a função “ $f$ ” que relaciona duas variáveis é do tipo  $f(x) = a + bx$ , temos o modelo de regressão simples. A variável  $x$  é a variável independente da equação, enquanto  $y = f(x)$  é a variável dependente das variações de  $x$ . O modelo de regressão é chamado de simples quando a relação causal envolve apenas duas variáveis, e múltipla, quando a variação em  $y$  é determinado por mais de uma variável independente.

Neste estudo foram utilizados os modelos de regressão linear simples, obtidos por meio do método de mínimos quadrados. Esse método emprega dados amostrais para produzir valores de coeficientes que transformam em um mínimo o somatório dos resíduos quadráticos, que são os desvios entre os valores observados da variável independente e os valores da variável dependente. A validade dos modelos de regressão foi analisada por meio do teste  $t$  de significância.

## 4 ANÁLISE DE DADOS E DE RESULTADOS

Esta seção está subdividida em duas, a primeira com a definição da janela do evento, incluindo janela de estimação e janela pós-evento, e apresentação dos retornos anormais acumulados para a amostra que compõe a pesquisa, em uma tabela para cada ano do estudo. A seguir apresentam-se as análises multivariadas para testar as hipóteses deste trabalho.

### 4.1 DEFINIÇÃO DA JANELA DO EVENTO E ANÁLISE DO RETORNO ANORMAL ACUMULADO

A definição da janela do evento obedeceu ao modelo estabelecido por Campbell, Lo e Mackinlay (1997), incluindo uma janela de estimação e uma janela pós-evento em torno da data zero, nesta pesquisa foram estabelecidas janelas de 20 dias antes e 20 dias depois da data de divulgação de recompra de ações.

As tabelas detalham a janela do evento, incluindo os períodos de estimação e pós-evento, a partir da data do evento (Reunião do Conselho de Administração) e apresentam o resultado encontrado de acordo com a metodologia de estudo de eventos, o Retorno Anormal Acumulado (CAR) para os anúncios das empresas analisadas, com a finalidade de avaliar se houve retorno anormal persistente durante vários dias da janela total, possibilitando arbitragem por parte dos investidores.

Na Tabela 2, dos 75 eventos – anúncios de programas de recompra de ações, no ano de 1998, 43 apresentaram CAR positivo e 32 apresentaram CAR negativo em torno da janela do evento, sinalizando que o anúncio de recompra de ações pode afetar o preço de mercado da ação, o que será testado na seção de análises multivariadas, por meio da regressão linear.

Do período deste estudo, este foi o ano que apresentou o maior número de recompra de ações, 75 eventos, o que poderia ser associado a seqüência de crises financeiras ocorridas: nos países asiáticos em 1997, na Rússia em 1998 e no Brasil 1998/1999.

**Tabela 2 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acuilado (CAR): 1998**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
La Fonte Par	08/12/1997	05/01/98	30/01/1998	0,03617
Real	09/12/1997	06/01/98	03/02/1998	0,23988
Vale R Doce	17/12/1997	14/01/98	11/02/1998	0,09962
Duratex	30/12/1997	27/01/98	20/02/1998	-0,03583
Sid Tubarão	02/01/1998	30/01/98	27/02/1998	-0,06155
Gerdau	06/01/1998	03/02/98	03/03/1998	0,19913
Gerdau Met	06/01/1998	03/02/98	03/03/1998	0,00880
Paul F Luz	07/01/1998	04/02/98	04/03/1998	-0,16845
F Cataguazes	12/01/1998	09/02/98	09/03/1998	0,04287
Coteminas	16/01/1998	12/02/98	12/03/1998	-0,13268
Lojas Renner	15/01/1998	12/02/98	11/03/1998	0,18792
Globex	20/01/1998	16/02/98	16/03/1998	0,14240
Sid Nacional	20/01/1998	17/02/98	17/03/1998	0,02364
Suzano	22/01/1998	17/02/98	17/03/1998	-0,06567
Cim Itau	22/01/1998	19/02/98	19/03/1998	0,17005
Dixie Toga	13/01/1998	19/02/98	09/03/1998	-0,04273
Klabin	22/01/1998	19/02/98	19/03/1998	0,26064
Confab	29/01/1998	26/02/98	26/03/1998	0,12227
Ren Hermann	05/02/1998	04/03/98	31/03/1998	-0,18302
Aracruz	10/02/1998	10/03/98	07/04/1998	-0,09925
Coelba	10/02/1998	10/03/98	07/04/1998	-0,07744
V C P	10/02/1998	10/03/98	07/04/1998	0,19553
Oxiten	17/02/1998	16/03/98	13/04/1998	0,44521
Alpargatas	27/02/1998	27/03/98	23/04/1998	0,22577
Real	09/03/1998	06/04/98	04/05/1998	0,17756
Duratex	30/03/1998	27/04/98	25/05/1998	0,02802
Paul F Luz	01/04/1998	29/04/98	27/05/1998	0,10717
Sid Tubarão	02/04/1998	30/04/98	28/05/1998	0,15007
Cim Itau	14/04/1998	08/05/98	05/06/1998	0,06943
F Cataguazes	14/04/1998	12/05/98	09/06/1998	0,03212
Suzano	20/04/1998	18/05/98	15/06/1998	-0,10672
Klabin	22/04/1998	19/05/98	16/06/1998	-0,20484
Lojas Renner	24/04/1998	19/05/98	16/06/1998	-0,09517
Light	27/04/1998	25/05/98	22/06/1998	-0,08705
Sid Nacional	28/04/1998	26/05/98	23/06/1998	-0,00426
Ren Hermann	12/05/1998	04/06/98	02/07/1998	0,09578
Coteminas	12/05/1998	08/06/98	02/07/1998	-0,33060
V C P	11/05/1998	08/06/98	06/07/1998	-0,24117
Vale R Doce	20/05/1998	17/06/98	15/07/1998	0,08951
Aracruz	27/05/1998	24/06/98	22/07/1998	-0,32154
Usiminas	28/05/1998	25/06/98	23/07/1998	-0,06901
Duratex	26/06/1998	24/07/98	21/08/1998	-0,00331
Cim Itau	02/07/1998	30/07/98	27/08/1998	0,22856

Sadia S/A	08/07/1998	05/08/98	02/09/1998	0,30861
Alpargatas	14/07/1998	07/08/98	04/09/1998	0,13027
F Cataguazes	13/07/1998	10/08/98	04/09/1998	0,41814
Itaúsa	13/07/1998	10/08/98	04/09/1998	0,21968
Klabin	22/07/1998	19/08/98	16/09/1998	-0,21415
Light	29/07/1998	25/08/98	22/09/1998	-0,35330
Sid Nacional	28/07/1998	25/08/98	22/09/1998	0,01881
Paul F Luz	29/07/1998	26/08/98	18/09/1998	0,18784
Sid Tubarão	30/07/1998	27/08/98	24/09/1998	-0,21488
Confab	05/08/1998	02/09/98	30/09/1998	-0,23735
Fertibrás	11/08/1998	08/09/98	05/10/1998	0,29525
Suzano	12/08/1998	09/09/98	07/10/1998	0,10428
Vale R Doce	11/08/1998	09/09/98	07/10/1998	0,29820
Lojas Renner	17/08/1998	10/09/98	07/10/1998	-0,47360
V C P	13/08/1998	10/09/98	07/10/1998	0,12390
Inepar	17/08/1998	14/09/98	09/10/1998	-0,11260
Aracruz	27/08/1998	24/09/98	22/10/1998	0,32048
Bradesco	03/09/1998	01/10/98	29/10/1998	-0,08223
Cim Itaú	17/09/1998	15/10/98	12/11/1998	-0,11786
Duratex	30/09/1998	28/10/98	25/11/1998	-0,02688
Alpargatas	13/10/1998	06/11/98	04/12/1998	0,12910
F Cataguazes	09/10/1998	06/11/98	03/12/1998	-0,22857
Sadia S/A	09/10/1998	06/11/98	04/12/1998	0,07618
Duratex	19/10/1998	16/11/98	14/12/1998	0,18102
Coteminas	27/10/1998	24/11/98	22/12/1998	-0,00364
Paul F Luz	28/10/1998	25/11/98	23/12/1998	-0,09706
Sid Nacional	29/10/1998	25/11/98	23/12/1998	0,29726
Light	30/10/1998	27/11/98	23/12/1998	0,00879
Klabin	09/11/1998	07/12/98	04/01/1999	0,34615
Suzano	10/11/1998	08/12/98	05/01/1999	0,28499
Itaúsa	11/11/1998	09/12/98	06/01/1999	-0,04217
Vale R Doce	18/11/1998	16/12/98	13/01/1999	0,28267

Fonte: Elaborado pela autora

Nas tabelas 2 e 3 pode-se perceber a presença constante da empresa Duratex, que ao longo do período do estudo foi que teve o maior número de anúncios de recompra, 25, sendo 5, em 1998 e 4, em 1999. Não identificou-se uma razão específica para esse volume, não se trata de uma característica do setor, já que esta é a única companhia de materiais de construção a realizar recompra de ações no período. A justificativa da empresa para aquisição de suas próprias ações, conforme atas das reuniões de conselho, normalmente, refere-se a aplicação de recursos disponíveis, o que estaria de acordo com Eid Junior e Mota (2007) segundo os quais uma das razões para a recompra de ações é o excesso de fluxo de caixa.

No ano 1999 foram 30 eventos, dos quais 16 apresentaram CAR positivo e 14 apresentaram CAR negativo em torno da janela do evento, demonstrando um equilíbrio diferente do ano anterior, de acordo com a Tabela 3, cuja significância estatística será testada na próxima seção.

**Tabela 3 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 1999**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Trafo	08/12/1998	05/01/99	02/02/1999	-0,02103
Duratex	29/12/1998	26/01/99	23/02/1999	-0,17660
Embratel Par	30/12/1998	26/01/99	23/02/1999	0,24568
Sadia S/A	11/01/1999	08/02/99	08/03/1999	-0,34997
Paul F Luz	27/01/1999	24/02/99	24/03/1999	-0,04591
Cim Itaú	12/02/1999	12/03/99	09/04/1999	-0,04735
Light	19/02/1999	19/03/99	16/04/1999	0,01905
Bradesco	22/02/1999	22/03/99	19/04/1999	-0,11919
Embratel Par	01/03/1999	29/03/99	26/04/1999	-0,21534
Duratex	22/03/1999	19/04/99	17/05/1999	0,16572
Cim Itaú	12/05/1999	09/06/99	07/07/1999	-0,06195
Embratel Par	26/05/1999	23/06/99	21/07/1999	-0,15985
Alpargatas	28/05/1999	25/06/99	23/07/1999	0,08646
Duratex	21/06/1999	19/07/99	16/08/1999	0,02202
Klabin	21/06/1999	19/07/99	16/08/1999	0,29689
Inepar	22/06/1999	20/07/99	17/08/1999	-0,07173
Coteminas	28/06/1999	26/07/99	23/08/1999	-0,01215
Dixie Toga	12/07/1999	04/08/99	01/09/1999	0,06245
Bradesco	12/07/1999	09/08/99	06/09/1999	-0,10573
Fertibrás	12/07/1999	09/08/99	02/09/1999	0,07599
Alfa Invest	27/07/1999	24/08/99	21/09/1999	0,07349
Alpargatas	27/08/1999	24/09/99	25/10/1999	0,06618
Trafo	03/09/1999	30/09/99	28/10/1999	-0,25892
Suzano	08/09/1999	06/10/99	03/11/1999	0,49102
Duratex	20/09/1999	18/10/99	12/11/1999	0,14916
Telemar	29/09/1999	27/10/99	24/11/1999	-0,02422
Itaúsa	15/10/1999	12/11/99	10/12/1999	0,11368
Oxiteno	04/11/1999	02/12/99	30/12/1999	-0,10973
São Carlos	16/11/1999	14/12/99	11/01/2000	-0,15014
Lojas Americ	29/11/1999	27/12/99	24/01/2000	1,09362

Fonte: Elaborado pela autora

Na Tabela 4, nos resultados para o ano de 2000, mantém-se um certo equilíbrio, com CAR negativo para 17 eventos, enquanto que para 15 eventos, o CAR foi positivo, para um total de 32 anúncios de programas de recompra neste ano.

Entre as empresas, destaca-se a Ambev, única do setor de alimentos, que nos dois primeiros anos do estudo não realizou programas de recompra, sendo o primeiro no ano 2000, e possui o segundo maior número de recompras em todo o período, 23 no total, mesmo número realizado pelo Bradesco entre 1998 e 2008.

**Tabela 4 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 2000**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Klabin	06/12/1999	03/01/00	31/01/2000	0,08547
Duratex	20/12/1999	17/01/00	14/02/2000	-0,81270
Fertibrás	06/01/2000	02/02/00	01/03/2000	-0,02155
Embratel Par	12/01/2000	09/02/00	08/03/2000	0,11981
Alpargatas	02/02/2000	25/02/00	23/03/2000	-0,09756
Alfa Invest	01/02/2000	29/02/00	28/03/2000	-0,00460
Oxiteno	02/02/2000	01/03/00	27/03/2000	-0,01949
São Carlos	14/02/2000	13/03/00	10/04/2000	0,01851
Duratex	20/03/2000	17/04/00	15/05/2000	-3,89123
Klabin	21/03/2000	18/04/00	16/05/2000	0,07225
Weg	27/03/2000	24/04/00	22/05/2000	0,34305
São Carlos	13/04/2000	11/05/00	08/06/2000	-0,05937
Coteminas	20/04/2000	18/05/00	15/06/2000	-0,05819
F Cataguazes	27/04/2000	25/05/00	21/06/2000	-0,08705
Alfa Financ	03/05/2000	30/05/00	26/06/2000	-1,28794
Alfa Invest	02/05/2000	30/05/00	27/06/2000	-0,36068
Paul F Luz	11/05/2000	07/06/00	05/07/2000	0,41064
Embratel Par	30/05/2000	27/06/00	25/07/2000	0,32203
Suzano	30/05/2000	27/06/00	25/07/2000	0,17604
Gradiente	19/05/2000	15/06/00	13/07/2000	0,31129
Iochp-Maxion	06/07/2000	03/08/00	31/08/2000	0,12048
Klabin	07/07/2000	04/08/00	01/09/2000	0,01839
São Carlos	17/07/2000	11/08/00	28/08/2000	0,18024
Alfa Invest	01/08/2000	29/08/00	25/09/2000	0,00170
F Cataguazes	02/08/2000	30/08/00	27/09/2000	0,04402
V C P	20/09/2000	18/10/00	14/11/2000	-0,05271
Aracruz	27/09/2000	25/10/00	22/11/2000	-0,12098
Vale R Doce	27/09/2000	25/10/00	22/11/2000	-0,00394
Bradesco	04/10/2000	01/11/00	29/11/2000	0,09590
Iochp-Maxion	09/10/2000	06/11/00	04/12/2000	-0,10234
Duratex	27/10/2000	23/11/00	27/10/2000	-0,05967
Ambev	16/11/2000	13/12/00	10/01/2001	-0,04315

Fonte: Elaborado pela autora

No ano de 2001, os resultados apontam uma predominância de CAR positivo, 27 eventos, e negativo apenas para 9 eventos, conforme Tabela 5.

