



REUNIR: Revista de Administração, Ciências Contábeis e Sustentabilidade

www.reunir.revistas.ufcg.edu.br



ARTIGO ORIGINAL

Value Relevance da Recompra de Ações para o Mercado Brasileiro de Capitais¹

Value Relevance of Shares Repurchase for the Brazilian Capital Market

Value Relevance de la Recompra de Acciones para el Mercado de Capitales Brasileño

Marília Paranaíba Ferreira², Rafael Manoel de Oliveira³, Ilírio José Rech⁴ e Ercilio Zanolla⁵

PALAVRAS-CHAVE

Value Relevance;
Recompra de Ações;
Mercado de Capitais.

Resumo: O presente estudo teve como objetivo verificar a relevância do valor da recompra de ações para a formação do preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto. Os dados foram coletados na base da ECONOMATICA[®] e no site da B³ e, no total, 40 empresas recompraram suas ações no período entre 2011 e 2015. A análise foi feita por meio de regressões lineares múltiplas com dados em painel. Dois modelos econométricos, fundamentados no modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997), desenvolvido a partir de Ohlson (1995), foram estimados. O primeiro modelo testa a Hipótese (1) de que o lucro líquido por ação e o patrimônio líquido por ação são informações relevantes para o mercado brasileiro de capitais, e o segundo modelo testa a Hipótese (2) de que o valor da recompra de ações é relevante para o mercado brasileiro de capitais. Os resultados evidenciaram que o valor da recompra de ações é relevante para a formação do preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto, pois ao comparar os coeficientes de determinação dos dois modelos, constatou-se que a adição da variável valor da recompra de ações resulta em ganho no conteúdo informacional para os investidores. Como contribuição, ressalta-se a importância das empresas apresentarem bons resultados no lucro e no patrimônio líquido e recomprarem as suas ações, já que essas variáveis possuem relação significativa e positiva com o preço da ação, e destaca-se o fato da pesquisa confirmar a relevância das informações contidas nos demonstrativos contábeis para os investidores.

KEYWORDS

Value Relevance;
Shares Repurchase;
Capital Market.

Abstract: The present study aimed to verify the relevance of the share repurchase value for the formation of the share price of Brazilian publicly traded companies. The data were collected on the basis of ECONOMATICA[®] and on the B³ website and, in total, 40 companies repurchased their shares in the period between 2011 and 2015. The analysis was made using multiple linear regressions with panel data. Two econometric models, based on the Collins, Maydew and Weiss (1997) model, developed from Ohlson (1995), were estimated. The first model tests Hypothesis (1) that net earnings per share and shareholders' equity per share are relevant information for the Brazilian capital market, and the second model tests Hypothesis (2) that the value of share repurchases is relevant to the Brazilian capital market. The results showed that the value of the share repurchase is relevant to the formation of the share price of Brazilian publicly traded companies, because when comparing the determination

¹ Submetido em 15/08/2019. Aceito em 06/07/2020. Publicado em 30.09.2020. Responsável Universidade Federal de Campina Grande/UACC/PROFIAP/CCJS/UFCC

² Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). E-mail: mariliaferreira82@hotmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4290-8589>

³ Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal de Goiás (UFG), E-mail: mdeoliveira.rafael@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8105-1082>

⁴ Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP), Professor da Universidade Federal de Goiás (UFG), E-mail: ilirio.jose@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-7027-737X>

⁵ Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília (UnB/UFRN/UFPB), Professor da Universidade Federal de Goiás (UFG), E-mail: zanolla@ufg.br, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7371-427X>

coefficients of the two models, it was found that the addition of the variable value of share repurchase results in a gain in information content for investors. As a contribution, the importance of companies to present good results in profit and equity and to repurchase their shares is emphasized, since these variables have a significant and positive relationship with the share price, and the fact that the research confirms the relevance of the information contained in the financial statements for investors is highlighted.

PALABRAS CLAVE
Value Relevance;
Recompra de Acciones;
Mercado de Capitales.

Resumen: El presente estudio tuvo como objetivo verificar la relevancia del valor de recompra de acciones para la formación del precio de las acciones de las empresas brasileñas que cotizan en bolsa. Los datos se recopilaron sobre la base de ECONOMATICA® y en el sitio web de B3 y, en total, 40 empresas recompraron sus acciones en el período comprendido entre 2011 y 2015. El análisis se realizó utilizando múltiples regresiones lineales con datos de panel. Se estimaron dos modelos econométricos, basados en el modelo Collins, Maydew y Weiss (1997), desarrollados a partir de Ohlson (1995). El primer modelo prueba la Hipótesis (1) de que las ganancias netas por acción y el patrimonio neto por acción son información relevante para el mercado de capitales brasileño, y el segundo modelo prueba la Hipótesis (2) de que el valor de la recompra de acciones es relevante para el mercado de capitales brasileño. Los resultados mostraron que el valor de la recompra de acciones es relevante para la formación del precio de la acción de las empresas brasileñas que cotizan en bolsa, porque al comparar los coeficientes de determinación de los dos modelos, se encontró que la adición del valor variable de la recompra de acciones da como resultado una ganancia en el contenido de información para los inversores. Como contribución, se enfatiza la importancia de que las compañías presenten buenos resultados en ganancias y capital y recompren sus acciones, ya que estas variables tienen una relación significativa y positiva con el precio de la acción, y el hecho de que la investigación confirma relevancia de la información contenida en los estados financieros para inversores.

Introdução

Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) foram os primeiros pesquisadores a investigar a relação entre a informação contábil e o mercado de capitais e, desde então, a literatura contábil nacional e internacional tem se dedicado ao assunto. O propósito dessa linha de pesquisa, denominada de *Value Relevance*, é analisar se as informações contábeis divulgadas são relevantes para os investidores.

Barth, Beaver e Landsman (2001) afirmam que a informação contábil é definida como relevante se possuir uma associação de previsão com os valores de mercado das ações. Além disso, esses autores explicam que os estudos de *value relevance* destinam-se a avaliar se determinadas informações contábeis refletem os valores de mercado das ações e não para estimar o valor da empresa.

