



Bernardo Prôa Bressane

**A análise da relação dos programas de
recompra de ações, comportamento dos
insiders e governança corporativa no Brasil**

Tese de Doutorado

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação
em Administração de Empresas da PUC-Rio como
requisito parcial para obtenção do título de Doutor
em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. André Luiz Carvalhal da Silva

Rio de Janeiro

Abril de 2015



Bernardo Prôa Bressane

**A análise da relação dos programas de
recompra de ações, comportamento dos
insiders e governança corporativa no Brasil**

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Andre Luiz Carvalho da Silva

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Luiz Eduardo Teixeira Brandão

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Verдини Maia

Grupo Ibmec Educacional SA

Prof. Gustavo Silva Araujo

Banco Central do Brasil

Profa. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 09 de abril de 2015

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador

Bernardo Prôa Bressane

Graduou-se em Ciências Econômicas no IBMEC-RJ em 2006 e obteve o título de Mestre em Finanças e Economia Empresarial pela Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas em 2010. Atua desde 2006 na área de investimentos, avaliação de empresas e alocação de ativos em fundos de investimentos no mercado financeiro brasileiro e internacional.

Ficha Catalográfica

Bressane, Bernardo Prôa

A análise da relação dos programas de recompra de ações, comportamento dos insiders e governança corporativa no Brasil / Bernardo Prôa Bressane ; orientador: André Luiz Carvalho da Silva. – 2015.

97 f. : il. (color.) ; 30 cm

Tese (doutorado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2015.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Recompra de ações. 3. Governança corporativa. 4. Insider trading. 5. Retorno anormal. 6. Estudo de eventos. 7. Diferenças-em-diferenças. I. Silva, André Luiz Carvalho da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Para meus pais e minha noiva
pelo carinho, apoio e confiança

Agradecimentos

Aos meus pais, pela educação, pelo apoio e carinho em todas as horas.

À minha noiva, pelo apoio, incentivo, compreensão e por suas importantes contribuições.

Ao meu orientador, Prof. André Luiz Carvalho da Silva, pela orientação e por acreditar em meu trabalho.

Ao Prof. Marcelo Verdini Maia pelo apoio desde o mestrado e incentivo a ingressar no programa de doutorado da PUC-Rio.

Aos meus colegas do doutorado do IAG. Em especial, Alessandra Pasqualina Viola e Raphael Braga, pelo incentivo e companheirismo ao longo do curso.

A todos os professores e funcionários do IAG, em especial, aos professores do Departamento de Finanças e aos funcionários Teresa Campos e Fabio Etienne.

Aos professores membros da Comissão Examinadora pelo tempo dedicado às avaliações desta tese, bem como suas valiosas contribuições.

À respeitosa instituição PUC-Rio e à Capes pelos auxílios concedidos, fundamentais ao longo do curso.

A todos os amigos e familiares que, de alguma forma, me estimularam e deram forças.

Resumo

Bressane, Bernardo Prôa; Silva, André Luiz Carvalhal da. **A análise da relação dos programas de recompra de ações, comportamento dos insiders e governança corporativa no Brasil**. Rio de Janeiro, 2015. 97 p. Tese de Doutorado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Nas últimas décadas, os programas de recompra de ações têm se tornado cada vez mais populares entre as empresas abertas ao redor do mundo. Além de constituírem uma forma de remuneração aos acionistas, as recompras de ações geram uma série de efeitos secundários e impactos distintos sobre as companhias, o que dificulta a identificação de um fator único para sua execução e para a existência das anomalias de mercado. Ao mesmo tempo que se observa uma evolução gradual dos estudos sobre recompra de ações nos mercados desenvolvidos, como no caso dos Estados Unidos, observa-se um *gap* de conhecimento sobre tais eventos no Brasil. O presente estudo tem por objetivo analisar as anomalias observadas nos preços das ações após os anúncios de recompra sob um ângulo diferenciado dos estudos já desenvolvidos com referência ao tema na literatura nacional. A partir de uma conceituação internacional, identifica-se que cada vez mais os *insiders* têm um papel importante na execução e nos retornos dos programas de recompra. Utilizando pela primeira vez uma base de dados recente e mais precisa sobre os programas de recompra de ações anunciados e realizados no país nos últimos anos, este estudo identifica características únicas do mercado brasileiro, como por exemplo o alto nível de recompras anunciadas e não executadas. Esta visível discrepância entre os anúncios e as execuções resulta na identificação de um efeito reputacional, através do qual empresas que possuem histórico de execução apresentam retornos anormais ao redor das datas de anúncio dos programas de recompra. Além deste efeito reputacional, também são obtidas evidências positivas do papel da governança corporativa e da existência de uma relação significativa entre a execução das recompras e as negociações de ações realizadas pelos *insiders*.