O setor financeiro tem empresas com números expressivos de recompra de ações, além do Bradesco. Entre 1999 e 2002 a Alfa Investimentos realizou 10 anúncios, sendo 3 em 2001. Neste setor, a Itausa, com 11 anúncios, e São Carlos, com 10 eventos em todo o período analisado, também se destacam pela quantidade de programas de recompra.

**Tabela 5 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 2001**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Suzano	13/12/2000	10/01/01	07/02/2001	0,03027
Santistextil	18/01/2001	15/02/01	15/03/2001	0,15733
Telemar	22/02/2001	22/03/01	19/04/2001	-0,10639
V C P	08/03/2001	05/04/01	03/05/2001	0,17784
Bradesco	09/03/2001	06/04/01	04/05/2001	0,04200
Ambev	28/03/2001	25/04/01	23/05/2001	0,04899
Duratex	25/04/2001	23/05/01	20/06/2001	-0,27806
Alfa Invest	30/04/2001	28/05/01	25/06/2001	0,00886
Iochp-Maxion	22/05/2001	19/06/01	17/07/2001	0,02367
Tele Ctr Oes	25/05/2001	22/06/01	20/07/2001	-0,05896
Paul F Luz	30/05/2001	27/06/01	25/07/2001	0,33042
Vale R Doce	20/06/2001	18/07/01	15/08/2001	0,02236
Santistextil	26/06/2001	24/07/01	21/08/2001	0,27211
Duratex	25/07/2001	22/08/01	19/09/2001	0,19345
Alfa Financ	30/07/2001	27/08/01	24/09/2001	0,07104
Alfa Invest	30/07/2001	27/08/01	24/09/2001	0,16422
Embratel Par	01/08/2001	29/08/01	26/09/2001	-0,32330
Alfa Consorc	06/08/2001	03/09/01	01/10/2001	0,13536
Bradesco	08/08/2001	05/09/01	03/10/2001	0,14699
Bradespar	08/08/2001	05/09/01	03/10/2001	-0,18257
Dimed	13/08/2001	11/09/01	08/10/2001	0,19829
Unibanco	23/08/2001	20/09/01	18/10/2001	0,01040
V C P	23/08/2001	20/09/01	18/10/2001	0,24455
Tele Ctr Oes	28/08/2001	25/09/01	23/10/2001	0,12745
Ultrapar	24/09/2001	22/10/01	19/11/2001	-0,13496
Vale R Doce	26/09/2001	24/10/01	22/11/2001	-0,22250
Ambev	09/10/2001	06/11/01	04/12/2001	0,04719
Duratex	24/10/2001	21/11/01	19/12/2001	0,02431
Alfa Financ	06/11/2001	28/11/01	26/12/2001	0,41230
Alfa Invest	31/10/2001	28/11/01	26/12/2001	0,00385
Fosfértil	31/10/2001	28/11/01	26/12/2001	0,03249
Rossi Resid	31/10/2001	28/11/01	26/12/2001	0,12602
Bradesco	05/11/2001	03/12/01	28/12/2001	0,03245
São Carlos	06/11/2001	03/12/01	28/12/2001	-0,16215
Alfa Consorc	07/11/2001	04/12/01	28/12/2001	0,20918
Tele Ctr Oes	28/11/2001	26/12/01	23/01/2002	-0,11024

Fonte: Elaborado pela autora

Em 2002 também predomina o CAR positivo, para 26 dos 34 eventos de recompra de ações. Apenas 8 tiveram CAR negativo, conforme detalhado na Tabela 6. Estes resultados são muito semelhantes com os obtidos para o ano 2001.

**Tabela 6 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 2002**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Alfa Invest	12/12/2001	09/01/02	06/02/2002	0,06174
Ambev	04/01/2002	01/02/02	01/03/2002	-0,06225
Fosfertil	29/01/2002	26/02/02	26/03/2002	0,12511
Ambev	13/02/2002	11/03/02	08/04/2002	0,03989
Bradesco	04/03/2002	01/04/02	29/04/2002	0,12627
Alfa Invest	12/03/2002	09/04/02	07/05/2002	0,12670
Lojas Americ	12/03/2002	09/04/02	07/05/2002	0,26187
São Carlos	12/03/2002	09/04/02	07/05/2002	0,10157
Ultrapar	21/03/2002	18/04/02	16/05/2002	0,09888
Duratex	24/04/2002	22/05/02	19/06/2002	0,00206
Iochp-Maxion	26/04/2002	24/05/02	21/06/2002	0,16663
Alfa Consorç	17/04/2002	04/06/02	10/07/2002	0,44182
Ambev	23/05/2002	20/06/02	18/07/2002	-0,03180
Embratel Par	30/05/2002	27/06/02	25/07/2002	-0,71940
Tele Ctr Oes	03/06/2002	01/07/02	29/07/2002	0,19756
Lojas Americ	07/06/2002	05/07/02	02/08/2002	0,14181
Fosfertil	12/06/2002	10/07/02	07/08/2002	0,44968
Bradesco	13/06/2002	11/07/02	08/08/2002	0,03073
Alfa Invest	17/06/2002	15/07/02	09/08/2002	0,50091
Ultrapar	19/06/2002	17/07/02	14/08/2002	0,11882
Telemar	05/07/2002	02/08/02	30/08/2002	0,01728
Telemar N L	08/07/2002	02/08/02	30/08/2002	0,01683
Duratex	24/07/2002	21/08/02	18/09/2002	0,02187
Saraiva Livr	29/07/2002	21/08/02	12/09/2002	-0,03547
Ambev	29/08/2002	26/09/02	24/10/2002	-0,02932
Brasil Telec	03/09/2002	01/10/02	29/10/2002	0,09858
Lojas Americ	06/09/2002	04/10/02	01/11/2002	0,23728
Weg	23/09/2002	17/10/02	14/11/2002	0,17273
Tele Ctr Oes	11/10/2002	08/11/02	06/12/2002	0,14561
Duratex	23/10/2002	20/11/02	18/12/2002	0,00907
Bradesco	29/10/2002	26/11/02	23/12/2002	0,00442
Bombril	25/11/2002	23/12/02	20/01/2003	-0,23712
Brasil Telec	29/11/2002	27/12/02	24/01/2003	-0,10077
Brasil T Par	29/11/2002	27/12/02	24/01/2003	-0,11182

Fonte: Elaborado pela autora

De acordo com a Tabela 7, em 2003, 17 eventos apresentam CAR negativo e 16, apresentaram CAR positivo.

Neste ano houve o maior número de anúncios realizado pela Lojas Americanas, do setor de consumo, que durante o período promoveu 13 programas de recompra, seguido pela Alpargatas, o outro destaque deste setor, que realizou 12 eventos entre 1998 e 2008.

**Tabela 7 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 2003**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Saraiva Livr	13/12/2002	09/01/03	05/02/2003	-0,03645
Ambev	26/12/2002	23/01/03	20/02/2003	0,06119
Santistextil	16/01/2003	13/02/03	13/03/2003	0,09101
Unibanco	16/01/2003	13/02/03	13/03/2003	0,18307
Itaúsa	17/02/2003	17/03/03	14/04/2003	0,04130
Duratex	21/02/2003	21/03/03	17/04/2003	-0,04422
Ultrapar	26/02/2003	26/03/03	23/04/2003	-0,18991
Lojas Americ	05/03/2003	02/04/03	30/04/2003	0,16801
Brasil Telec	14/03/2003	11/04/03	09/05/2003	-0,01489
Brasil T Par	14/03/2003	11/04/03	09/05/2003	-0,06118
Ambev	27/03/2003	24/04/03	22/05/2003	0,05580
Santistextil	09/04/2003	06/05/03	03/06/2003	-0,20131
Lojas Americ	07/05/2003	04/06/03	02/07/2003	0,08699
Ambev	12/05/2003	09/06/03	07/07/2003	-0,02257
Telemar N L	19/05/2003	16/06/03	14/07/2003	-0,08196
Itaúsa	20/05/2003	17/06/03	15/07/2003	-0,03791
Duratex	26/05/2003	23/06/03	21/07/2003	0,01033
Mont Aranha	27/06/2003	23/07/03	20/08/2003	0,00035
Brasil Telec	08/07/2003	05/08/03	02/09/2003	-0,06003
Brasil T Par	08/07/2003	05/08/03	02/09/2003	-0,07790
Bradesco	10/07/2003	06/08/03	03/09/2003	0,00890
Santistextil	10/07/2003	06/08/03	03/09/2003	-0,07174
Lojas Americ	06/08/2003	03/09/03	01/10/2003	0,24125
Itaúsa	21/08/2003	17/09/03	15/10/2003	-0,15165
Duratex	25/08/2003	22/09/03	20/10/2003	-0,16427
Ultrapar	27/08/2003	24/09/03	22/10/2003	-0,05228
Santistextil	29/09/2003	27/10/03	24/11/2003	-0,27422
Bradesco	10/10/2003	07/11/03	05/12/2003	0,02778
Gerdau	20/10/2003	17/11/03	15/12/2003	-0,03169
Gerdau Met	20/10/2003	17/11/03	15/12/2003	0,01992
Lojas Americ	04/11/2003	02/12/03	30/12/2003	0,15809
Bradesco	11/11/2003	09/12/03	06/01/2004	0,05638
Itaúsa	17/11/2003	15/12/03	12/01/2004	0,03801

Fonte: Elaborado pela autora

Na tabela 8, os resultados apresentam 15 eventos com CAR positivo e 6 eventos com CAR negativo, em 2004.

A Companhia Siderúrgica Nacional, classificada como a quarta em número de anúncio no período, com 16 no total, retoma os programas neste ano, com 4 anúncios, após ter realizados quatro eventos em 1998, alcançando a quantidade máxima em 2008, quando realizou 6 programas de recompra de ações.

**Tabela 8 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 2004**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Embratel Par	01/01/2004	29/01/04	26/02/2004	-0,05170
Lojas Americ	02/02/2004	01/03/04	29/03/2004	-0,01983
Ambev	25/02/2004	22/03/04	19/04/2004	-0,29456
Sid Nac	30/03/2004	27/04/04	25/05/2004	-0,10313
Santistextil	08/04/2004	06/05/04	03/06/2004	0,14309
V C P	15/04/2004	13/05/04	09/06/2004	0,09302
Ambev	26/04/2004	24/05/04	21/06/2004	0,10486
Eternit	28/04/2004	26/05/04	23/06/2004	0,07225
Lojas Americ	03/05/2004	31/05/04	28/06/2004	0,01576
Telemar	05/05/2004	02/06/04	30/06/2004	0,04900
Telemar N L	05/05/2004	02/06/04	30/06/2004	0,04456
Bradesco	12/05/2004	09/06/04	07/07/2004	0,05544
Ambev	08/06/2004	06/07/04	03/08/2004	-0,04492
Sid Nacional	29/06/2004	27/07/04	24/08/2004	0,05966
Santistextil	16/07/2004	12/08/04	09/09/2004	-0,06613
Lojas Americ	02/08/2004	30/08/04	27/09/2004	0,26443
Brasil Telec	16/08/2004	13/09/04	11/10/2004	0,01779
Brasil T Par	16/08/2004	13/09/04	11/10/2004	-0,01999
Ambev	17/08/2004	14/09/04	11/10/2004	0,05310
Sid Nacional	28/09/2004	26/10/04	23/11/2004	0,02567
Itaúsa	08/11/2004	06/12/04	03/01/2005	0,08079
Sid Nacional	23/11/2004	21/12/04	18/01/2005	0,07922

Fonte: Elaborado pela autora

No ano de 2005, houve 21 eventos recompra de ações, das quais 13 apresentaram CAR positivo e 9, CAR negativo, conforme Tabela 9.

A Klabin é a única empresa do setor de construção civil entre as 10 empresas que realizam 10 ou mais anúncios no período do estudo. A partir de 2005 a companhia promove 1

programa de recompra por ano, até 2008, estratégia diferente do início da pesquisa, quando houve 4 eventos em 1998 e 3, no ano 2000.

**Tabela 9 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 2005**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Telemar	29/12/2004	26/01/05	23/02/2005	-0,09867
Bradesco	05/01/2005	02/02/05	02/03/2005	0,17206
Dixie Toga	08/03/2005	04/04/05	29/04/2005	0,12646
Santistextil	17/03/2005	14/04/05	12/05/2005	0,02973
Alpargatas	01/04/2005	29/04/05	27/05/2005	0,04256
V C P	19/04/2005	17/05/05	14/06/2005	0,00627
Marcopolo	25/04/2005	23/05/05	20/06/2005	-0,08102
Sid Nacional	27/04/2005	25/05/05	22/06/2005	-0,08538
Aracruz	06/05/2005	03/06/05	01/07/2005	0,03111
Duratex	09/05/2005	06/06/05	04/07/2005	-0,19101
Sadia S/A	27/05/2005	24/06/05	22/07/2005	0,21399
Dixie Toga	03/06/2005	01/07/05	29/07/2005	-0,00949
Dixie Toga	30/06/2005	25/07/05	22/08/2005	-0,04760
Bradesco	18/07/2005	15/08/05	12/09/2005	0,07695
Lojas Americ	02/08/2005	30/08/05	27/09/2005	-0,13992
Saraiva Livr	25/08/2005	22/09/05	20/10/2005	0,03629
Klabin	29/09/2005	27/10/05	24/11/2005	-0,09324
Alpargatas	30/09/2005	28/10/05	25/11/2005	0,22324
Ambev	10/10/2005	07/11/05	05/12/2005	0,01079
Itaúsa	10/10/2005	07/11/05	05/12/2005	0,08875
Eternit	20/10/2005	17/11/05	15/12/2005	-0,07827
Bradesco	25/10/2005	22/11/05	20/12/2005	0,11331

Fonte: Elaborado pela autora

Para o ano de 2006, houve um empate nos resultados, do total de 26 eventos, 12 tiveram CAR positivo e 14, negativo, conforme Tabela 10.