Os estudos de *value relevance*, normalmente, são fundamentados na Hipótese de Mercado Eficiente (EMH). Essa hipótese afirma que o mercado reage rapidamente, ajustando o preço das ações, quando novas informações são disponibilizadas. Sarlo Neto, Galdi e Dalmácio (2009) observaram que nos trabalhos brasileiros os grupos de ações que apresentam características específicas reagem de forma diversa e que essa reação pode estar relacionada com a ocorrência de uma determinada característica ou um conjunto delas.

Atualmente, a recompra de ações apresenta crescimentos significativos no mercado mundial (Haw, Ho, Hu & Zhang, 2011). Por meio do programa de recompra de ações a mercado aberto, as empresas podem adquirir, como qualquer outro investidor, ações de sua própria emissão (Garcia & Lucena, 2017; Castro & Yoshinaga, 2019). Como a recompra neste método não é obrigatória, ou seja, no final do prazo do programa a aquisição das ações é facultativa, considera-se relevante investigar a recompra de ações e não o anúncio, até porque, muitas vezes, as empresas não finalizam os programas de recompra e nem adquirem qualquer ação.

As empresas recompram suas próprias ações por motivos diferentes. Para Gabrielli e Saito (2004), as companhias utilizam essa estratégia para ajustar a estrutura de capital, reduzir o fluxo de caixa disponível, substituir o pagamento de dividendos e sinalizar ao mercado que suas ações estão subavaliadas. Quando a empresa retira do mercado parte de suas ações em circulação por meio da recompra, a proporção dos capitais de terceiros em relação aos capitais próprios aumenta, o que resulta em mudanças na estrutura de capital da firma.

As companhias também recompram suas ações para reduzir o excesso de fluxo de caixa e, conseqüentemente, minimizar os conflitos de agência, pois ao diminuir o capital excedente, a empresa evita que os gestores utilizem parte dos recursos disponíveis em projetos que não criam valor. Outro aspecto que motiva a recompra de ações é o fato de essa estratégia poder substituir o pagamento de dividendos. Lee e Suh (2011) afirmam que a recompra está associada a rendas temporárias e é mais flexível do que a distribuição de dividendos.

A recompra de ações ainda pode ser vista como uma forma de a empresa sinalizar ao mercado que suas ações estão subavaliadas. Nesse sentido, quando a companhia adquire ações de emissão própria, espera-se que os

investidores recebam essa mensagem positivamente, já que a administração, detentora das informações econômicas e financeiras, além de anunciar o programa, recompra as ações.

Com base nessas afirmações, o presente estudo busca responder: Qual a relevância do valor da recompra de ações para o mercado brasileiro de capitais? Logo, o objetivo deste estudo é verificar a relevância do valor da recompra de ações para a formação do preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto no período entre 2010 e 2015. Como as empresas podem anunciar programas de recompra de ações e ao final não adquirir nenhuma ação, considera-se pertinente analisar as companhias que realmente efetuaram a aquisição.

O mercado pode interpretar o anúncio dos programas de recompra de formas diferentes. Se a interpretação for positiva, o anúncio por si só é capaz de impactar positivamente o preço da ação, já que, neste caso, os investidores acreditam que as ações estão subavaliadas ou que os gestores estão otimistas quanto ao futuro da companhia. Entretanto, se a interpretação for negativa, ou seja, se os investidores entenderem a recompra como redução das oportunidades de crescimento da empresa, o anúncio pode impactar o preço da ação negativamente.

Deste modo, como as empresas podem anunciar programas de recompra com o propósito de sinalizar ao mercado informações positivas ou de especulação, analisa-se apenas as companhias que recompraram suas próprias ações. Chang, Chen e Chen (2010) investigaram se os registros anteriores de recompra de ações influenciaram os anúncios posteriores e os resultados apontaram que o mercado de ações responde mais positivamente para as empresas que de fato efetuaram a recompra em programas anteriores. Logo, com base no estudo desses autores, percebe-se que a experiência anterior da recompra de ações desempenha um papel fundamental na avaliação do investidor em relação aos anúncios subsequentes.

A produção intelectual sobre as operações de recompra de ações é amplamente explorada na literatura internacional. Contudo, devido à ausência de pesquisas com foco na *value relevance* da recompra de ações no contexto nacional, espera-se que este trabalho mostre uma nova forma de se examinar a relevância das informações contábeis em companhias brasileiras. Adicionalmente, destaca-se que os resultados obtidos em pesquisas de outros países nem sempre podem ser generalizados em virtude das diferenças econômicas, legais e políticas existentes. Por fim, considera-se que os investidores procuram maximizar suas riquezas e, neste caso, pesquisas acerca dos fatores que podem influenciar o preço das ações são importantes, pois podem subsidiar os agentes do mercado acionári.

Elementos teóricos da pesquisa

Relevância da Informação Contábil

A partir da década de 1960, com o desenvolvimento das áreas de economia e finanças, a abordagem positiva começa a se destacar na pesquisa contábil. Conforme Watts e Zimmerman (1986), a abordagem positiva da

contabilidade consiste em explicar e prever a prática contábil. Explicar o porquê, as razões para a escolha de determinado procedimento e prever o efeito da informação contábil existente.

Ball e Brown (1968) marcaram o início dos estudos sobre a relevância das informações contábeis para o mercado de capitais. Esses autores constataram que as informações divulgadas pela contabilidade impactam o preço das ações, que o lucro agrega valor informativo, que nem toda informação é completamente antecipada pelo mercado e que existe uma tendência após a divulgação dos relatórios contábeis.

A Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (2011) define a relevância como uma das características qualitativas fundamentais da informação contábil. Este pronunciamento explica que informação relevante é aquela “capaz de fazer a diferença nas decisões”. Assim, considera-se como informação contábil relevante aquela que influencia a tomada de decisão dos investidores.

Nesse contexto, de acordo com Holthausen e Watts (2001), as pesquisas conhecidas como *value relevance* buscam analisar a reação do mercado de capitais quando novas informações são disponibilizadas. Normalmente, essa análise é feita por meio de regressões múltiplas, onde o preço da ação é a variável dependente e o lucro líquido e o patrimônio líquido são variáveis independentes. Lopes, Sant’anna e Costa (2007) relatam que diversos autores utilizam o coeficiente de determinação R^2 da regressão para medir a relevância das informações contábeis em seus trabalhos empíricos.

