

5 Conclusão

O presente estudo analisou a relação entre os programas de recompra de ações, o comportamento dos *insiders* e a governança corporativa no Brasil. As investigações sobre os fatores que influenciam os programas de recompra de ações são comuns na literatura internacional, porém pouco exploradas no Brasil. Algumas das lacunas existentes foram analisadas ao longo deste estudo a partir de base de dados inédita com detalhes sobre os anúncios e as execuções dos programas de recompra no período de sete anos (28 trimestres) entre 2007 e 2013, abrangendo aproximadamente dois terços das empresas listadas na BOVESPA com um total de 505 programas de recompra anunciados, em conjunto com uma base de dados para controle das negociações de ações realizadas por diferentes grupos de *insiders* ao longo dos anos.

Buscando verificar a existência de evidências de retornos anormais nos programas de recompra de ações no Brasil foram utilizadas duas metodologias distintas para comparar os retornos antes e após os anúncios de recompras. Ambos os métodos sinalizaram a existência de um retorno anormal nos dias seguintes ao anúncio dos programas de recompra de ação. O método tradicional de estudos de eventos indicou uma alta significância no retorno anormal do dia, nas datas seguintes e em muitas janelas de tempo. Utilizando a metodologia de Diferenças-em-Diferenças, também foram obtidas evidências concretas da existência de um retorno superior ao do grupo de controle no período após os anúncios. Os resultados continuaram significativos para horizontes de até dois meses.

A formação da base de dados de todos os programas de recompra também possibilitou a identificação de um fator até então não estudado no Brasil: a baixa execução dos programas anunciados. A média anual de execução é inferior a 50% e, em determinados anos, 60% dos programas executam menos do que 25% do que é esperado nos anúncios de recompras. Nesse cenário, torna-se visível a

discrepância entre os anúncios e as execuções resultam na identificação de um efeito reputacional, através do qual empresas que possuem histórico de execução passada apresentam maiores retornos anormais ao redor das datas de anúncio dos programas de recompra. Além deste efeito reputacional, quando são analisadas explicações para o grau de execução dos programas, também são obtidas evidências positivas do papel da Governança Corporativa e da compra por *insiders* nos meses anteriores ao anúncio, além de uma relação negativa com o retorno passado.

A partir desses resultados são realizadas análises complementares para verificação do papel dessas três variáveis (retornos anteriores, *insiders* e governança corporativa) que se mostraram explicativas para o nível de execução dos programas executados.

Em relação ao retorno nos trimestres anteriores ao anúncio, testes adicionais evidenciam uma clara relação negativa entre retornos anteriores e recompras no presente, em linha com as teorias de sinalização e *under-reaction* que têm sido associadas à motivação por trás dos anúncios dos programas. Esses resultados são robustos mesmo controlando por alterações no índice de referência usado no cálculo dos retornos anormais. Apesar de ser observada a execução das recompras nos períodos posteriores a quedas nos preços das ações, não são encontradas evidências de que o retorno nos períodos em sequência é positivo. Ou seja, apesar da implementação dos programas ser uma sinalização ao mercado da visão da empresa sobre os patamares de preços baixos, ela é capaz de reverter a tendência de queda apresentada nos períodos anteriores.

Seguindo os indícios apresentados na literatura mais recente (Cesari *et al.*, 2012; Bonaimé e Ryngaert, 2013) e as evidências sugeridas nas análises iniciais deste trabalho, são encontradas evidências que comprovam a existência de uma relação entre a negociação de ações pelos *insiders* em períodos anteriores ao anúncio das recompras e a execução dos programas. Essa relação é observada para o subgrupo dos diretores, que são justamente os responsáveis pela implementação dos programas. Os resultados indicam que as chances de executar recompras em determinado trimestre é 1,2x maior caso os diretores também estejam comprando ações diretamente no mercado. Esse resultado mostra um alinhamento entre o discurso da empresa (recompra em decorrência de um *under-reaction* do mercado) e o comportamento dos *insiders* (compra de ações). No entanto, sinaliza a

possibilidade de utilização de informações privilegiadas em antecipação à divulgação aos demais acionistas.

Uma vez observado esse fato, também foi feita uma análise para avaliar o impacto das negociações dos *insiders* e a influência das respectivas participações acionárias nos preços de execução das recompras. Em relação à influência das negociações em paralelo, é possível observar que, após comprarem ações da empresa, as recompras são efetuadas a preços inferiores à média do mercado, indicando um alinhamento maior com os interesses dos acionistas.

Na análise sobre a influência da participação acionária dos *insiders* nos programas de recompra, observa-se que, em baixos níveis de controle por parte dos *insiders*, um aumento na concentração de *insiders* resulta em uma redução no prêmio pago nas recompras. Já em cenários de alta concentração (caracterizados por situações nas quais a presença de acionistas mais informados e, portanto, com preços das ações refletindo melhor o valor real da empresa) existem menores chances para encontrar janelas de oportunidade para efetuar recompras com preços inferiores ao mercado, resultando em preços mais altos pagos no momento da execução das recompras.

Ao longo de toda a análise foi monitorado também o impacto da governança corporativa nas operações de recompra de ações pelas empresas. Primeiramente pode ser constatada que melhores práticas de governança estão relacionadas a um maior grau de execução das recompras, indicando maior tendência para cumprir com o que anunciaram no lançamento dos programas. As chances de recompra por parte das empresas listadas no Novo Mercado e no Nível 2 da BOVESPA são duas vezes superiores àquelas oriundas de organizações não pertencentes a este grupo.

Os resultados encontrados nesta pesquisa são importantes para cobrir um *gap* de conhecimento sobre o processo de implementação das recompras no Brasil. Foram identificadas características únicas, como o alto nível de recompras anunciadas e não executadas, assim como são encontradas evidências da credibilidade do discurso das empresas de maior governança corporativa, além do destaque sobre o comportamento das negociações dos *insiders* e a possibilidade de existência de conflito de interesse com os demais acionistas.

Como sugestões para estudos futuros estão o aprofundamento da análise das recompras em relação (i) às negociações dos *insiders* após o anúncio dos programas de recompra; (ii) à utilização dos anúncios de recompras como forma de atrair

atenção dos investidores para as ações e (iii) à elaboração de estratégias de investimentos de forma a usufruir os benefícios dos retornos anormais positivos.