A Companhia Vale do Rio Doce, setor de mineração, que realizou 1 anúncio em 2006, promoveu uma quantidade de 9 programas de recompra de ações no período analisado, mesmo número realizado pela Santistêxtil, do setor de consumo, e pela Votorantin Celulose e Papel, do setor de papel e celulose.

Entre as 10 empresas que mais realizaram recompra de ações entre 1998 e 2008, a partir de 9 eventos, sendo responsáveis por 44% do total de anúncios analisados, há uma grande diversidade de setores, o que exclui a possibilidade de esta ser uma estratégia setorial.

De acordo com os objetivos declarados nas reuniões dos conselhos de administração, a hipótese mais provável refere-se ao excesso de caixa disponível.

**Tabela 10 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 2006**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Ambev	27/01/2006	22/02/06	22/03/2006	0,03127
Alpargatas	31/03/2006	28/04/06	26/05/2006	0,11552
Braskem	05/04/2006	03/05/06	31/05/2006	-0,03945
Duralex	11/04/2006	09/05/06	06/06/2006	-0,03535
Fosfertil	12/04/2006	10/05/06	07/06/2006	0,09013
Bradesco	24/04/2006	22/05/06	19/06/2006	-0,11639
Gerdau	27/04/2006	25/05/06	22/06/2006	-0,01315
Gerdau Met	27/04/2006	25/05/06	22/06/2006	-0,01102
Rossi Resid	04/05/2006	01/06/06	29/06/2006	-0,06711
CSU Cardsyst	12/05/2006	09/06/06	07/07/2006	-0,22254
Submarino	16/05/2006	13/06/06	11/07/2006	-0,02968
Eternit	24/05/2006	21/06/06	19/07/2006	0,03581
Vale R Doce	24/05/2006	21/06/06	19/07/2006	-0,01079
Company	29/05/2006	26/06/06	24/07/2006	0,00763
Contax	01/06/2006	29/06/06	27/07/2006	0,00607
Randon Part	28/06/2006	26/07/06	23/08/2006	-0,07439
Ultrapar	05/07/2006	02/08/06	30/08/2006	0,08423
Ambev	11/07/2006	08/08/06	05/09/2006	0,08268
Lojas Americ	02/08/2006	30/08/06	27/09/2006	0,07306
Sadia S/A	29/08/2006	26/09/06	24/10/2006	0,07287
Klabin	09/10/2006	06/11/06	04/12/2006	0,01962
Alpargatas	13/10/2006	10/11/06	08/12/2006	0,09510
Ambev	17/10/2006	14/11/06	12/12/2006	-0,05966
Bradesco	26/10/2006	23/11/06	21/12/2006	-0,01705
Contax	03/11/2006	30/11/06	28/12/2006	-0,01557
Petrobras	17/11/2006	15/12/06	12/01/2007	-0,00279

Fonte: Elaborado pela autora

Conforme Tabela 11, em 2007 foram 19 eventos com CAR positivo e 19 eventos com CAR negativo. Esta igualdade entre os resultados ocorre apenas neste ano, apesar de ter-se obtido resultados bem aproximados em anos anteriores, as diferenças maiores são encontradas quando há predominância de resultados positivos, como em 1998, 2001 e 2002, 2004 e 2005, indicando uma confirmação da hipótese de que a recompra de ações pode gerar sobrevalorização das ações em relação ao mercado em torno da data de anúncio do evento, dessa forma, os testes estatísticos realizados nas próximas seções permitirão mais clareza nas análises.

**Tabela 11 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 2007**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Mangels Indl	22/12/2006	19/01/07	16/02/2007	0,50800
Sid Nacional	02/01/2007	29/01/07	26/02/2007	0,15852
Ambev	08/01/2007	05/02/07	05/03/2007	0,02308
Natura	01/02/2007	01/03/07	29/03/2007	-0,18680
V C P	02/02/2007	02/03/07	30/03/2007	-0,04313
Klabin	06/02/2007	06/03/07	03/04/2007	0,12366
Klabinsegall	06/02/2007	06/03/07	03/04/2007	-0,07358
All Amer Lat	14/02/2007	22/03/07	23/04/2007	-0,12073
Randon Part	29/03/2007	26/04/07	24/05/2007	0,00904
Ambev	10/04/2007	08/05/07	05/06/2007	0,08004
Duratex	17/04/2007	15/05/07	12/06/2007	0,13057
Bradesco	25/04/2007	23/05/07	20/06/2007	-0,00600
Dimed	25/04/2007	23/05/07	20/06/2007	0,30196
B2W Global	27/04/2007	25/05/07	22/06/2007	-0,02477
Fosfértil	27/06/2007	25/07/07	22/08/2007	0,16294
Contax	28/06/2007	26/07/07	23/08/2007	0,12827
Ultrapar	11/07/2007	08/08/07	05/09/2007	0,11136
Unibanco	11/07/2007	08/08/07	05/09/2007	0,03802
Alpargatas	13/07/2007	10/08/07	06/09/2007	0,05399
Positivo	19/07/2007	16/08/07	13/09/2007	0,13470
Ambev	23/07/2007	20/08/07	17/09/2007	-0,06509
M. Diasbranco	06/08/2007	03/09/07	01/10/2007	-0,32268
Sadia S/A	30/08/2007	27/09/07	25/10/2007	0,02818
Parana	21/09/2007	19/10/07	16/11/2007	-0,35748
Marcopolo	04/10/2007	01/11/07	29/11/2007	-0,20953
Sofisa	08/10/2007	05/11/07	03/12/2007	-0,09205
Rodobensimob	10/10/2007	07/11/07	05/12/2007	-0,09182
Itaúsa	15/10/2007	12/11/07	10/12/2007	-0,02548
Bradesco	29/10/2007	26/11/07	21/12/2007	-0,00430
Embraer	09/11/2007	07/12/07	04/01/2008	0,05301
JBS	12/11/2007	10/12/07	07/01/2008	-0,16334
Ambev	14/11/2007	12/12/07	09/01/2008	-0,00075
Unipar	16/11/2007	13/12/07	10/01/2008	-0,07655
Energias BR	21/11/2007	18/12/07	15/01/2008	0,11679
Localiza	21/11/2007	18/12/07	15/01/2008	0,00713
Providencia	21/11/2007	18/12/07	15/01/2008	-0,34025
Datasul	21/11/2007	19/12/07	16/01/2008	-0,33324
CC Des Imob	30/11/2007	28/12/07	24/01/2008	0,11024

Fonte: Elaborado pela autora

No ano de 2008, dos 67 eventos, 30 apresentaram CAR positivo e 37 apresentaram CAR negativo em torno da janela do evento, conforme Tabela 12, sendo este um dos anos que

apresentou o maior número de programas de recompra, dentro do período de realização desta pesquisa, podendo tal fato, estar relacionado a crise mundial ocorrida naquele ano, que afetou a economia de todos os países, em menor ou maior grau, e que provocou recordes de desvalorização nas bolsas de valores ao redor do mundo, o que teria levado as empresas a adotarem programas de recompra para sinalizarem aos mercados que os preços de suas ações estariam subavaliados e que se caracterizavam como o melhor investimento naquele momento.

**Tabela 12 – Janela do Evento e Retorno Anormal Acumulado (CAR): 2008**

EMPRESA	JANELA DE ESTIMAÇÃO	DATA DO EVENTO	JANELA PÓS-EVENTO	CAR
Abnote	03/12/2007	04/01/08	06/02/2008	-0,11693
Pine	10/12/2007	07/01/08	01/02/2008	-0,26909
São Carlos	10/12/2007	07/01/08	01/02/2008	-0,04022
Telemar N L	10/12/2007	07/01/08	01/02/2008	0,32727
Gerdau	11/12/2007	08/01/08	01/02/2008	-0,03791
Drogasil	20/12/2007	17/01/08	14/02/2008	0,01366
Bradespar	21/12/2007	18/01/08	15/02/2008	-0,11634
Coteminas	21/12/2007	18/01/08	15/02/2008	-0,09984
Sid Nacional	26/12/2007	22/01/08	19/02/2008	0,25745
Gol	02/01/2008	28/01/08	25/02/2008	-0,36034
Satipel	02/01/2008	30/01/08	27/02/2008	-0,11076
Tam	02/01/2008	30/01/08	27/02/2008	-0,16852
Unibanco	16/01/2008	13/02/08	12/03/2008	-0,10746
Porto Seguro	18/01/2008	15/02/08	14/03/2008	0,00503
Tecnisa	22/01/2008	19/02/08	18/03/2008	-0,24687
Confab	29/01/2008	26/02/08	25/03/2008	-0,04161
Natura	30/01/2008	27/02/08	26/03/2008	0,08291
Ambev	06/02/2008	03/03/08	31/03/2008	0,01269
LOG-IN	06/02/2008	04/03/08	02/04/2008	-0,22334
Braskem	07/02/2008	06/03/08	03/04/2008	0,13170
All Amer Lat	08/02/2008	07/03/08	07/04/2008	-0,07769
Minerva	15/02/2008	14/03/08	11/04/2008	-0,17150
São Carlos	18/02/2008	17/03/08	14/04/2008	-0,02543
Iguatemi	19/02/2008	18/03/08	15/04/2008	-0,17347
Sid Nacional	21/02/2008	20/03/08	17/04/2008	0,00445
Daycoval	07/03/2008	04/04/08	02/05/2008	0,03675
Marfrig	12/03/2008	09/04/08	07/05/2008	0,02031
Kroton	18/03/2008	10/04/08	12/05/2008	0,02440
EZTEC	18/03/2008	15/04/08	13/05/2008	0,00214
Trisul	24/03/2008	18/04/08	16/05/2008	-0,22461
Eternit	27/03/2008	24/04/08	21/05/2008	0,14712
Sid Nacional	08/04/2008	06/05/08	30/05/2008	0,04695

B2W Global	10/04/2008	08/05/08	05/06/2008	0,01728
São Carlos	16/04/2008	14/05/08	11/06/2008	-0,03597
Alpargatas	17/04/2008	15/05/08	12/06/2008	0,14041
Duratex	17/04/2008	15/05/08	12/06/2008	0,08003
Bradesco	29/04/2008	27/05/08	24/06/2008	-0,06079
Bahema	21/05/2008	17/06/08	15/07/2008	-0,07440
Parana	09/06/2008	07/07/08	04/08/2008	0,12600
Pine	12/06/2008	10/07/08	07/08/2008	-0,06782
Bradespar	23/06/2008	21/07/08	18/08/2008	-0,15088
Sadia S/A	02/07/2008	30/07/08	27/08/2008	0,09588
Sid Nacional	07/07/2008	04/08/08	01/09/2008	-0,01033
EZTEC	06/08/2008	03/09/08	01/10/2008	-0,29482
Contax	08/08/2008	05/09/08	03/10/2008	0,13950
LOG-IN	08/08/2008	05/09/08	03/10/2008	-0,36930
M. Diasbranco	14/08/2008	11/09/08	09/10/2008	0,13303
Fosfértil	19/08/2008	16/09/08	14/10/2008	-0,16885
Sid Nacional	29/08/2008	26/09/08	24/10/2008	-0,28762
All Amer Lat	03/09/2008	01/10/08	29/10/2008	-0,21780
Pine	03/09/2008	01/10/08	29/10/2008	-0,14460
Energias BR	05/09/2008	03/10/08	31/10/2008	0,24631
Klabin S/A	12/09/2008	10/10/08	07/11/2008	0,12691
Sofisa	15/09/2008	13/10/08	10/11/2008	-0,00264
Mangels Indl	18/09/2008	16/10/08	13/11/2008	-0,27135
Trisul	18/09/2008	16/10/08	13/11/2008	-0,09263
Vale R Doce	18/09/2008	16/10/08	13/11/2008	-0,03040
Inds Romi	23/09/2008	21/10/08	18/11/2008	0,01392
Tecnisa	08/10/2008	05/11/08	03/12/2008	0,00414
Itaúsa	13/10/2008	10/11/08	08/12/2008	0,13199
São Carlos	13/10/2008	10/11/08	08/12/2008	0,26321
Providencia	15/10/2008	12/11/08	10/12/2008	-0,35665
Localiza	27/10/2008	24/11/08	22/12/2008	0,04115
Bradesco	30/10/2008	27/11/08	23/12/2008	-0,07648
Sofisa	03/11/2008	01/12/08	29/12/2008	0,07136
Sid Nacional	05/11/2008	03/12/08	30/12/2008	0,09225
Abnote	02/12/2008	30/12/08	27/01/2009	-0,11693

Fonte: Elaborado pela autora

A tabela 13 apresenta um resumo dos retornos anormais acumulados (CAR) calculados para as ações das empresas que anunciaram programas de recompra de ações. De acordo com esta tabela foram encontrados CAR positivo para 230 das ações no período do estudo, e CAR negativo para 185 eventos.