Francis e Schipper (1999) consideram, em uma de suas interpretações sobre relevância, que a informação contábil é uma ferramenta de mensuração. Assim, se a informação contábil possui relação com os valores de mercado, então é capaz de determinar preços e retornos. Para Barth et al. (2001) o valor contábil só será relevante se o seu montante refletir informações relevantes para os investidores na avaliação da empresa e se for mensurado de forma confiável.

Correa, Neto, Nakao e Osajima (2012) revelam que as pesquisas empíricas sobre *value relevance* têm como suporte os modelos de avaliação patrimonial e que o valor de uma empresa pode ser mensurado por meio de uma função linear do lucro, do valor contábil e outros dados relevantes. Lima (2010) afirma que o modelo de avaliação de empresas proposto por Ohlson (1995) é utilizado por diversos autores que investigam a relevância das informações contábeis. Este modelo é composto por duas variáveis, lucro líquido e patrimônio líquido, as quais podem ser obtidas na Demonstração do Resultado e no Balanço Patrimonial das companhias.

Neste estudo, o modelo abaixo, adaptado por Collins, Maydew e Weiss (1997) a partir do Modelo de Ohlson (1995), foi utilizado:

$$P_{iAj} = \omega_0 + \omega_1 E_{ij} + \omega_2 BV_{ij} + \varepsilon_i$$

em que,

P_{iAj} = preço das ações da empresa i 3 meses após o final do exercício social j ;

E_{ij} = valor do lucro líquido por ação da empresa i no final

do exercício social j ;

BV_{ij} = valor do patrimônio líquido por ação da empresa i no final do exercício social j ;

ε_i = valor termo de erro da regressão.

No Brasil, diferentes informações relatadas nos demonstrativos contábeis foram consideradas para a análise do comportamento do preço da ação como: *leasing* operacional (Martins, Machado & Machado, 2013); ativos biológicos (Martins, Machado & Callado, 2014); outros resultados abrangentes (Angotti, Macedo & Bispo, 2016); ativos intangíveis (Kimouche & Rouabhi, 2016); propriedades para investimento (Batista & Paulo, 2017); perda por *impairment* do *Goodwill* (Cappellessio, Rocha & Dantas, 2018); demonstração do valor adicionado (Santos, Botinha & Lemes, 2019); gastos com P&D (Espindola, Santos & Vasconcelos, 2018), entre outros.

No entanto, o exame de informações sobre os montantes readquiridos pela própria empresa ainda carece de investigação, visto que quando a companhia recompra ações em circulação para mantê-las em tesouraria, ela utiliza parte dos recursos disponíveis que poderia ser investida em projetos que criam valor.

Recompra de Ações

As empresas podem recomprar suas ações por meio da oferta pública de aquisição, da compra no mercado aberto ou da compra privada (Vermaelen, 1981). Na Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA), a empresa oferece recursos a um preço fixo com prêmio e determina o número de ações que pode recomprar durante um período. Gabrielli e Saito (2004) relatam que este método se trata de uma oferta irrevogável e irretirável de compra ou permuta de ações e que a companhia é obrigada a adquirir as ações conforme divulgação prévia. A alienação do controle acionário, o cancelamento do registro da companhia aberta na CVM e o aumento da participação do acionista controlador são as principais modalidades deste instrumento (Nascimento, Galdi & Nossa, 2011; Castro & Yoshinaga, 2019).

A recompra de ações no mercado aberto, tema deste artigo, é o método mais utilizado no mercado brasileiro. Conforme Vermaelen (1981), normalmente, as aquisições são feitas em pequenas quantidades e os montantes recomprados são menores quando comparados com os de uma OPA. Nesta modalidade, a companhia divulga antecipadamente sua intenção de adquirir parte das ações em circulação no mercado e a entidade pode cancelar o programa antes do prazo ou optar por não recomprar qualquer ação. Já o método de recompra privada ou direta, proibida no Brasil, é uma modalidade menos comum que resulta na compra de um bloco de ações de um grande titular por negociação direta.

Além de mencionar os três métodos discutidos por Vermaelen (1981), Nascimento et al. (2011) apresentam a modalidade de recompra a preço variável com prêmio. Os autores destacam que essa é uma estratégia praticada pelo mercado internacional em que a firma define o número de ações e o prazo de recompra, e fixa um intervalo de preços aceitáveis, geralmente, com ágio sobre o valor de mercado.

Ademais, Stephan (2000) cita a compra futura como outro método de recompra. O autor explica que neste método a firma recompra suas ações pelo custo futuro das ações e que, portanto, não há desembolso inicial de caixa. Stephan (2000) define que esse custo futuro, determinado com antecedência em um acordo contratual, representa o preço atual de mercado das ações mais o custo financeiro. Esse custo financeiro, segundo o autor, é o valor das despesas de juros somadas ao preço inicial das ações menos os dividendos pagos.

Motivações para Recompra de Ações

Conforme Gabrielli e Saito (2004), as empresas recomparam suas próprias ações para ajustar a estrutura de capital, reduzir o fluxo de caixa disponível, substituir o pagamento de dividendos e sinalizar ao mercado que suas ações estão subavaliadas. A estrutura de capital da empresa é um assunto bastante discutido entre os teóricos e representa um dos principais temas de finanças. Durand (1952), com base na Teoria Tradicionalista, defende que a empresa consegue maximizar seu valor por meio da estrutura ótima de capital. Nesse contexto, como, em tese, o custo dos recursos de terceiros é inferior ao custo dos recursos próprios e o custo de capital de terceiros se mantém constante até um determinado nível de endividamento, a companhia deve contrair dívida até o ponto em que o custo total de capital atinge seu valor mínimo.