Palavras-chave

Recompra de ações; governança corporativa; *insider trading*; retorno anormal; estudo de eventos; diferenças-em-diferenças.

Abstract

Bressane, Bernardo Prôa; Silva, André Luiz Carvalhal da (Advisor). **An analysis of the relationship between share repurchase programs, insider trading and corporate governance in Brazil**. Rio de Janeiro, 2015. 97p. Doctoral Thesis – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

In the recent decades, share repurchase programs gained increasing importance among public companies worldwide. Besides being an alternative form of distribution to shareholders, share repurchase programs have a series of secondary effects and distinct impacts within each company, which does not allow the identification of one exclusive factor to justify such behavior. While several studies regarding share repurchases have been conducted in developed markets, such as the United States, there is a large gap of knowledge between those markets and the Brazilian market. This research represents a step forward to the understanding of the share price behavior anomalies following share repurchase announcements using a different perspective than previous studies in the Brazilian literature. Following an international review, the behavior of the companies' insiders is identified as an important factor that directly affects the execution and returns generated by the share repurchase programs. Using for the first time a more recent and accurate data base about the announcements and execution of share repurchase programs in Brazil covering the past years, this study identifies unique characteristics of the Brazilian market, such as a high level of repurchase program announcements without executions. This notorious difference between announcement and execution creates a reputational effect by which companies with a history of past execution present superior abnormal return nearby announcement dates. Besides this reputational effect, it's also presented evidence regarding the positive influence of corporate governance and the existence of a significant relationship between the execution of the share repurchase programs and insider trading.

Keywords

Share repurchase; corporate governance; insider trading; abnormal return; event study; differences-in-differences.

Sumário

1 Introdução	12
1.1 O problema e os objetivos do estudo	12
1.2 Relevância da Pesquisa	15
1.3 Estrutura da tese	16
2 Revisão da Literatura	17
2.1 Recompras de ações	17
2.1.1 Hipótese de sinalização	19
2.1.2 Hipótese de fluxo de caixa livre	22
2.1.3 Hipótese de substituição de dividendos	23
2.1.4 Hipótese de dissuasão de <i>takeovers</i>	25
2.1.5 Hipótese de expropriação dos credores	26
2.1.6 Hipótese de mudança de risco	27
2.2 Posicionamento dos <i>insiders</i> e governança corporativa	28
2.3 Estudos no Brasil	29
2.4 Discussão e perguntas de pesquisa	32
3 Metodologia	34
3.1 Universo, amostra e fontes de dados	34
3.2 Método de Estudos de Eventos	37
3.2.1 Modelos de Retornos Normais e Anormais	42
3.2.2 Limitações Metodológicas	43
3.3 Método de Diferenças-em-Diferenças	44
3.4 Modelo Tobit	45
3.5 Modelo Logístico	46
4. Análise dos Resultados	49
4.1 Retornos Anormais	54
4.2 Análise da execução dos programas de recompra	59
4.3 Sinalização e <i>under-reaction</i>	62
4.4 <i>Insiders</i>	64
5 Conclusão	72
6 Referências Bibliográficas	76
Apêndice A	83
Apêndice B	88
Apêndice C	89
Apêndice D	93
Apêndice E	95
Apêndice F	96

Lista de Figuras

Figura 1 - Etapas de um Estudo de Eventos	38
Figura 2 - Janela temporal de um estudo de eventos	40
Figura 3 - Diferenças-em-Diferenças	44
Figura 4 - Curva Logística	47
Figura 5 - Execução das Recompras ao longo dos Anos	53
Figura 6 – Gráficos dos retornos anormais acumulados (CAR)	54

Lista de Tabelas

Tabela I - Descrição da amostra de empresas	50
Tabela II - Planos de Recompras de ações	52
Tabela III - Retornos Anormais (AR e CAR)	55
Tabela IV - Resultados das Diferenças-em-Diferenças	57
Tabela V – Retornos ao redor dos anúncios	58
Tabela VI - Execução dos Programas de Recompra	61
Tabela VII - <i>Under-reaction</i> do mercado e execução dos programas	64
Tabela VIII - Modelo <i>logit</i> para execução de recompras	66
Tabela IX - Determinantes dos resultados dos programas de recompras	69

Lista de Siglas

AR	Retorno Anormal
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAR	Retorno anormal acumulado
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IBX	Índice Brasil 100
IPO	<i>Initial Public Offer</i>
ITR	Formulário de Informações Trimestrais
N1	Segmento Nível 1 de governança corporativa da BOVESPA
N2	Segmento Nível 2 de governança corporativa da BOVESPA
NM	Segmento do Novo Mercado da BOVESPA
OPA	Oferta pública de ações
VWAP	Média de preços diários ponderados pelo volume negociado