**Tabela 13 – Quantidade de anúncios com CAR positivo e negativo: 1999 a 2007**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	TOTAL
<b>Positivo</b>	43	14	15	27	26	16	15	13	12	19	30	230
<b>Negativo</b>	32	16	17	9	8	17	7	9	14	19	37	185
<b>TOTAL</b>	75	30	32	36	34	33	22	22	26	38	67	415

Fonte: Elaborado pela autora

A análise do retorno anormal acumulado (CAR) como resultado da comparação com o retorno da carteira do mercado, representada pelo Ibovespa, evidencia uma persistência da anomalia por anúncio, uma vez que as ações de empresas que anunciaram recompra de ações apresentaram retornos excedentes no período em torno da data de divulgação desta informação, sinalizando que o mercado não foi eficiente em absorver tais informações, que não estariam refletidas nos preços dos ativos. Foi identificado retorno anormal positivo para 50% ou mais da amostra em sete dos onze anos analisados, o que pode possibilitar ganhos por parte dos investidores que realizarem arbitragem.

#### 4.1.1 Estatística descritiva

A estatística descritiva do retorno anormal acumulado aponta que a média do CAR para a amostra é de -0,01119, o maior valor é de 1,09361 e o menor, de -3,8912, com um desvio padrão de 0,3328. Estes resultados podem indicar a presença de *outliers*, em virtude de alguns valores se encontrarem muito distantes da média.

**Tabela 14 – Estatística descritiva do CAR**

CAR	
Média	-0,0061086
Mediana	0,012693191
Desvio padrão	0,316662576
Mínimo	-3,891230039
Máximo	1,093619988
Contagem	415
Nível de confiança(95,0%)	0,030555701

Fonte: Elaborado pela autora

O gráfico 1 confirma a presença de dezessete valores muito distantes da média da amostra, que, caso se mantenham como *outliers* nas análises do retorno anormal (AR) serão retirados para garantir uma distribuição normal dos dados e evitar *viés* nas análises.

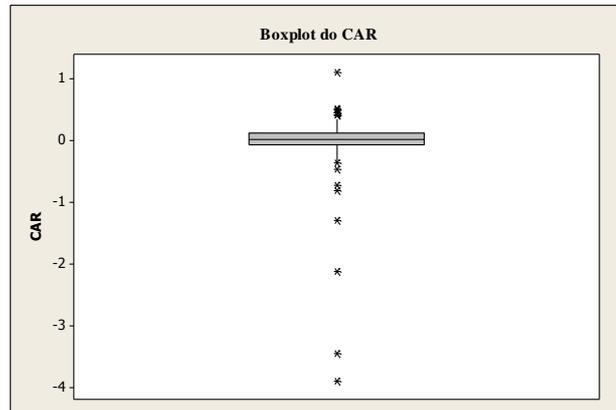


Gráfico 1 – *Boxplot* do Retorno anormal acumulado (CAR)

Fonte: Elaborado pela autora

Ao todo foram retirados 17 anúncios, caracterizados como *outliers* no gráfico, de forma que a média do retorno anormal acumulado fica em 0,00795, o desvio padrão diminui para 0,14412, o maior valor passa a ser 0,34615, e o menor valor, -0,36068. Com estas alterações a amostra se torna mais significativa ao nível de 95% de confiança, atingindo 0,01422 ante 0,03055 na amostra com *outliers*.

**Tabela 15 – Estatística descritiva do CAR - sem outliers**

CAR	
Média	0,00796575
Mediana	0,01039786
Desvio padrão	0,144121581
Mínimo	-0,360681775
Máximo	0,346150595
Contagem	397
Nível de confiança(95,0%)	0,01422038

Fonte: Elaborado pela autora

## 4.2 ANÁLISE DO RETORNO ANORMAL (AR) PARA TODA A AMOSTRA

O primeiro passo no desenvolvimento dos resultados foi verificar a existência de retorno anormal na janela do evento, realizando cálculos para cada dia da janela do evento, conforme as equações estabelecidas na metodologia. O objetivo foi analisar o comportamento do preço das ações de empresas que anunciaram recompra, nas datas próximas ao evento.

Para avaliar a existência de significância estatística da diferença entre o retorno anormal (AR) das ações e a carteira de mercado representada pelo Ibovespa foi aplicado o teste t-*Student*.

Na estatística descritiva do retorno anormal diário para todas as janelas dos eventos de todas as ações analisadas, temos que a média do AR para toda a amostra é de -0,00041, o maior valor é de 0,40112 e o menor, de -7,13496, com um desvio padrão de 0,07012. Estes resultados, na Tabela 15, se mostram mais confiáveis ao nível de significância de 95%, porém muitos valores se mantêm distantes da média, *outliers*. Optou-se por não excluir os *outliers* devido a grande dispersão dos valores, o que provocaria uma redução considerável na amostra e reduziria os níveis de significância nos resultados dos testes.

**Tabela 16 – Estatística descritiva do AR**

<b>RETORNO ANORMAL</b>	
Média	-0,00041
Desvio padrão	0,07012
Mínimo	-7,13496
Máximo	0,40112
Contagem	14825
Nível de confiança(95,0%)	0,00112

Fonte: Elaborado pela autora

Por meio da aplicação do teste t-*Student*, pode-se concluir que a diferença entre o retorno anormal das ações e o retorno do Ibovespa pode ser estatisticamente significativa para a amostra, o que é demonstrado pelo alto valor *t*, e *p-value* baixo, menor que 5%, podendo-se, com 95% de confiança, aceitar a hipótese nula de que o retorno das ações de empresas que anunciaram programas de recompra de ações é significativamente superior ao retorno do mercado, representado pelo Ibovespa.

**Tabela 17 – Teste t-Student para amostra total – AR e Ibovespa**

	Ibovespa	AR	Diferença média
Média	0,00264	-0,00041	0,00305
Observações	14825	14825	
Valor t	3,68622		
P-value	0,00011		

Fonte: Elaborado pela autora

A análise de correlação entre o Ibovespa e o retorno anormal é somente -0,098, com p-value menor que 5%, permite rejeitar a hipótese de existência de correlação entre as variáveis, apesar deste resultado indicar que trata-se de uma correlação de fraca intensidade.

**Tabela 18 – Correlação entre as variáveis AR e Ibovespa**

<i>Pearson correlation</i>	-0,098
<i>P-value</i>	0,000

Fonte: Elaborado pela autora

#### 4.3 ANÁLISE DO RETORNO ANORMAL (AR) PARA CADA ANO

Na tabela a seguir pode-se observar a média e o desvio padrão dos retornos médios anormais de cada ano em relação a carteira do mercado para o período. A seguir, apresenta-se o resultado do teste t-Student com o objetivo de verificar a existência de significância estatística da diferença dos retornos anormais médios anuais entre as ações com programa de recompra e o Ibovespa.

**Tabela 19 – Retorno anormal médio e Teste t-Student – 1998 a 2008**

Ano	Retorno anormal médio	Desvio padrão	Valor t	P-value	Diferença entre médias
1998	-0,00221	0,04177	-2,49739	0,00628	0,00340
1999	0,00087	0,03682	-6,36545	0,00000	-0,03904
2000	-0,00447	0,08383	-2,09152	0,01836	-0,01013
2001	0,00140	0,03527	2,08525	0,01863	0,00276
2002	-0,00390	0,20693	-0,35553	0,36113	-0,00216
2003	-0,00028	0,02173	-4,27198	0,00001	-0,00376

2004	0,00061	0,02001	0,09928	0,46047	0,00010
2005	0,00037	0,02644	-0,44670	0,32761	-0,00056
2006	0,00000	0,02247	0,34909	0,36355	0,00033
2007	-0,00019	0,02507	-0,69764	0,24276	-0,00064
2008	-0,00100	0,03458	0,61371	0,26973	0,00067

Fonte: Elaborado pela autora

Com relação aos retornos anormais médios anuais, as carteiras de ações com recompra superaram a carteira de mercado em 5 dos 11 anos, sendo que o maior retorno das carteiras de ações em relação ao mercado foi constatado para o ano de 2001, neste ano houve uma predominância de retornos anormais acumulados positivo, para 26 do total de 34 eventos, o que indica que o efeito do anúncio se estendeu ao longo da janela do evento.

Por meio da aplicação do teste *t-Student* pode-se concluir que a diferença entre os retornos anormais médios anuais dos ativos e da carteira formada pelo Ibovespa não é estatisticamente significativa para a maior parte da amostra. O que é evidenciado pelo baixo valor *t* e *p-value* maior que 5% para 9 dos 11 anos, podendo-se aceitar, com 95% de confiança, a hipótese nula de que o retorno médio anormal das ações com recompra são significativamente superiores aos retornos médios da carteira do mercado.

#### 4.4 RESULTADOS DAS REGRESSÕES: RETORNO ANORMAL (AR) E IBOVESPA

Para uma análise mais detalhada do retorno anormal no período da janela do evento, em torno da data de anúncio do programa de recompra de ações de cada uma das empresas que adotaram recompra de seus próprios títulos, utilizou-se um modelo de regressão linear. Examinou-se o poder do fator mercado na explicação dos retornos anormais, executando-se regressões entre o retorno anormal das ações e o retorno do Ibovespa, adotado como variável explicativa.

Observando os resultados das regressões na Tabela 18, a análise dos coeficientes de determinação ( $R^2$ ) evidencia que o fator de mercado não explica uma parte significativa das variações dos retornos anormais das ações de empresas com programas de recompra em torno da janela do evento. Apenas no ano 2000 o coeficiente de determinação ( $R^2$ ) alcançou um alto valor, 82%.

**Tabela 20 – Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal da ações das empresas: 1998-2008**

Ano	R <sup>2</sup>	Desvio Padrão	T	P-value
1998	0,00612	0,25102	-0,27791	0,78111
1999	0,00541	0,03674	1,23088	0,21865
2000	0,82234	0,03535	0,94691	0,34390
2001	0,04936	0,03440	0,95889	0,33780
2002	0,02835	0,20406	-1,11511	0,26502
2003	0,10747	0,02054	2,19375	0,02845
2004	0,03741	0,01965	1,03277	0,30202
2005	0,07172	0,02549	0,83153	0,40593
2006	0,00493	0,02243	-0,03317	0,97354
2007	0,03773	0,02461	-0,10257	0,91832
2008	0,04680	0,03377	-2,00847	0,04470

Fonte: Elaborado pela autora

As correlações entre o Ibovespa e o retorno anormal são baixas para todos os anos do estudo, apresentando significância estatística com *p-value* menor que 5% para a maior parte da amostra, com exceção dos anos 1999 e 2006, que tiveram *p-value* de 0,018 e 0,028, respectivamente. Desse modo, pode rejeitar a hipótese de existência de correlação entre as variáveis, apesar destes resultados indicarem números de fraca intensidade.

**Tabela 21 – Correlação entre as variáveis AR e Ibovespa – 1998 a 2008**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Pearson correlation</b>	-0,078	-0,074	-0,907	-0,222	-0,168	-0,328	-0,193	-0,268	-0,070	-0,194	-0,216
<b>P-value</b>	0,000	0,018	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,028	0,000	0,000

Fonte: Elaborado pela autora

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diversas pesquisas têm buscando encontrar evidências consistentes da influência de fatores irracionais no preço de mercado dos ativos, buscando identificar a presença de anomalias de mercado. Este estudo visa uma contribuição sobre o tema, tendo como objetivo avaliar a existência de anomalia por anúncio no mercado acionário brasileiro no período de 1998 a 2008.

Este estudo testou a existência de retorno anormal no preço de mercado das ações de empresas que anunciaram programas de recompra de ações de sua própria emissão no período de 1998 a 2008, estendendo a análise para um período de -20 a +20 dias a partir da data do Reunião do Conselho de Administração, que decide pela adoção da recompra, funcionando na prática como anúncio imediato ao mercado.

Os resultados indicam que houve retorno anormal acumulado para 60% da amostra ao longo do período estudado, podendo-se concluir que existe efeito anúncio no mercado brasileiro no período de 1998 a 2008, o que é confirmado pela significância estatística do teste *t-Student* das diferenças entre os retornos médios anormais e o retorno médio do Ibovespa, nas análises ano a ano, o que leva a aceitação da segunda hipótese nula de que os retornos médios anormais são estatisticamente superiores ao retorno médio do Ibovespa, uma vez que apesar dos baixos valores *t*, o *p-value* foi superior a 5%.

Com relação a primeira hipótese testada, os resultados levaram a aceitar a hipótese nula de que a variação nos preços das ações no período em torno da janela do evento não é igual a zero, com significância estatística de 95%, por meio do teste *t-Student*, que apontam que para a maior parte dos anos que compõem os estudos houve altos valores *t* e o *p-value* é maior que 5%.

Para explicação das variações nos retornos anormais em torno das datas de anúncio de recompra de ações, a análise de regressão atesta que a carteira de mercado, representada pelo Ibovespa não possui poder explicativo significativo para explicar os retornos anormais encontrados para as ações de empresas que anunciaram recompra no período da pesquisa,

com base no coeficiente de determinação ( $R^2$ ) que apresentou alto valor para apenas um dos anos analisados, somente o ano 2000 teve coeficiente maior que 75%.

Tais resultados levam a rejeição da terceira hipótese nula, uma vez que a presença de retornos anormais indicam que o mercado não foi eficiente em sua forma semi-forte após os anúncios de recompra no período.

A adoção de programas de recompra em períodos de crises econômicas, como forma de sinalização ao mercado, indica que as estratégias das empresas podem influenciar os preços dos ativos, demonstrando ineficiência dos mercados em absorver rapidamente tais informações. Dessa forma, quando os preços de suas ações caem devido a instabilidade nos mercados mundiais, as empresas podem recomprar suas próprias ações, sinalizando ao mercado que os preços de seus ativos encontram-se subavaliados e que se caracterizam como o melhor investimento naquele momento. Em 1998 e 2008, os dois anos que apresentaram o maior número de eventos no período estudado, 75 e 67, respectivamente, foram datas marcadas por crises financeiras nos mercados globais, gerando desvalorização nos preços dos ativos.

As evidências encontradas apontam para a presença de anomalias por anúncio, indicando ineficiência no mercado brasileiro. Porém estes resultados não podem ser generalizados. As ressalvas a serem consideradas incluem especialmente, o estudo individualizado de uma anomalia do mercado, como questionado pelos defensores da hipótese de eficiência de mercado, é preciso desenvolver modelos capazes de explicar diversas anomalias. O espaço de tempo, apesar de englobar todo o período de maior estabilidade econômica e maior desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, poderia ser estendido a um horizonte maior, adotando valores ponderados dos ativos, para eliminar *viés* provocado pela moeda ou índices inflacionários.