Entretanto, o trabalho de Modigliani e Miller (1958), considerado como referência central para os estudos de estrutura de capital, contesta as ideias existentes, principalmente as ideias de Durand (1952). Inicialmente, Modigliani e Miller (1958) afirmam que o valor da empresa independe da sua estrutura de capital. Assim, na visão deles, não existe uma estrutura ótima de capital. No entanto, em estudo posterior, Modigliani e Miller (1963) reconhecem que a estrutura de capital é relevante na determinação do valor da empresa, pois empresas mais alavancadas possuem maior benefício fiscal, o que resulta em menor custo de capital e, conseqüentemente, maior valor da empresa. Alguns anos depois, Ross (1977) explica que o aumento da alavancagem só traz benefícios até o ponto em que a sua contribuição marginal se iguala ao custo de restrição financeira. Ross (1977) analisa a possibilidade de a empresa se tornar insolvente, já que uma série de custos é incorrida ao passo que ela se endivida e destaca a necessidade de ponderar a estrutura de capital.

Deste modo, a recompra de ações pode ser utilizada como uma ferramenta de ajuste da estrutura de capital, pois ao retirar do mercado parte de suas ações em circulação a firma altera sua estrutura de financiamento, reduzindo a proporção de recursos próprios e aumentando a participação de recursos de terceiros (Castro & Yoshinaga, 2019). O estudo de Opler e Titman (1994) indica que a recompra pode aumentar a relação de alavancagem da empresa.

As empresas também recomparam suas ações para reduzir o excesso de fluxo de caixa. Lee e Suh (2011) relatam que, nos sete países analisados por eles, as empresas utilizam a recompra de ações como um meio

flexível de distribuição de caixa e que as disponibilidades estão significativamente relacionadas ao montante de aquisições de ações próprias. Além disso, esses autores também evidenciam que a redução de capital excedente minimiza o conflito de agência existente entre principal e agente, uma vez que essa redução de capital pode evitar que o gestor utilize inadequadamente os recursos da empresa em investimentos não lucrativos para atingir interesses particulares. Os trabalhos de Jensen (1986), Stephens e Weisbach (1998) e Dittmar (2000) confirmam a hipótese de que as empresas recomparam ações para distribuir o excesso de caixa.

Gabrielli e Saito (2004) e Castro e Yoshinaga (2019) apontam a substituição do pagamento de dividendos como outro motivo para as companhias recomprarem suas ações. Para Gabrielli e Saito (2004), na maioria dos mercados mundiais, a recompra é mais flexível e mais vantajosa fiscalmente. De acordo com Stephan (2000), a principal diferença entre recompra e dividendos é que os dividendos sinalizam um compromisso de longo prazo e, normalmente, são praticados por empresas que possuem fluxos de caixa mais estáveis, enquanto empresas que apresentam fluxos mais voláteis preferem adquirir suas próprias ações. Nascimento et al. (2011) afirmam que em diversos países do mundo a recompra de ações apresenta uma menor tributação do que a distribuição de dividendos, o que explica o aumento desta prática no mercado norte-americano. Lee e Suh (2011) constatam que apesar de as firmas não americanas não recomprarem ações tanto quanto as firmas americanas, ambas exibem um comportamento similar de recompra de ações.

O quarto e último motivo destacado por Gabrielli e Saito (2004) e por Castro e Yoshinaga (2019) como motivador dos programas de recompra consiste na sinalização de que as ações das empresas estão subavaliadas pelo mercado. De acordo com Dittmar (2000) e Vermaelen (1981) as empresas recomparam suas ações quando percebem que seus preços estão desvalorizados e para sinalizar informações positivas ao mercado. Vermaelen (1981) analisa os efeitos do anúncio do programa de recompra sobre o preço das ações e constata que a divulgação aumenta o valor da empresa. Nesse contexto, Stephan (2000) relata que o anúncio do programa envia aos investidores uma mensagem favorável sobre o preço da ação, já que a administração, que detém as informações sobre a situação econômica e financeira da empresa, tem a intenção de adquirir suas próprias ações.

Gabrielli e Saito (2004) afirmam que a quantidade de anúncios de recompra de ações aumenta após grandes quedas no mercado acionário. Esses autores citam que após o *crash* de 1987 cerca de 750 empresas anunciaram nos dias seguintes programas de recompra, e duas semanas após os atentados de 11 de setembro de 2001, mais de 300 programas de recompras também foram anunciados.

A literatura apresenta outros motivos que levam as empresas a recomprarem suas ações. Stephan (2000) relata que os programas de recompra colaboram com a auto defesa da companhia de ataques indesejados, por reduzir o caixa e por dificultar a aquisição de ações a qualquer comprador potencial; e com os incentivos à administração, por aumentar a participação acionária da administração e demais empregados.

Entretanto, Stephan (2000) e Gabrielli e Saito (2004) destacam algumas desvantagens que envolvem as recompras de ações. Conforme os autores, o aumento da alavancagem pode prejudicar a posição da empresa no *ranking* de crédito; a aquisição de ações de emissão própria pode eliminar futuros investimentos rentáveis devido à redução das reservas de caixa da empresa; alguns investidores podem interpretar a recompra como um sinal de redução das oportunidades de crescimento e de maturação da empresa; e a recompra reduz a liquidez das ações por diminuir o volume de ações em circulação.

Recompra de Ações no Brasil

No Brasil, o primeiro passo do processo de recompra de ações a mercado é informar a Brasil Bolsa Balcão (B3) a intenção da empresa de realizar o programa. Em seguida, haverá uma Reunião do Conselho de Administração (RCA) para definir o prazo máximo de duração do programa, o limite da quantidade de ações que podem ser adquiridas, o objetivo do programa e as corretoras autorizadas.

Logo após essas definições, a RCA faz o anúncio do programa de recompra de ações para o mercado por meio de um “Fato Relevante”, dando início ao programa. Apesar da RCA definir o prazo máximo de duração do programa, é permitido a prorrogação deste. A aquisição das ações ocorre pelo preço de mercado sem redução do capital social e a recompra pelo método a mercado não é obrigatória, podendo a companhia adquirir ou não suas ações durante o programa e até cancelar o programa antes do prazo de encerramento.

A legislação que trata do assunto de recompra no Brasil é a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, além da Lei das Sociedades Anônimas nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Primeiramente, a Lei nº 6.385/1976 relata que cabe à CVM promulgar normas aplicáveis às companhias abertas sobre a recompra de ações e a alienação das ações em tesouraria. Em seguida, a Lei nº 6.404/1976 permite que as empresas brasileiras recomprem suas ações no mercado para mantê-las em tesouraria, para cancelamento ou posterior alienação e a Lei nº 10.303/2001 diz que compete ao administrador da companhia aberta informar à Assembléia-Geral Ordinária as opções de compra de ações contratadas ou exercidas.

A aquisição de ações de emissão própria também é regulamentada pelas Instruções nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, nº 111, de janeiro de 1990, nº 229, de 16 de janeiro de 1995, e nº 299, de 9 de fevereiro de 1999 da CVM. Por exemplo, a Instrução nº 10/1980 define o limite de ações que pode permanecer em tesouraria (já alterado pela Instrução nº 268/1997) e a Instrução nº 299/1999 (revogada pela Instrução nº 361/2002) estabelece regras para as OPAs.

Contudo, as Instruções nº 436/2006, nº 480/2009, nº 487/2010, nº 492/2011, nº 604/2018 e nº 616/2019 alteram e acrescentam dispositivos às Instruções nº 361/2002 e nº 358/2002. Enquanto a 361/2002 dispõe dos prazos, obrigações e restrições dos programas, bem como das regras e disciplinas das OPAs, a 358/2002 trata da divulgação e uso de informações em ato ou fato relevante. Conforme o inciso XV desta Instrução, a compra de ações

da própria companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação é um fato relevante e, por isso, deve ser divulgada pela empresa.

Elementos metodológicos da pesquisa

O estudo analisa as empresas que negociaram ações na B3 entre 2011 e 2015. As companhias classificadas pela ECONOMATICA@ nos setores “finanças e seguros” foram excluídas por serem regulamentadas de forma específica pelo Banco Central e pela Superintendência de Seguros Privados. Além disso, as firmas do setor “outros” também foram desconsideradas devido à incerteza de companhias financeiras pertencerem a este setor.

Primeiramente, buscou-se identificar quais firmas anunciaram programas de recompra de ações, por meio da consulta individual em cada Fato Relevante de cada empresa por ano. Em seguida, eliminaram-se da amostra as empresas que não fizeram anúncio entre 2010 e 2015, restando apenas às companhias que divulgaram programas de recompra de ações em pelo menos um ano do período de análise. No total, 40 empresas adquiriram ações de emissão própria entre 2011 e 2015, as quais foram analisadas por regressão linear múltipla com dados em painel não balanceado, composto por 95 observações empresas-ano.

O preço das ações, o lucro líquido por ação e o patrimônio líquido por ação foram coletados na base de dados da ECONOMATICA@ e os valores das recompras de ações foram obtidos nas notas explicativas das companhias no site da B3. Para a escolha da classe de cada empresa, optou-se por manter aquela que apresentasse maior liquidez de ações no ano de 2015.

Para atingir o objetivo proposto, a pesquisa foi dividida em duas fases. Na primeira fase, investigou-se o nível de significância e o poder de explicação do lucro líquido e do patrimônio líquido na determinação do preço das ações. Na segunda fase, o intuito foi identificar se a variável valor da recompra de ações resulta em ganho informacional para o mercado acionário. Para verificar o poder incremental desta variável na formação do preço das ações, uma análise do nível de significância e do coeficiente de determinação R^2 ajustado foi feita.

Dessa forma, dois modelos econométricos foram estimados com base no modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997), desenvolvido a partir de Ohlson (1995), também utilizado por Silva (2013), Gonçalves, Batista, Macedo e Marques (2014) e Macedo, Silva, Ayub e Pacheco (2014):

Modelo 1

$$P_{it} = \alpha_{0t} + \beta_{1t}LPA_{it} + \beta_{2t}VPA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 2

$$P_{it} = \alpha_{0t} + \beta_{1t}LPA_{it} + \beta_{2t}(VPA_{it} - RECPA_{it}) + \beta_{3t}RECPA_{it} + \varepsilon_{it}$$

em que,

P_{it} é o preço da ação da empresa i no período t ;

LPA_{it} é o lucro líquido por ação da empresa i no final do exercício social t ;

VPA_{it} é o patrimônio líquido por ação da empresa i no final do exercício social t ;

$RECPA_{it}$ é o valor da recompra por ação da empresa i no final do exercício social t ;

Silva (2013) explica que, normalmente, os modelos fundamentados em preços são usados para avaliar a relevância da informação contábil porque o preço reflete informações que já foram antecipadas pelo mercado e que ainda serão identificadas no futuro. O preço da ação considerado foi o preço de fechamento na data de 31 de março do ano subsequente ao da publicação das demonstrações. Entretanto, na inexistência de negociação neste dia foi considerado o preço de fechamento seguinte, limitado a cinco dias úteis após 31 de março.

Para responder a questão de pesquisa, duas hipóteses foram formuladas:

Hipótese (1): o lucro líquido e o patrimônio líquido são informações relevantes para o mercado brasileiro de capitais.

Hipótese (2): o valor da recompra de ações é relevante para o mercado brasileiro de capitais.

Os testes F e t foram feitos para verificar a significância do modelo e os coeficientes das variáveis. A hipótese nula (H_0) do teste F afirma que o R^2 é igual a zero e do teste t define que os coeficientes são iguais a zero (nulos). Os testes *Jarque-Bera*, *Skewness e Kurtosis* e *Breusch-Pagan-Godfrey* foram realizados para averiguar a normalidade, a simetria e a homocedasticidade dos

resíduos considerando um intervalo de confiança de 95%. Adicionalmente, o FIV (*Variance Inflation Fator*) foi calculado para identificar se existem problemas de multicolinearidade nas variáveis explicativas.

Já os testes F de *Chow*, *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* foram aplicados para definir o modelo de painel mais adequado para este estudo. O software utilizado foi o Stata®13, os dados foram *winsorizados* ao nível de 5% para suavizar à média as informações discrepantes e a função logaritmo foi usada com o propósito de tornar a amostra mais homogênea.