No Brasil, como nos demais países emergentes, as pesquisas que visam testar a hipótese de eficiência de mercado encontraram resultados que corroboram e outros que contrariam esta teoria. Devido ao seu desenvolvimento “inicial” quando comparado aos principais mercados de capitais, os resultados encontrados nestes estudos tem sua validade vista com ressalvas, podendo não corresponder a realidade.

Neste contexto, esta dissertação contribuiu com o avanço inicial do estudo das estratégias de investimentos dos participantes do mercado acionário brasileiro ao tratar do comportamento dos preços dos ativos em determinados eventos, considerando o pouco desenvolvimento do tema no país, o que contribuirá para a realização de pesquisas futuras.

## REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

BANZ, R. W. The relationship between return and market value of common stocks. **Journal of Financial Economics**, v. 9, n. 1, p. 3-18, mar. 1981.

BARBOSA, F. V.; CAMARGOS, M. A. Estudos de eventos: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 01-20, jul./set., 2003.

BONE, R. B.; RIBEIRO, E. P. Eficiência fraca, efeito dia da semana e efeito feriado no mercado acionário brasileiro: uma análise empírica sistemática e robusta. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 19-37, jan./abr. 2002.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. 8.ed. Portugal: McGraw Hill de Portugal. 2008.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

BROCK, W.; LAKONISHOK, J.; LEBARON, B. Simple technical trading rules and the stochastic properties of stock returns. **The Journal of Finance**, vol. 47, p. 1731-1764, dez. 1992.

BROOKS, R. M.; PATEL, A.; SU, T. How the equity market responds to unanticipated events. **Journal of Business**, v. 76, n.1, Jan. 2003.

BROWN, S; WARNER, J. Measuring Security Price Performance. **Journal of Finance Economics**, v. 8, n. 3, p. 205-258, set. 1980.

\_\_\_\_\_. Using daily stocks returns: the case of event studies. **Journal of Finance Economics**, v. 14, n. 4, p. 3-31, mar. 1985.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, Princeton, N.J., 1997. Cap. 4.

CERETTA, P. S.; COSTA Jr., N. C. A. Particularidades do mercado financeiro latino americano. **Revista de Administração de Empresas (FGV)**, v. 41, n. 2, p. 72-77, abr./jun. 2001.

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

COSTA JUNIOR, N. C. A.; LEMGRUBER, E. F. O efeito fim de semana durante períodos de abertura e de fechamento das bolsas de valores. In: XVIII ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 17, 1993, Salvador. **Anais...** Salvador: ENAMPAD, 1993. p.103-110.

COSTA JUNIOR, N. C. A. Sazonalidades no Ibovespa. **Revista de administração de empresas**. São Paulo, v. 30, n. 3, p. 79-84, jul.-set. 1990.

DIELMAN, T.; TIMOTHY J. N.; WRIGHT, R. L. Price effects of Stock Repurchasing: a random coefficient regression approach. **The Journal of Finance and Quantitative Analysis**, v. 15, n. 1. p. 175-189, mar. 1980.

EID JUNIOR, W.; MOTA, D. C. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: XXXI ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, **Anais...** Rio de Janeiro: 2007.

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

\_\_\_\_\_. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1618, dez. 1991.

\_\_\_\_\_. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. **Journal of financial Economics**, v. 47, n. 2, p. 283-306, Set. 1998.

FAMA, E. F; FRENCH, K.R. The cross-section of expected stock returns. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 2, p. 427-465, June 1992.

FAMÁ, R; MUSSA, A.; SANTOS, J. O; TROVÃO, R. Anomalias do mercado acionário brasileiro: a verificação do efeito janeiro no Ibovespa no período de 1969 a 2006. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7, 2007, São Paulo. **Anais...** Encontro Brasileiro de Finanças, 2007.

FERREIRA, E. S.; GALDI, C. F.; NOSSA, S. N.; TEIXEIRA, A. J. C.; WERNECK, M. A. O Impacto da Análise Fundamentalista na Recompra de Ações na Bovespa no Período de 1994 a

2002. In: XXXI ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, **Anais...** Rio de Janeiro: 2007.

FERREIRA, V. R. M. Psicologia Econômica. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, São Paulo: FGV, v. 47, n. 3, p. 122-125, jul.-set. 2007.

FLETCHER, W.C. Value investing in a style neural word. In: **Aimr Conference Value and Growth Styles on Equity Investing**, Denver, 1995. proceedings Denver. Aimr, 62p. 1995.

GABRIELLI, M. Fe.; SAITO, R. Recompra de ações no Brasil: regulamentação e impactos sobre minoritários. In: XXVII ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, **Anais...** São Paulo: 2003.

GABRIELLI, M. F.; SAITO, R. Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. **Revista de Administração de Empresas**, v. 44, n. 4, p. 54-67, 2004.

GORDON, A. **Recompra de ações: uma abordagem empírica**. 2000. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2002.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, May 1963.

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

GRULLON, G.; MICHAELY, R. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 4, p. 1649-1684, 2002.

GRULLON, G.; MICHAELY, R.; SWAMINATHAN, B. Are dividend changes a sign of firm maturity? **Journal of Business**, v. 75, p. 387-424, 2002.

HAUGEN, R. **The new finance: the case against efficient markets**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1995.

HAUGEN, R.; JORION, P. The January effect: still there after all these years. **Financial Analysts Journal**, v. 52, n. 1, jan./feb. 1996.

IKENBERRY, D.; LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Market underreaction to open market share repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 2/3, p. 181-208, 1995.

\_\_\_\_\_. Stock repurchases in Canada: performance and strategic trading. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 5, p. 2373-2397, 2000.

JAGANNATHAN, M.; STEPHENS, C. P.; WEISBACK, M. S. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 3, p. 355-384, 2000.

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

JOHN, K; KNYAZEVA, A. Payout policy, agency conflicts and corporate governance. **Working Paper**, New York University, 2006.

KAHNEMAN, D.; SLOVIC, P.; TVERSKY, A. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, p. 313-327, 1979.

KATO, K. Weekly patterns in Japanese stock returns. **Management Science**, v. 36, n. 9, p. 1031-1043, sep. 1990.

KIM, C. W.; PARK, J. Holiday effects and stock returns: further evidence. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 29, n. 1, p. 145-157, mar. 1994.

KIMURA, H. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 2, n. 1, jun. 2003.

LAKONISHOK, J.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Contrarian investment, extrapolation, and risk. **The Journal of Finance**, v. 49, n. 5, p. 1541-1578, dec. 1994.

LAKONISHOK, J.; SMIDT, S. Are seasonal anomalies real? A ninety-year perspective. **The review of financial studies**, v. 1, n. 4, p. 403-42, mês, 1988.

LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Anomalous price behavior around repurchase tender offers. **The Journal of Finance**, n. 45, issue 2, p. 455-477, jun. 1990.

LASFER, M. A. The Market Valuation of Share Repurchases in Europe. **Working Paper**, City University Business School (London), 2000.

LEAL, R. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas – RAE-eletrônica**, v.2, n.2, jul./dez. 2003.

LEAN, H. H; SMITH, R.; WONG, W. K. Revisiting calendar anomalies in Asian stock markets using a stochastic dominance approach. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 17, n. 2, p. 125-141, apr. 2007.

LERNER, E. **Segmentação, fragmentação e composição de ordens no mercado de capitais brasileiro**: os efeitos da listagem de ações de empresas brasileiras no mercado norteamericano através de recibos de depósito de ações. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 1999.

LIANO, K.; HUANG, G.; MANAKYAN, Herman. Market reaction to open market stock repurchases and industry affiliation. **Journal of Business and Economics**, n. 42, p. 97-120, mês, 1990.

LITNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **Review of Economics and Statistics**, p. 243-269, aug. 1962.

MALKIEL, B. G. **A random walk down wall street**. New York: Norton, 1996.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, n.34, p.411-433, mês, 1961.

MOREIRA, L. F.; PROCIANOY, J. L. A recompra de ações na BOVESPA. In: XVI Congresso da Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais, 2000, São paulo. **Anais...**, ABAMEC, São Paulo, 2000.

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

NOSSA, S. N.; NOSSA, V.. O impacto da Distribuição de dividendos e da Recompra de ações na eficiência das empresas listadas na Bovespa (1995 a 2004). In: XXXI ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, **Anais...** Rio de Janeiro: 2007.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SHILLER, R. J. *Exuberância irracional*. São Paulo: Makron Books, 2000.

SOARES, R. O.; ROSTANO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: XXVI ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2002. **Anais...** Salvador: 2002.

STEPHENS, C. P.; WEISBACH, Michael S. Actual share reacquisitions in open market repurchase programs. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 1, p. 313-334, fev. 1998.

STEVENSON, W.J. **Estatística Aplicada à Administração**. São Paulo: Editora Harbra, 2001.

TABAK, B. M. The random walk hypothesis and the behavior of foreign capital portfolio flows: the brazilian stock market case. **Applied Financial Economics**, v. 13, n.5, p. 369-378, May, 2003.

THALER, R. H. Anomalies: The January effect. **The Journal of Economic Perspectives**. v. 1, n. 1, p. 197-201, 1987.

VAN HORNE, J. C. **Financial management and policy**. 10. ed. USA, New York: Prentice Hall, 1995.

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

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

**APÊNDICE A – Relação de empresas que realizaram anúncios de recompra de ações:  
1998 a 2008**

<b>Relação de empresas que realizaram anúncios de recompra de ações: 1998 a 2008</b>			
<b>EMPRESA</b>	<b>Quant. De anúncios</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>Quant. De anúncios</b>
ABNOTE	2	Kroton	1
All Amer Lat	3	La Fonte Par	1
Alfa Consorç	3	Light	4
Alfa Financ	3	Localiza	2
Alfa Invest	10	LOG-IN	2
Alpargatas	12	Lojas Americ	15
Ambev	23	Lojas Renner	3
Aracruz	5	M. Diasbranco	2
B2W Global	2	Mangels Indl	2
Bahema	1	Marcopolo	2
Bombril	1	Marfrig	1
Bradesco	23	Minerva	1
Bradespar	3	Mont Aranha	1
Brasil Telec	5	Natura	2
Brasil T Par	4	Oxitenó	3
Braskem	2	Parana	2
CC Des Imob	1	Paul F Luz	7
Cim Itaú	6	Petrobras	1
Coelba	1	Pine	3
Company	1	Porto Seguro	1
Confab	3	Positivo	1
Contax	4	Providencia	2
Coteminas	6	Randon Part	2
CSU Cardsyst	1	Real	2
Datasul	1	Ren Hermann	2
Daycoval	1	Rodobensimob	1
Dimed	2	Rossi Resid	2
Dixie Toga	4	Sadia S/A	7
Drogasil	1	Santistextil	9
Duratex	25	São Carlos	10
Embraer	1	Saraiva Livr	3
Embratel Par	8	Satipel	1
Energias BR	2	Sid Nacional	16
Eternit	4	Sid Tubarão	3
EZTEC	2	Sofisa	3
F Cataguazes	6	Submarino	1
Fertibrás	3	Suzano	7
Fosfértil	6	Tam	1
Gerdau	4	Tecnisa	2
Gerdau Met	3	Tele Ctr Oes	5
Globex	1	Telemar	5

<b>Relação de empresas que realizaram anúncios de recompra de ações: 1998 a 2008</b>			
<b>EMPRESA</b>	<b>Quant. De anúncios</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>Quant. De anúncios</b>
Gol	1	Telemar N L	4
Gradiente	1	Trafo	2
Iguatemi	1	Trisul	2
Inds Romi	1	Ultrapar	7
Inepar	2	Unibanco	4
Iochp-Maxion	4	Unipar	1
Itaúsa	11	Usiminas	1
JBS	2	V C P	9
Klabin S/A	12	Vale R Doce	9
Klabinsegall	1	Weg	2