Apresentação e discussão dos resultados

A Tabela 1 mostra a distribuição das companhias que recompraram suas ações por ano e por setor da ECONOMATICA® e a frequência absoluta (F_i) e relativa (f_i). Percebe-se que os setores de Construção (25%) e Alimentos e Bebidas (18%) foram os mais representativos da amostra e que a partir de 2012 o número de empresas que adquiriram ações de emissão própria volta a crescer, permanecendo constante entre 2014 e 2015.

Além disso, em relação à proporção de empresas por setor (Total/ F_i), a Tabela 1 evidencia que as firmas dos setores de Agro e Pesca, Comércio, Software e Dados e Transporte e Serviços foram as que mais recompraram ações durante o período de análise.

Tabela 1. Distribuição das companhias que recompraram ações entre 2011 e 2015

Setor	2011	2012	2013	2014	2015	Total	(F_i)	(f_i)	Proporção (Total/ F_i)
1 Agro e Pesca	1	1	2	1	2	7	2	5%	3,5
2 Alimentos e Bebidas	6	4	1	2	4	17	7	18%	2,43
3 Comércio	1	1	2	2	1	7	2	5%	3,5
4 Construção	6	4	7	8	8	33	10	25%	3,3
5 Máquinas Industriais	3	2	-	1	-	6	3	8%	2
6 Mineração	1	1	1	1	1	5	2	5%	2,5
7 Papel e Celulose	2	1	1	1	1	6	2	5%	3
8 Química	1	1	-	-	1	3	1	3%	3
9 Siderurgia e Metalurgia	-	-	-	-	1	1	1	3%	1
10 Software e Dados	-	1	2	2	2	7	2	5%	3,5
11 Telecomunicações	1	1	1	-	-	3	1	3%	3
12 Têxtil	-	1	1	3	2	7	3	8%	2,33
13 Transporte e Serviços	1	1	2	2	1	7	2	5%	3,5
14 Veículos e Peças	-	-	-	2	1	3	2	5%	1,5
Total	23	19	20	25	25	112	40	100%	

Fonte: Elaboração própria.

As estatísticas descritivas das variáveis preço, lucro líquido, patrimônio líquido e valor da recompra por ação, após aplicar a técnica de *winsorização*, são apresentadas na Tabela 2. Constata-se que o desvio-padrão só foi menor

do que a média na variável preço, o que mostra que os preços variaram pouco ao longo do tempo, uma vez que a distância média entre os pontos individuais e a média geral foi menor que a média geral; que, em média, a variável valor da recompra por ação representa uma parcela

substancial do patrimônio líquido por ação, aproximadamente 98% (17,27/17,63), e que a média do lucro líquido por ação foi próxima de zero.

líquido por ação e valor da recompra por ação apresentaram intervalos discrepantes mesmo após o procedimento de *winsorização*. Ademais, nota-se que o preço da ação e o patrimônio líquido por ação da Klabin S/A (R\$ 2,34 e R\$ 1,18) são muito inferiores ao preço da ação e ao patrimônio líquido por ação da Rossi Resid (R\$ 47,84 e 105,92) e que os valores da recompra por ação das Lojas Americanas (R\$ 0,99) e da empresa Rossi Resid (R\$ 104,92) também são muito diferentes.

Tabela 2. Estatísticas descritivas das variáveis para os dados de 2011 a 2015

Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
PREÇO	15,78	12,81	2,34	47,84
LPA	0,73	1,74	-4,31	3,96
VPA	17,63	24,18	1,18	105,92
RECPA	17,27	24,06	0,99	104,92

Fonte: Elaboração própria.

As estatísticas descritivas ainda revelam que as companhias são economicamente distintas, já que os valores mínimos e máximos das variáveis preço, patrimônio

A Tabela 3 evidencia os resultados encontrados para o Modelo 1, que representa o modelo tradicional de *value relevance*. Nesse modelo, a variável dependente é o preço da ação e as informações contábeis, lucro líquido e patrimônio líquido por ação, são as variáveis independentes. A tabela é composta pelo painel A, que demonstra os coeficientes e o p-valor das variáveis independentes e da constante, e pelo painel B, que apresenta os resultados dos testes realizados.

Tabela 3. Resultados do Modelo 1 (LPA e VPA) para os dados de 2011 a 2015

Painel A				
Variáveis	Coeficiente	t	p-valor	
LPA	0,47	6,64	0	
VPA	0,16	2,15	0,034	
C	2,19	12,26	0	
Painel B				
Informações Adicionais	Valores	Informações Adicionais	Valores	
R ² ajustado	0,4766	Teste F de Chow (Estatística)	1,32	
Jarque-Bera (p-valor)	0,4514	Teste F de Chow (p-valor)	0,27	
Skewness e Kurtosis (p-valor)	0,4251	LM Breusch-Pagan (Estatística)	0	
Breusch-Pagan-Godfrey (p-valor)	0,5872	LM Breusch-Pagan (p-valor)	1	
FIV (LPA, VPA)	1,38	Número de observações	95	

Fonte: Elaboração própria.

O p-valor da estatística *F* (0,0000) foi menor que 0,05, por isso a hipótese nula (H_0) de que o R^2 é igual a zero é rejeitada. Essa rejeição mostra que pelo menos um dos coeficientes das variáveis independentes é significativo ao nível de 5%. Essa significância é confirmada pelos p-valores do teste *t*, que ao serem menores que 0,05 evidenciam que as duas variáveis independentes (LPA e VPA) são significativas. Logo, a hipótese nula (H_0) do teste *t* de que os coeficientes são iguais a zero também é rejeitada ao nível de 5%.

Para verificar a normalidade, a simetria e a homocedasticidade dos resíduos os testes *Jarque-Bera*, *Skewness* e *Kurtosis* e *Breusch-Pagan-Godfrey* foram feitos e todos os p-valores obtidos foram superiores a 0,05. Por esse motivo, a hipótese nula de distribuição normal, simétrica e de variâncias homocedásticas não é rejeitada em nenhum dos testes. O FIV também foi calculado com a finalidade de constatar se as variáveis explicativas apresentam problemas de multicolinearidade. Como este

valor foi menor que 5,00, presume-se que as variáveis LPA e VPA não apresentam problemas de multicolinearidade (Fávero, Belfiore, Silva & Chan, 2009).

Como a análise deste estudo considera várias empresas ao longo de vários anos, os dados foram organizados em painel curto. Para definir qual modelo de dados em painel é o mais indicado, entre o POLS, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, os testes *F* de *Chow*, *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan* e *Hausman* foram aplicados. O teste *F* de *Chow* define qual modelo é o mais adequado entre POLS e de Efeitos Fixos, o teste *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan* define o mais apropriado entre o POLS e de Efeitos Aleatórios, e o *Hausman* define o modelo mais indicado entre Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. O painel B mostra que no *F* de *Chow* e no *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan* o p-valor foi maior que 0,05. Diante disso, a hipótese nula de ambos de que o modelo POLS é o mais apropriado não foi rejeitada ao nível de 5%.

Com base nos resultados do Modelo 1 da Tabela 3,

nota-se que 47,66% da variação do preço das ações pode ser explicada pela variação do lucro e do patrimônio líquido por ação e que essas informações contábeis possuem significância estatística ao nível de 1% e 5%, respectivamente. Logo, não se rejeita a Hipótese (1) deste estudo de que o lucro líquido e o patrimônio líquido são informações relevantes para o mercado brasileiro de capitais. Este resultado está de acordo com o estudo de Gonçalves et al. (2014), os quais analisaram se o processo de convergência aos padrões internacionais de contabilidade impacta a relevância do lucro líquido e do patrimônio líquido por ação e encontraram que essas informações contábeis são relevantes para os investidores. Ademais, nota-se que as evidências obtidas também são corroboradas pelos trabalhos de Cappellesso, Rocha e Dantas (2018) e Fonseca, Marques e Santos (2018) e a importância das empresas apresentarem bons resultados no

lucro e no patrimônio líquido, já que essas variáveis possuem relação significativa e positiva com o preço da ação, ou seja, quanto maior for o lucro e o patrimônio líquido maior será o preço da ação.

Os resultados obtidos para o Modelo 2 são apresentados na Tabela 4, composta pelos painéis A e B. Inicialmente, os testes *F* e *t* mostraram que o R^2 é diferente de zero e que as variáveis lucro líquido por ação e valor da recompra por ação são significativas ao nível de 1%. Os testes *Jarque-Bera*, *Skewness* e *Kurtosis* e *Breusch-Pagan-Godfrey* também foram feitos para o Modelo 2 e, novamente, a hipótese nula de distribuição normal, simétrica e de variâncias homocedásticas dos resíduos de cada teste não foi rejeitada ao nível de 5%. Além disso, ao calcular o VIF, constatou-se que as variáveis explicativas não apresentam problemas de multicolinearidade.

Tabela 4. Resultados do Modelo 2 (LPA, VPA_RECPA e RECPA) para os dados de 2011 a 2015

Painel A			
Variáveis	Coefficiente	t	p-valor
LPA	0,47	6,77	0
VPA - RECPA	-0,06	-1,33	0,188
RECPA	0,19	2,9	0,005
C	1,97	9,61	0
Painel B			
Informações Adicionais	Valores	Informações Adicionais	Valores
R^2 ajustado	0,4969	Teste F de Chow (Estatística)	0,82
<i>Jarque-Bera</i> (p-valor)	0,7225	Teste F de Chow (p-valor)	0,515
<i>Skewness</i> e <i>Kurtosis</i> (p-valor)	0,7652	LM <i>Breusch-Pagan</i> (Estatística)	0
<i>Breusch-Pagan-Godfrey</i> (p-valor)	0,1593	LM <i>Breusch-Pagan</i> (p-valor)	1
FIV (LPA, VPA_RECPA, RECPA)	1,24	Número de observações	95

Fonte: Elaboração própria.

A hipótese nula do teste *F* de Chow e do teste *Lagrangian Multiplier* de *Breusch-Pagan* também não foi rejeitada e, outra vez, o modelo POLS é considerado o mais adequado para essa pesquisa. Com base nos resultados apresentados, observa-se que, apesar de o lucro líquido por ação e o valor da recompra por ação serem significativos ao nível de 1%, a variável patrimônio líquido por ação menos o valor da recompra por ação não apresenta significância. O coeficiente desta variável foi -0,06 e o p-valor foi superior a 0,10 (0,188). No Modelo 2 o valor da recompra foi subtraída do patrimônio líquido com a finalidade de investigar se a adição dos valores da recompra de ações aumenta o poder explicativo do modelo, sendo, assim, uma informação *value relevant*.

Ao comparar os coeficientes de determinação dos dois modelos, percebe-se que o R^2 ajustado do Modelo 2 (0,4969) é maior do que o R^2 ajustado do Modelo 1 (0,4766). Assim, visto que o valor da recompra por ação apresenta alta significância estatística (p-valor < 0,01) e que houve um ganho no conteúdo informacional com a adição dessa variável no modelo, a Hipótese (2) deste estudo também não é rejeitada. Então, os resultados

evidenciam que o valor da recompra de ações é relevante para a formação do preço da ação e que quanto maior for o valor da recompra de ações maior será o preço da ação das companhias brasileiras de capital aberto.

Considerações Finais

O presente estudo teve como objetivo verificar a relevância do valor da recompra de ações para o mercado brasileiro de capitais. Estudos dessa natureza, conhecida como *value relevance*, buscam identificar a relação entre a informação contábil e o preço das ações e são fundamentados na Hipótese de Mercado Eficiente (EMH). Essa hipótese afirma que o preço da ação se ajusta aos riscos e retornos esperados quando novas informações relevantes são disponibilizadas.

Em geral, a análise é feita por meio de regressões lineares multivariadas em que a variável dependente é o preço das ações e as variáveis independentes são as informações contábeis, como lucro líquido por ação e patrimônio líquido por ação. No total, 40 empresas foram analisadas no período entre 2011 e 2015 e dois modelos

econométricos foram estimados com base no modelo de Collins, Maydew e Weiss (1997), desenvolvido a partir de Ohlson (1995).