**APÊNDICE B – Teste t-Student do Retorno Anormal (AR) das ações por empresa: 1998 a 2008**

Teste t-Student do AR das ações por empresa								
Ano 1998						Ano 1999		
EMPRESA	T	P-value	EMPRESA	T	P-value	EMPRESA	T	P-value
Alpargatas	-0,427	0,336	La Fonte Par	-0,239	0,406	Trafo	0,430	0,336
Alpargatas	0,020	0,492	Light	0,031	0,488	Duratex	0,700	0,244
Alpargatas	-1,751	0,047	Light	-0,246	0,403	Embratel Par	0,020	0,492
Aracruz	-0,206	0,419	Light	-0,185	0,427	Sadia S/A	1,098	0,140
Aracruz	1,459	0,077	Lojas Renner	0,179	0,430	Paul F Luz	1,140	0,131
Aracruz	1,379	0,088	Lojas Renner	-0,482	0,317	Cim Itaú	0,947	0,175
Bradesco	0,275	0,392	Lojas Renner	0,091	0,464	Light	0,876	0,194
Cim Itaú	0,482	0,317	Oxiten	-1,175	0,124	Bradesco	6,027	0,000
Cim Itaú	-1,598	0,059	Paul F Luz	0,290	0,387	Embratel Par	1,694	0,050
Cim Itaú	-0,913	0,185	Paul F Luz	-0,944	0,176	Duratex	-0,101	0,460
Cim Itaú	0,099	0,461	Paul F Luz	-0,898	0,188	Cim Itaú	0,129	0,449
Coelba	1,279	0,105	Paul F Luz	1,111	0,138	Tele Nort Le	1,436	0,080
Confab	0,384	0,351	Real	-0,605	0,275	Embratel Par	1,191	0,121
Confab	-0,246	0,404	Real	-0,545	0,295	Alpargatas	-0,404	0,345
Coteminas	0,089	0,465	Ren Hermann	-0,487	0,315	Duratex	-1,042	0,152
Coteminas	0,734	0,235	Ren Hermann	1,441	0,081	Klabin	-2,266	0,015
Coteminas	1,615	0,059	Sadia S/A	0,199	0,422	Inepar	-0,464	0,323
Dixie Toga	0,702	0,244	Sadia S/A	-2,456	0,009	Coteminas	-0,546	0,295
Duratex	-0,477	0,318	Sid Nacional	-0,481	0,317	Dixie Toga	-0,340	0,368
Duratex	0,669	0,254	Sid Nacional	-0,843	0,202	Bradesco	0,619	0,270
Duratex	-0,694	0,246	Sid Nacional	-0,407	0,343	Fertibrás	-0,343	0,367
Duratex	-0,701	0,244	Sid Nacional	0,942	0,176	Alfa Invest	-0,032	0,487
Duratex	0,184	0,427	Sid Tubarão	-0,427	0,336	Alpargatas	0,047	0,481
F Cataguazes	0,711	0,241	Sid Tubarão	-1,052	0,150	Trafo	1,170	0,125
F Cataguazes	-2,484	0,009	Sid Tubarão	0,371	0,356	Suzano	-1,428	0,081
F Cataguazes	-0,516	0,304	Suzano	-0,966	0,171	Duratex	-0,131	0,448
F Cataguazes	0,548	0,294	Suzano	-0,624	0,269	Telemar	1,196	0,120
Fertibrás	1,089	0,141	Suzano	-0,514	0,306	Itaúsa	1,142	0,130
Gerdau	-0,463	0,323	Suzano	1,153	0,130	Oxiten	1,802	0,040
Gerdau Met	0,227	0,411	Usiminas	0,493	0,312	São Carlos	1,065	0,147
Globex	0,338	0,369	V C P	-0,721	0,238	Lojas Americ	-2,259	0,015
Inepar	-0,281	0,390	V C P	-0,265	0,396			
Itaúsa	-0,046	0,482	V C P	0,422	0,338			
Itaúsa	-2,508	0,008	Vale R Doce	-2,076	0,023			
Klabin	-1,217	0,116	Vale R Doce	-1,167	0,125			
Klabin	-0,354	0,362	Vale R Doce	-0,283	0,389			
Klabin	-0,098	0,461	Vale R Doce	-0,249	0,402			
Klabin	-0,259	0,398						

Teste t-Student do AR das ações por empresa								
Ano 2000			Ano 2001			Ano 2002		
EMPRESA	T	P-value	EMPRESA	T	P-value	EMPRESA	T	P-value
Klabin	0,164	0,435	Suzano	0,282	0,390	Alfa Invest	-0,497	0,312
Duratex	0,882	0,192	Santistextil	-1,432	0,081	Ambev	0,365	0,359
Fertibrás	0,380	0,354	Telemar	0,065	0,474	Fosfértil	-0,241	0,405
Embratel Par	-0,235	0,408	V C P	-1,148	0,129	Ambev	-0,139	0,445
Alpargatas	0,836	0,206	Bradesco	-0,639	0,263	Bradesco	-1,440	0,079
Alfa Invest	0,264	0,397	Ambev	-0,143	0,444	Alfa Invest	-1,207	0,118
Oxiten	0,524	0,303	Duratex	1,187	0,121	Lojas Americ	-2,225	0,016
São Carlos	-0,258	0,399	Alfa Invest	-0,193	0,424	São Carlos	-1,132	0,134
Duratex	1,983	0,027	Iochp-Maxion	-0,267	0,395	Ultrapar	-0,824	0,208
Klabin	-0,965	0,170	Tele Ctr Oes	0,288	0,388	Duratex	-0,665	0,255
Weg	-2,313	0,014	Paul F Luz	-1,097	0,141	Iochp-Maxion	-1,139	0,133
São Carlos	0,710	0,242	Vale R Doce	-0,512	0,306	Alfa Consorc	-2,222	0,016
Coteminas	0,550	0,293	Santistextil	-2,169	0,019	Ambev	-0,629	0,267
F Cataguazes	0,835	0,205	Duratex	-1,675	0,051	Embratel Par	0,744	0,231
Alfa Financ	1,205	0,121	Alfa Financ	-0,987	0,166	Tele Ctr Oes	-2,365	0,012
Alfa Invest	1,172	0,125	Alfa Invest	-1,444	0,079	Lojas Americ	-1,215	0,116
Paul F Luz	-0,614	0,272	Embratel Par	0,029	0,489	Fosfértil	-2,318	0,013
Embratel Par	-1,561	0,064	Alfa Consorc	-1,171	0,126	Bradesco	-0,748	0,230
Suzano	-0,271	0,394	Bradesco	-2,063	0,023	Alfa Invest	-1,938	0,031
Gradiente	-0,479	0,318	Bradespar	-0,496	0,311	Ultrapar	-1,017	0,158
Iochp-Maxion	-0,595	0,278	Dimed	-1,974	0,030	Telemar	-0,225	0,411
Klabin	-0,085	0,467	Unibanco	-0,481	0,317	Telemar N L	-0,132	0,448
São Carlos	-0,716	0,240	V C P	-1,225	0,114	Duratex	-0,247	0,403
Alfa Invest	0,000	0,500	Tele Ctr Oes	-1,080	0,144	Saraiva Livr	0,349	0,366
F Cataguazes	-0,323	0,374	Ultrapar	1,071	0,146	Ambev	-0,164	0,435
V C P	-0,248	0,403	Vale R Doce	1,777	0,042	Brasil Telec	-0,753	0,228
Aracruz	0,213	0,416	Ambev	0,843	0,203	Lojas Americ	-0,579	0,283
Vale R Doce	-0,496	0,311	Duratex	0,46	0,324	Weg	-0,336	0,369
Bradesco	-1,151	0,129	Alfa Financ	-0,869	0,197	Tele Ctr Oes	0,152	0,440
Iochp-Maxion	-0,194	0,424	Alfa Invest	0,550	0,293	Duratex	0,419	0,339
Duratex	0,207	0,419	Fosfértil	0,600	0,276	Bradesco	1,479	0,074
Ambev	0,694	0,246	Rossi Resid	0,110	0,457	Bombril	1,572	0,062
			Bradesco	0,417	0,340	Brasil Telec	0,892	0,189
			São Carlos	0,459	0,325	Brasil T Par	1,090	0,141
			Alfa Consorc	-0,425	0,337			
			Tele Ctr Oes	0,726	0,236			

Teste t-Student do AR das ações por empresa								
Ano 2003			Ano 2004			Ano 2005		
EMPRESA	T	P-value	EMPRESA	T	P-value	EMPRESA	T	P-value
Saraiva Livr	0,138	0,446	Embratel Par	0,460	0,324	Telemar	1,503	0,071
Ambev	-0,831	0,206	Lojas Americ	0,029	0,489	Bradesco	-0,204	0,420
Santistextil	-0,812	0,211	Ambev	1,036	0,154	Dixie Toga	-0,584	0,282
Unibanco	-1,612	0,058	Sid Nacional	-0,345	0,365	Santistextil	-0,763	0,227
Itaúsa	0,553	0,292	Santistextil	-1,180	0,125	Alpargatas	-0,501	0,310
Duratex	1,273	0,106	V C P	-0,841	0,203	V C P	0,133	0,448
Ultrapar	1,869	0,035	Ambev	-0,740	0,232	Marcopolo	0,504	0,309
Lojas Americ	0,125	0,45	Eternit	-0,224	0,412	Sid Nacional	1,310	0,099
Brasil Telec	1,788	0,041	Lojas Americ	0,069	0,472	Aracruz	-0,233	0,408
Brasil T Par	1,924	0,031	Telemar	0,034	0,486	Duratex	0,833	0,205
Ambev	0,681	0,25	Telemar N L	0,070	0,472	Sadia S/A	-1,092	0,141
Santistextil	1,526	0,068	Bradesco	0,550	0,293	Dixie Toga	-0,013	0,495
Lojas Americ	-0,299	0,383	Ambev	0,896	0,188	Dixie Toga	0,712	0,241
Ambev	0,198	0,422	Sid Nacional	0,256	0,400	Bradesco	0,463	0,323
Telemar N L	0,575	0,285	Santistextil	0,373	0,356	Lojas Americ	1,801	0,040
Itaúsa	0,819	0,209	Lojas Americ	-1,348	0,093	Saraiva Livr	-0,010	0,496
Duratex	0,349	0,365	Brasil Telec	0,848	0,201	Klabin	0,920	0,182
Mont Aranha	0,338	0,369	Brasil T Par	1,112	0,137	Alpargatas	-0,911	0,184
Brasil Telec	1,806	0,039	Ambev	0,216	0,415	Ambev	0,469	0,321
Brasil T Par	1,809	0,039	Sid Nacional	0,212	0,417	Itaúsa	-0,082	0,468
Bradesco	1,24	0,111	Itaúsa	0,174	0,431	Eternit	1,314	0,099
Santistextil	1,051	0,150	Sid Nacional	-0,818	0,209	Bradesco	0,007	0,497
Lojas Americ	0,055	0,478						
Itaúsa	2,377	0,011						
Duratex	1,798	0,040						
Ultrapar	1,385	0,087						
Santistextil	2,725	0,005						
Bradesco	1,040	0,152						
Gerdau	0,984	0,166						
Gerdau Met	0,568	0,287						
Lojas Americ	0,150	0,441						
Bradesco	1,584	0,061						
Itaúsa	1,945	0,030						

<b>Teste t-Student do AR das ações por empresa</b>					
<b>Ano 2006</b>			<b>Ano 2007</b>		
<b>EMPRESA</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Ambev	-0,231	0,410	Mangels Indl	-1,585	0,061
Alpargatas	-0,563	0,289	Sid Nacional	-1,249	0,110
Braskem	-0,140	0,445	Ambev	-0,440	0,331
Duratex	-0,004	0,499	Natura	0,806	0,213
Fosfértil	-0,681	0,250	V C P	0,326	0,373
Bradesco	-0,234	0,408	Klabin	-0,596	0,277
Gerdau	-0,899	0,187	Klabinsegall	0,446	0,329
Gerdau Met	-0,864	0,197	All Amer Lat	0,888	0,190
Rossi Resid	-0,201	0,421	Randon Part	0,629	0,267
CSU Cardsyst	0,377	0,354	Ambev	0,401	0,345
Submarino	-0,183	0,428	Duratex	-0,519	0,303
Eternit	-0,035	0,486	Bradesco	0,959	0,172
Vale R Doce	0,228	0,410	Dimed	-0,608	0,274
Company	-0,33	0,372	B2W Global	0,994	0,163
Contax	-0,119	0,453	Fosfértil	-0,971	0,169
Randon Part	0,513	0,305	Contax	-0,937	0,177
Ultrapar	-0,474	0,319	Ultrapar	-0,648	0,260
Ambev	-0,461	0,324	Unibanco	-0,325	0,374
Lojas Americ	-0,556	0,291	Alpargatas	-0,510	0,306
Sadia S/A	0,086	0,466	Positivo	-0,932	0,179
Klabin	0,875	0,194	Ambev	-0,004	0,498
Alpargatas	0,041	0,484	M. Diasbranco	2,077	0,022
Ambev	1,388	0,087	Sadia S/A	0,808	0,212
Bradesco	1,157	0,128	Parana	1,861	0,035
Contax	0,662	0,256	Marcopolo	1,044	0,152
Petrobras	0,485	0,315	Sofisa	0,430	0,335
			Rodobensimob	0,505	0,308
			Itaúsa	0,416	0,340
			Bradesco	-0,172	0,432
			Embraer	-0,465	0,322
			JBS	0,745	0,231
			Ambev	-0,192	0,425
			Unipar	0,279	0,391
			Energias BR	-0,708	0,242
			Localiza	-0,089	0,465
			Providencia	1,380	0,088
			Datasul	1,125	0,134
			CC Des Imob	-0,756	0,227

<b>Teste t-Student do AR das ações por empresa</b>					
<b>Ano 2008</b>					
<b>Empresa</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>	<b>Empresa</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
ABNOTE	-0,15561	0,43857	M. Diasbranco	-1,24758	0,10981
ABNOTE	0,60139	0,27573	Mangels Indl	-0,03891	0,48458
All Amer Lat	-0,41685	0,33954	Marfrig	0,39608	0,34719
All Amer Lat	0,79046	0,21702	Minerva	1,11373	0,13619
Alpargatas	-0,50587	0,30806	Natura	-0,29878	0,38341
Ambev	0,15823	0,43759	Parana	-1,40943	0,08342
B2W Global	0,49845	0,31060	Pine	-0,53102	0,29921
Bahema	-0,30390	0,38153	Pine	-0,44428	0,32968
Bradesco	0,23483	0,40783	Pine	0,91676	0,18296
Bradesco	0,48652	0,31473	Porto Seguro	0,29084	0,38642
Bradespar	-0,21917	0,41384	Providencia	0,67270	0,25260
Bradespar	0,52025	0,30323	Sadia S/A	-0,80205	0,21375
Braskem	-0,24204	0,40503	São Carlos	-0,60221	0,27578
Confab	0,32571	0,37326	São Carlos	0,36693	0,35791
Contax	-0,91241	0,18365	São Carlos	0,07184	0,47155
Coteminas	0,18182	0,42843	São Carlos	-0,14100	0,44436
Daycoval	0,42816	0,33554	Satipel (NM)	0,53807	0,29692
Drogasil	-0,03735	0,48522	Sid Nacional	-0,55782	0,29026
Duratex	-0,20117	0,42085	Sid Nacional	-0,76704	0,22384
Energias BR	-1,01776	0,15753	Sid Nacional	-0,53740	0,29706
Eternit	0,15159	0,44018	Sid Nacional	0,47446	0,31910
EZTEC	0,35481	0,36232	Sid Nacional	0,03909	0,48451
EZTEC	0,51677	0,30424	Sid Nacional	-2,08017	0,02268
Fosfértil	-0,25770	0,39900	Sofisa	-0,24347	0,40451
Gerdau	-0,09142	0,46386	Sofisa	-0,42881	0,33521
Gol	1,77152	0,04272	Tam	1,06172	0,14772
Iguatemi	0,77249	0,22230	Tecnisa	-0,15517	0,43876
Inds Romi	-0,67977	0,25033	Tecnisa	1,30207	0,10058
Itaúsa	-0,53399	0,29823	Telemar N L	-1,59730	0,05987
Klabin S/A	-0,99231	0,16358	Trisul	-0,23577	0,40744
Kroton	0,34061	0,36772	Trisul	1,65004	0,05382
Localiza	0,48968	0,31359	Unibanco	0,57875	0,28318
LOG-IN	0,35237	0,36323	Vale R Doce	-0,66592	0,25469
LOG-IN	1,32939	0,09582			

**APÊNDICE C – Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas: 1998 a 2008**

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 1998</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Alpargatas	0,21061	0,04191	1,46397	0,15296
Alpargatas	0,58147	0,05663	1,05084	0,30652
Alpargatas	0,26919	0,04591	-0,89814	0,37884
Aracruz	0,12906	0,10360	0,64824	0,52118
Aracruz	0,40218	0,02170	-1,94068	0,06088
Aracruz	0,15553	0,02094	0,02019	0,98401
Bradesco	0,09044	0,02963	-0,41005	0,68420
Cim Itaú	0,73122	0,02564	0,08922	0,92943
Cim Itaú	0,57587	0,02636	-1,03434	0,30828
Cim Itaú	0,55370	0,01858	-0,56502	0,57731
Cim Itaú	0,33686	0,03219	2,45814	0,01956
Coelba	0,17191	0,01917	0,14683	0,88413
Confab	0,21676	0,02300	2,11228	0,04167
Confab	0,67815	0,02799	-2,80062	0,00806
Coteminas	0,36386	0,03667	0,07531	0,94068
Coteminas	0,18172	0,03848	-1,89813	0,06977
Coteminas	0,26240	0,02272	0,19238	0,84889
Dixie Toga	0,03577	0,05180	0,19277	0,84863
Duratex	0,13478	0,04658	0,56089	0,57825
Duratex	0,21591	0,04673	0,51947	0,60661
Duratex	0,47970	0,01808	-1,24567	0,22072
Duratex	0,49694	0,01970	-0,98878	0,32976
Duratex	0,14058	0,02846	-0,17298	0,86369
F Cataguazes	0,65759	0,03134	-0,52633	0,60266
F Cataguazes	0,45335	0,02709	0,02667	0,97887
F Cataguazes	0,36990	0,03441	-0,60383	0,54975
F Cataguazes	0,22742	0,03074	1,21667	0,23187
Fertibrás	0,32952	0,03866	0,66060	0,51345
Gerdau	0,08524	0,03384	1,13506	0,26406
Gerdau Met	0,02290	0,03776	0,12457	0,90158
Globex	0,00449	0,02565	1,10620	0,27961
Inepar	0,18572	0,04105	-0,75939	0,45256
Itaúsa	0,14336	0,02754	-0,35882	0,72195
Itaúsa	0,14768	0,02416	0,36923	0,71412
Klabin	0,07534	0,05010	0,92500	0,36148
Klabin	0,36957	0,06056	-1,53210	0,13400
Klabin	0,24335	0,02594	-1,97980	0,05563
Klabin	0,01411	0,03805	1,33998	0,18941
La Fonte Par	0,98766	0,00303	-0,06326	0,94997
Light	0,02831	0,03931	0,02424	0,98081
Light	0,01628	0,04618	-1,37423	0,17787
Light	0,06227	0,02653	-0,71312	0,48037

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 1998</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Lojas Renner	0,01595	0,04081	-0,58747	0,56196
Lojas Renner	0,38640	0,01925	3,50769	0,00145
Oxiteno	0,00319	0,04050	1,85487	0,07257
Paul F Luz	0,41687	0,04286	-0,26244	0,79497
Paul F Luz	0,49797	0,05092	-0,58560	0,56284
Paul F Luz	0,46801	0,02832	-0,56501	0,57614
Paul F Luz	0,54988	0,01899	-0,75282	0,45859
Real	0,20186	0,03906	1,08934	0,28366
Real	0,08441	0,03619	0,90575	0,37144
Ren Hermann	0,69279	0,02349	0,05535	0,95630
Ren Hermann	0,15726	0,03990	0,27942	0,78222
Sadia S/A	0,41235	0,02637	1,01990	0,31458
Sadia S/A	0,21699	0,02175	1,08305	0,28579
Sid Nacional	0,28354	0,03380	1,67772	0,10231
Sid Nacional	0,18439	0,04262	-0,49525	0,62335
Sid Nacional	0,37203	0,02261	-0,57296	0,57034
Sid Nacional	0,28103	0,02049	1,67945	0,10197
Sid Tubarão	0,41887	0,03311	-2,01775	0,05091
Sid Tubarão	0,37136	0,02355	0,26192	0,79496
Sid Tubarão	0,01729	0,02566	-0,39798	0,69299
Suzano	0,43459	0,03094	1,14658	0,26033
Suzano	0,75375	0,02619	-0,64301	0,52510
Suzano	0,29199	0,03091	-1,49121	0,14842
Suzano	0,00024	0,04438	-0,20737	0,83755
Usiminas	0,05394	0,02126	-0,45928	0,64879
V C P	0,55933	0,03453	-0,34617	0,73148
V C P	0,06937	0,02801	1,60641	0,11801
V C P	0,35388	0,02835	-1,81630	0,07901
Vale R Doce	0,07713	0,03094	0,96230	0,34269
Vale R Doce	0,12344	0,04036	0,83505	0,40891
Vale R Doce	0,00981	0,02183	0,67736	0,50251
Vale R Doce	0,04537	0,01256	1,22774	0,22798

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 1999</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Alfa Invest	0,19946	0,03625	0,66474	0,51147
Alpargatas	0,44981	0,01822	0,95023	0,35075
Alpargatas	0,01594	0,04417	0,41142	0,68474
Bradesco	0,19721	0,73518	-2,92925	0,00586
Bradesco	0,01564	0,01801	-0,93820	0,35407
Cim Itaú	0,42241	0,02298	0,94890	0,34937
Cim Itaú	0,34326	0,01299	-0,93590	0,35556
Coteminas	0,07061	0,01863	-0,37833	0,70826
Dixie Toga	0,01309	0,05119	0,19647	0,84590
Duratex	0,44921	0,03903	-0,18336	0,85571
Duratex	0,39067	0,01713	2,53544	0,01585
Duratex	0,42998	0,01431	-1,37958	0,17600
Duratex	0,29262	0,01759	2,18091	0,03600
Embratel Par	0,11055	0,04369	0,73824	0,46592
Embratel Par	0,05388	0,02481	-1,15342	0,25655
Embratel Par	0,00949	0,02062	-1,26275	0,21480
Fertibrás	0,04030	0,04728	0,24018	0,81194
Inepar	0,00623	0,04102	-0,12965	0,89763
Itaúsa	0,01279	0,01821	1,21618	0,23183
Klabin	0,00119	0,02993	1,44829	0,15596
Light	0,00227	0,03398	0,01882	0,98509
Lojas Americ	0,00086	0,06067	2,87436	0,00675
Oxiteno	0,04908	0,03444	0,22069	0,82674
Paul F Luz	0,14325	0,03040	0,45706	0,65037
Sadia S/A	0,96699	0,01050	0,61643	0,54172
São Carlos	0,09360	0,04853	0,03703	0,97069
Suzano	0,01508	0,03978	2,13045	0,04024
Telemar	0,02233	0,02157	-0,40592	0,68728
Trafo	0,47790	0,04855	-0,30794	0,76090
Trafo	0,02440	0,04145	-1,01523	0,31811

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2000</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Alfa Financ	0,96804	0,03909	-1,01743	0,32110
Alfa Invest	0,25458	0,05128	0,44034	0,66285
Alfa Invest	0,31218	0,03716	-1,41525	0,16696
Alfa Invest	0,51836	0,02007	0,03233	0,97447
Alpargatas	0,18697	0,02743	-0,36254	0,72041
Ambev	0,29936	0,02623	0,42117	0,67636
Aracruz	0,00000	0,02202	-0,89555	0,37661
Bradesco	0,02082	0,02576	0,42454	0,67377
Coteminas	0,02083	0,03365	-0,21241	0,83314
Duratex	0,96891	0,03428	1,19677	0,24109
Duratex	0,98894	0,03388	-0,20488	0,83882
Duratex	0,29292	0,02119	-0,56608	0,57555
Embratel Par	0,09079	0,03263	0,33577	0,73905
Embratel Par	0,44630	0,03449	-0,20795	0,83647
F Cataguazes	0,14568	0,02924	-0,29971	0,76612
F Cataguazes	0,05917	0,02818	0,17921	0,85875
Fertibrás	0,31956	0,04892	0,44263	0,66361
Gradiente	0,13467	0,04484	1,51320	0,13896
Iochp-Maxion	0,00286	0,02784	0,68421	0,49800
Iochp-Maxion	0,05589	0,03986	-0,72094	0,47587
Klabin	0,19584	0,03117	0,93205	0,35770
Klabin	0,00016	0,03463	0,31728	0,75286
Klabin	0,13063	0,02467	0,11381	0,90999
Oxiteno	0,35731	0,02902	0,50308	0,62069
Paul F Luz	0,04940	0,05612	1,45282	0,15518
São Carlos	0,05642	0,03943	-0,02645	0,97905
São Carlos	0,40385	0,02051	-0,20107	0,84200
São Carlos	0,00790	0,04846	0,73950	0,46708
Suzano	0,08763	0,02724	1,32642	0,19329
V C P	0,00628	0,02729	-0,24611	0,80704
Vale R Doce	0,02318	0,01584	-0,15034	0,88136
Weg	0,32458	0,02647	0,98231	0,33500

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2001</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Alfa Consorc	0,67723	0,02328	-1,36449	0,18368
Alfa Consorc	0,17966	0,04417	1,19190	0,24546
Alfa Financ	0,36359	0,03447	-0,76449	0,45203
Alfa Financ	0,01438	0,08027	0,96147	0,34676
Alfa Invest	0,23371	0,01682	-0,05281	0,95821
Alfa Invest	0,51091	0,01967	-0,32552	0,74679
Alfa Invest	0,36915	0,02581	0,90604	0,37190
Ambev	0,00871	0,02542	0,22758	0,82126
Ambev	0,02943	0,02589	0,56042	0,57887
Bradesco	0,11683	0,02255	0,45999	0,64829
Bradesco	0,04515	0,01873	0,81370	0,42102
Bradesco	0,06701	0,01786	0,52982	0,59968
Bradespar	0,01731	0,03460	-0,57099	0,57146
Dimed	0,16271	0,05081	1,50571	0,14519
Duratex	0,45880	0,02104	-1,89945	0,06554
Duratex	0,45705	0,01721	0,24092	0,81095
Duratex	0,31667	0,02179	0,86217	0,39430
Embratel Par	0,11796	0,02956	-0,96114	0,34272
Fosfértil	0,20682	0,01743	0,89019	0,37962
Iochp-Maxion	0,08627	0,03514	-0,03914	0,96901
Paul F Luz	0,13248	0,05111	1,04252	0,30642
Rossi Resid	0,26508	0,04299	1,30391	0,20574
Santistextil	0,32059	0,02004	0,38566	0,70238
Santistextil	0,07723	0,02305	1,62018	0,11532
São Carlos	0,00209	0,11075	-0,25928	0,79783
Suzano	0,28155	0,02103	0,72639	0,47305
Tele Ctr Oes	0,03256	0,02180	-0,41019	0,68410
Tele Ctr Oes	0,29179	0,03618	0,96264	0,34215
Tele Ctr Oes	0,00366	0,02032	-0,89597	0,37657
Telemar	0,17383	0,01651	-0,73254	0,46872
Ultrapar	0,42522	0,02695	0,40101	0,69092
Unibanco	0,30629	0,02696	-0,48102	0,63341
V C P	0,31397	0,02692	0,32722	0,74551
V C P	0,20846	0,02899	0,93625	0,35538
Vale R Doce	0,30357	0,01482	-0,26329	0,79379
Vale R Doce	0,55326	0,01674	-0,09401	0,92563

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2002</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Alfa Consorç	0,55179	0,02216	1,25853	0,21677
Alfa Invest	0,61538	0,01793	-0,00080	0,99937
Alfa Invest	0,21956	0,02545	0,06075	0,95195
Alfa Invest	0,38813	0,02979	2,02512	0,05126
Ambev	0,20845	0,01687	-0,59650	0,55491
Ambev	0,10795	0,01768	0,42492	0,67357
Ambev	0,02786	0,01912	-0,46081	0,64787
Ambev	0,05543	0,02938	-0,06390	0,94940
Bombril	0,25617	0,02482	-0,78302	0,43904
Bradesco	0,09431	0,01470	1,03984	0,30516
Bradesco	0,00813	0,02526	0,11460	0,90938
Bradesco	0,05016	0,01516	-0,36513	0,71715
Brasil T Par	0,01967	0,01481	-1,29237	0,20494
Brasil Telec	0,01054	0,01568	0,95969	0,34328
Brasil Telec	0,00076	0,01599	-1,04260	0,30449
Duratex	0,27963	0,02114	-0,79436	0,43219
Duratex	0,33990	0,01940	-0,02855	0,97737
Duratex	0,36606	0,02107	0,84730	0,40227
Embratel Par	0,00091	0,09206	-1,26187	0,21511
Fosfértil	0,20343	0,01529	1,70037	0,09769
Fosfértil	0,46558	0,01758	2,84953	0,00711
Iochp-Maxion	0,24532	0,04196	-0,04111	0,96758
Lojas Americ	0,16105	0,01834	1,61892	0,11419
Lojas Americ	0,20083	0,02798	0,11365	0,91013
Lojas Americ	0,23951	0,03065	1,37606	0,17707
São Carlos	0,09324	0,03016	0,12912	0,89822
Saraiva Livr	0,59112	0,03388	0,45499	0,65427
Tele Ctr Oes	0,03942	0,02991	1,39647	0,17090
Tele Ctr Oes	0,00029	0,02471	0,94491	0,35083
Telemar	0,31260	0,01364	0,25752	0,79821
Telemar N L	0,12291	0,04220	0,02168	0,98288
Ultrapar	0,46100	0,01589	0,31156	0,75717
Ultrapar	0,20981	0,02972	0,01583	0,98745
Weg	0,65670	0,01822	2,17584	0,03706