O primeiro modelo representa o modelo tradicional de *value relevance* e testa a Hipótese (1) deste estudo de que o lucro líquido e o patrimônio líquido são informações relevantes para o mercado brasileiro de capitais. Essa hipótese não foi rejeitada, pois, neste modelo, as variáveis LPA e VPA foram estatisticamente significativas e positivas ao nível de 1% e 5% respectivamente. Além disso, os resultados do modelo 1 apontaram que 47,66% da variação do preço das ações é explicada pela variação do lucro e do patrimônio líquido por ação.

O segundo modelo testa a Hipótese (2), também não rejeitada, de que o valor da recompra de ações é relevante para os acionistas. Os resultados para este modelo mostraram que, apesar do patrimônio líquido por ação não ser estatisticamente significativo ao nível de 5%, ao considerar os valores pagos pela recompra de ações, o poder de explicação do modelo aumenta (de 0,4766 - Modelo 1 para 0,4969 - Modelo 2). Portanto, conclui-se que a adição dessa variável resulta em ganho no conteúdo informacional para os investidores e destaca-se a importância das empresas apresentarem bons resultados no lucro e no patrimônio líquido e recomprarem as suas ações, já que essas variáveis possuem relação significativa e positiva com o preço da ação.

Como contribuição, este estudo confirma a importância das informações contidas nos demonstrativos contábeis e, portanto, mostra que a contabilidade cumpre, cada vez mais, o seu papel de fornecer informações relevantes aos usuários, o que minimiza a assimetria informacional. Adicionalmente, ressalta-se que esta pesquisa pode subsidiar acadêmicos e agências reguladoras, dado que a recompra de ações deve ser divulgada pela empresa em Fato Relevante e essa divulgação é normatizada pela Instrução 358/2002 da CVM, bem como os investidores no entendimento da prática de recompra.

Para pesquisas futuras, sugere-se utilizar o retorno da ação como variável dependente para investigar se a recompra de ações é uma informação tempestiva para o mercado brasileiro de capitais. Além disso, recomenda-se adotar o método de estudos de evento para identificar se o anúncio da recompra de ações, divulgado ao mercado, resulta em mudanças significativas no preço das ações das companhias.

Referências

- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 77-104.
- Batista, F. F., & Paulo, E. (2017). Value Relevance das Propriedades para Investimento no Setor de Exploração de Imóveis. *Reunir: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 7(3), 99-115. DOI: 10.18696/reunir.v7i3.668.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 67-92.
- Cappelleso, G., Rocha, L. C. N., & Dantas, J. A. A. (2018). 'Value Relevance' da perda por redução ao valor recuperável do 'goodwill': evidências das empresas listadas na BM&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(3), 102-120.
- Castro, H., & Yoshinaga, C. (2019). A Sub-Reação a Recompras de Ações no Mercado Aberto. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 30(80), 172-185.
- Chang, S. C., Chen, S. S., & Chen, L. Y. (2010). Does prior record matter in the wealth effect of open-market share repurchase announcements?. *International Review of Economics & Finance*, 19(3), 427-435.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39-67.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2011). CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Recuperado de: <http://static.cpc.mediatgroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso em: 16 dez. 2016.
- Dittmar, A. K. (2000). Why do firms repurchase stock. *The Journal of Business*, 73(3), 331-355.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In *Conference on research in business finance*, p. 215-262. NBER.
- Espíndola, A. A., Santos, J. G. C. D., & Vasconcelos, A. C. (2018). Relevância Informacional Atribuída ao 'Disclosure' de Gastos com P&D no Mercado de Capitais Brasileiro. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 16(Ed. Especial), 115-140.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões.
- Fonseca, R., Marques, J. A. V. C., & Santos, O. M. (2018). Relevância da Informação Contábil: Estudo de Eventos no Setor de Petróleo e Gás. *Revista Universo Contábil*, 14(3), 46-65. DOI: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2018319>
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of*

- Accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Gabrielli, M. F., & Saito, R. (2004). Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 44(4), 54-67.
- Garcia, I. A. S., & Lucena, W. G. L. (2017). Motivos para recompra de ações: uma análise com as empresas da BM&Fbovespa e da Nyse. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(1), 021-038.
- Gonçalves, J. C., Batista, B. L. L., Macedo, M. A. S., & Marques, J. A. V. C. (2014). Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. *Revista Universo Contábil*, 10(3), 25-43.
- Haw, I. M., Ho, S. S., Hu, B., & Zhang, X. (2011). The contribution of stock repurchases to the value of the firm and cash holdings around the world. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 152-166.
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 3-75.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Lee, B. S., & Suh, J. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1306-1329.
- Lima, J. B. N. D. (2010). *A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Lopes, A. B., Sant'anna, D. P., & Costa, F. M. (2007). A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *RAUSP*, 42(4), 497-510.
- Macedo, M. A. S., Silva, D. T., Ayub, G. P., & Pacheco, L. O. (2014). Impacto de Mecanismos de Auditoria na Precificação de Ações: evidências sob a perspectiva da relevância e da tempestividade para o ano de 2010 no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(3).
- Martins, V. G., Machado, M. A. V., & Callado, A. L. C. (2014). Relevância e representação fidedigna na mensuração de ativos biológicos a valor justo por empresas listadas na BM&Fbovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(22), 163-188.
- Martins, V. G., Machado, M. A. V., & Machado, M. R. (2013). Value Relevance das informações de Leasing Operacional: um estudo em empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 32(2).
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Nascimento, S. D. F., Galdi, F. C., & Nossa, S. N. (2011). Motivações determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie*, 12(5), 98.
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). The debt-equity choice: An analysis of issuing firms. *Available at SSRN 5909*.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 23-40.
- Santos, A. A., Botinha, R. A., & Lemes, S. (2019). Análise da 'Value Relevance' da Demonstração do Valor Adicionado nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&Fbovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 18(nd), 1-16. DOI: 10.16930/2237-766220192697.
- Sarlo Neto, A., Galdi, F. C., & Dalmácio, F. Z. (2009). Uma pesquisa sobre o perfil das ações brasileiras que reagem à publicação dos resultados contábeis. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(6), 22-40.
- Silva, R. L. M. D. (2013). *Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Stephan, M. C. (2000). *Recompra de ações pelas empresas* (Doctoral dissertation).
- Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (1998). Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *The Journal of finance*, 53(1), 313-333.
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.
- Watts, R. Zimmerman (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.