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2003</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Ambev	0,03911	0,02298	0,26372	0,79359
Ambev	0,06458	0,01286	1,07323	0,29051
Ambev	0,12757	0,01410	-0,23606	0,81476
Bradesco	0,02413	0,01355	1,04561	0,30312
Bradesco	0,00370	0,01307	0,00070	0,99944
Bradesco	0,00566	0,01478	0,41787	0,67840
Brasil T Par	0,11415	0,01048	-0,22334	0,82457
Brasil T Par	0,00606	0,01366	-1,00115	0,32326
Brasil Telec	0,00400	0,01065	-0,09658	0,92361
Brasil Telec	0,05662	0,01345	-1,05505	0,29824
Duratex	0,17587	0,01629	0,34147	0,73479
Duratex	0,40832	0,01047	0,78189	0,43939
Duratex	0,19559	0,02418	0,18632	0,85318
Gerdau	0,14672	0,01444	0,20924	0,83538
Gerdau Met	0,31303	0,01482	1,09983	0,27832
Itaúsa	0,30023	0,01718	1,30020	0,20180
Itaúsa	0,00000	0,01553	-0,39345	0,69631
Itaúsa	0,10138	0,01468	-0,83321	0,41007
Itaúsa	0,00173	0,01416	0,50862	0,61431
Lojas Americ	0,14091	0,02648	1,69225	0,09924
Lojas Americ	0,22000	0,02000	0,84699	0,40245
Lojas Americ	0,07565	0,02276	2,25781	0,02978
Lojas Americ	0,01216	0,02168	1,34872	0,18585
Mont Aranha	0,09383	0,05727	0,55304	0,58581
Santistextil	0,47345	0,01803	0,07223	0,94288
Santistextil	0,76899	0,01028	-1,12476	0,26932
Santistextil	0,44581	0,01854	0,91017	0,36934
Santistextil	0,15097	0,01978	-1,34149	0,18951
Saraiva Livr	0,54224	0,02684	-0,25976	0,79758
Telemar N L	0,00204	0,04747	-0,32150	0,75040
Ultrapar	0,72561	0,01134	0,60990	0,54611
Ultrapar	0,40292	0,01252	0,98112	0,33274
Unibanco	0,00665	0,02364	1,31408	0,19713

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2004</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Ambev	0,05688	0,03703	-1,30607	0,20005
Ambev	0,03589	0,02117	0,74630	0,46047
Ambev	0,22447	0,01392	0,02478	0,98038
Ambev	0,18253	0,01294	1,17176	0,24921
Bradesco	0,13982	0,01402	1,16616	0,25101
Brasil T Par	0,00231	0,01233	-0,31368	0,75552
Brasil Telec	0,09893	0,01263	-0,18860	0,85144
Embratel Par	0,17274	0,02133	-0,76473	0,44956
Eternit	0,29459	0,02259	0,65956	0,51474
Itaúsa	0,07426	0,01461	1,30423	0,20067
Lojas Americ	0,25150	0,02424	-0,17784	0,85985
Lojas Americ	0,15109	0,02172	0,21413	0,83163
Lojas Americ	0,33492	0,01558	2,85088	0,00709
Santistextil	0,52073	0,02208	-0,12535	0,90129
Santistextil	0,23474	0,01470	-0,82767	0,41419
Sid Nacional	0,11953	0,02056	-0,38374	0,70343
Sid Nacional	0,00098	0,01532	0,64550	0,52259
Sid Nacional	0,10204	0,01462	0,08273	0,93454
Sid Nacional	0,07529	0,01601	0,83976	0,40659
Telemar	0,00858	0,01112	0,74019	0,46385
Telemar N L	0,10995	0,01614	0,30448	0,76247
V C P	0,32850	0,01424	0,61000	0,54569

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2005</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Alpargatas	0,28507	0,01804	0,05328	0,95783
Alpargatas	0,15211	0,02556	1,51388	0,13958
Ambev	0,16220	0,01100	0,50490	0,61688
Aracruz	0,39288	0,01200	0,33235	0,74150
Bradesco	0,06829	0,02292	1,55809	0,12821
Bradesco	0,00966	0,01697	0,89574	0,37634
Bradesco	0,00570	0,01696	0,59351	0,55645
Dixie Toga	0,06968	0,08022	-0,13326	0,89494
Dixie Toga	0,24259	0,02664	-0,13878	0,89078
Dixie Toga	0,01652	0,02950	-0,19836	0,84444
Duratex	0,04933	0,02518	-1,24970	0,21926
Eternit	0,28860	0,01736	0,50853	0,61419
Itaúsa	0,00152	0,01715	0,87381	0,38818
Klabin	0,06057	0,01540	-1,04772	0,30195
Lojas Americ	0,10836	0,01717	-0,65517	0,51641
Marcopolo	0,25779	0,02082	-0,45142	0,65432
Sadia S/A	0,11004	0,02001	1,70947	0,09552
Santistextil	0,21794	0,03197	-0,51953	0,60883
Saraiva Livr	0,54472	0,01803	0,70736	0,48499
Sid Nacional	0,07314	0,01539	-1,57312	0,12420
Telemar	0,16974	0,01078	-1,70432	0,09744
V C P	0,36044	0,02331	0,32549	0,74686

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2006</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Alpargatas	0,12375	0,01676	1,21040	0,23447
Alpargatas	0,24451	0,01377	1,90776	0,06490
Ambev	0,04123	0,01419	0,37422	0,71063
Ambev	0,05703	0,01175	1,18369	0,24409
Ambev	0,12935	0,01147	-0,28998	0,77359
Bradesco	0,10141	0,01370	-1,73587	0,09114
Bradesco	0,00269	0,01017	-0,20122	0,84169
Braskem	0,06523	0,02168	-0,45329	0,65314
Company	0,04927	0,02343	0,13476	0,89353
Contax	0,08279	0,02712	-0,01725	0,98633
Contax	0,05985	0,02285	0,24579	0,80732
CSU Cardsyst	0,01070	0,04565	-0,69979	0,48843
Duratex	0,02989	0,02974	-0,14279	0,88728
Eternit	0,43869	0,01419	0,56547	0,57516
Fosfertil	0,65885	0,01446	0,06768	0,94642
Gerdau	0,05505	0,01587	0,11975	0,90535
Gerdau Met	0,03072	0,01708	0,08290	0,93439
Klabin	0,01027	0,01280	0,10004	0,92090
Lojas Americ	0,14493	0,02162	0,37642	0,70875
Petrobras	0,07023	0,00800	0,10133	0,91989
Randon Part	0,23145	0,01506	-0,68118	0,49988
Rossi Resid	0,09923	0,03806	-0,01956	0,98450
Sadia S/A	0,01055	0,01882	0,51547	0,60938
Submarino	0,04839	0,03777	-0,00994	0,99212
Ultrapar	0,07802	0,02086	0,63255	0,53082
Vale R Doce	0,00081	0,01206	-0,13801	0,89098

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2007</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
All Amer Lat	0,02114	0,02907	-0,72626	0,47213
Alpargatas	0,04847	0,02302	0,27894	0,78185
Ambev	0,02568	0,01323	0,23068	0,81894
Ambev	0,01986	0,01262	0,78655	0,43684
Ambev	0,07015	0,02311	-0,31734	0,75277
Ambev	0,00565	0,02114	0,01460	0,98844
B2W Global	0,01568	0,01698	-0,38107	0,70539
Bradesco	0,04544	0,01108	-0,30912	0,75901
Bradesco	0,00061	0,01548	-0,04032	0,96808
CC Des Imob	0,15180	0,02730	0,42071	0,67669
Contax	0,31157	0,01182	1,49347	0,14379
Datasul	0,12679	0,03293	-1,78610	0,08300
Dimed	0,06437	0,06671	1,17082	0,25420
Duratex	0,01398	0,01680	1,34274	0,18776
Embraer	0,34511	0,01876	0,17501	0,86217
Energias BR	0,11867	0,01776	1,07450	0,29039
Fosfertil	0,38086	0,01523	1,41596	0,16515
Itaúsa	0,00386	0,01672	-0,26931	0,78927
JBS	0,00339	0,02815	-1,00130	0,32419
Klabin	0,00955	0,02141	0,92092	0,36322
Klabinsegall	0,07536	0,02164	-0,50618	0,61581
Localiza	0,13194	0,03487	0,07352	0,94184
M. Diasbranco	0,38006	0,01693	-2,02621	0,05000
Mangels Indl	0,10653	0,03919	2,36699	0,02377
Marcopolo	0,21862	0,02102	-1,54200	0,13233
Natura	0,03423	0,03072	-0,96868	0,33917
Parana	0,32455	0,02273	-1,91300	0,06396
Positivo	0,01636	0,02229	0,91207	0,36764
Providencia	0,02249	0,03315	-1,74968	0,08947
Randon Part	0,24722	0,01622	0,97794	0,33463
Rodobensimob	0,16886	0,02407	-0,53835	0,59384
Sadia S/A	0,00007	0,02082	0,20159	0,84137
Sid Nacional	0,03299	0,01546	1,66779	0,10454
Sofisa	0,27818	0,02089	-0,69172	0,49381
Ultrapar	0,30221	0,01709	0,85244	0,39931
Unibanco	0,21925	0,01897	0,17430	0,86255
Unipar	0,01112	0,02956	-0,46009	0,64857
V C P	0,05931	0,01757	-0,36321	0,71857

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2008</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
ABNOTE	0,00280	0,02924	-0,18884	0,85122
ABNOTE	0,68305	0,01915	-0,19605	0,84574
All Amer Lat	0,02851	0,06398	-0,34225	0,73405
All Amer Lat	0,00563	0,02444	-0,44986	0,65537
Alpargatas	0,22320	0,01710	1,56322	0,12726
Ambev	0,15189	0,01863	-0,00564	0,99553
B2W Global	0,09861	0,03139	-0,24303	0,80940
Bahema	0,24684	0,03632	-1,17697	0,24763
Bradesco	0,15406	0,01773	-0,66057	0,51321
Bradesco	0,00713	0,01338	-0,74082	0,46361
Bradespar	0,19663	0,01784	-0,65749	0,51493
Bradespar	0,02703	0,01862	-1,05451	0,29980
Braskem	0,01081	0,02240	1,00664	0,32064
Confab	0,14066	0,02034	-0,24748	0,80598
Contax	0,71654	0,01617	-0,15100	0,88079
Coteminas	0,46747	0,03505	-0,67911	0,50211
Daycoval	0,01876	0,02452	0,12172	0,90382
Drogasil	0,23744	0,03422	0,07560	0,94023
Duratex	0,00505	0,02393	0,57481	0,56910
Energias BR	0,37004	0,03070	0,61538	0,54197
Eternit	0,13672	0,01808	1,96394	0,05752
EZTEC	0,27143	0,03449	-1,71646	0,09422
EZTEC	0,03136	0,03327	0,21702	0,82945
Fosfertil	0,06345	0,03783	-0,48107	0,63323
Gerdau	0,00000	0,01838	-0,35895	0,72206
Gol	0,00145	0,02731	-2,21991	0,03341
Iguatemi	0,36896	0,01814	-1,49807	0,14260
Inds Romi	0,17974	0,04381	-0,40746	0,68596
Itaúsa	0,04924	0,03754	0,60540	0,54861
Klabin S/A	0,02198	0,03740	0,39794	0,69290
Kroton	0,31829	0,02542	0,84353	0,40483
Localiza	0,00641	0,05480	0,04816	0,96185
LOG-IN	0,05562	0,03435	-1,91031	0,06366
LOG-IN	0,04483	0,02563	-1,26335	0,21436
M. Diasbranco	0,40479	0,02632	-0,44878	0,65614
Mangels Indl	0,02745	0,07330	-0,71320	0,48020
Marfrig	0,13742	0,02134	0,49863	0,62116
Minerva	0,00020	0,02006	-1,36618	0,18013
Natura	0,07785	0,02287	0,63784	0,52773
Parana	0,52234	0,01661	-0,70926	0,48261
Pine	0,02940	0,05006	-0,63986	0,52610
Pine	0,09492	0,02382	-0,88323	0,38281

<b>Regressões AR e Ibovespa, tendo como variável dependente o retorno anormal das ações das empresas - 2008</b>				
<b>Empresa</b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>T</b>	<b>P-value</b>
Pine	0,03861	0,02221	-2,16087	0,03830
Porto Seguro	0,46805	0,01366	0,52269	0,60448
Providencia	0,40740	0,04537	-1,11011	0,27411
Sadia S/A	0,20667	0,02376	0,22138	0,82601
São Carlos	0,22747	0,04796	0,88222	0,38491
São Carlos	0,23682	0,01867	-0,12021	0,90500
São Carlos	0,10133	0,02164	-0,21752	0,82900
São Carlos	0,00166	0,02282	-0,31955	0,75139
Satipel	0,09239	0,03169	-0,48619	0,62986
Sid Nacional	0,34841	0,02231	0,71020	0,48242
Sid Nacional	0,08003	0,03973	-0,64241	0,52447
Sid Nacional	0,25983	0,01490	0,24460	0,80812
Sid Nacional	0,00640	0,01763	0,53275	0,59778
Sid Nacional	0,02838	0,02077	0,05134	0,95933
Sid Nacional	0,23752	0,01858	2,49095	0,01812
Sofisa	0,43066	0,02968	0,27668	0,78366
Sofisa	0,22330	0,04988	-0,38242	0,70428
Tam	0,00350	0,02312	-1,21333	0,23313
Tecnisa	0,02379	0,06886	-0,02844	0,97746
Tecnisa	0,01980	0,03500	-1,04709	0,30224
Telemar N L	0,14685	0,02362	2,18333	0,03646
Trisul	0,36007	0,04647	-1,03193	0,30880
Trisul	0,00429	0,03827	-0,78817	0,43591
Unibanco	0,36767	0,02153	-0,54336	0,59033
Vale R Doce	0,00522	0,02097	-0,17312	0,86347

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)