

RETORNOS ANORMAIS PERSISTENTES APÓS O ANÚNCIO DE RECOMPRA DE AÇÕES: A ATENÇÃO DOS INVESTIDORES É DETERMINANTE?

PERSISTENT ABNORMAL RETURNS AFTER STOCK REPURCHASE ANNOUNCEMENT: IS THE ATTENTION OF INVESTORS DETERMINING?

DOI: [HTTP://DX.DOI.ORG/10.13059/RACEF.V13I3.966](http://dx.doi.org/10.13059/RACEF.V13I3.966)

Diego Luis Minsky

diegominsky@gmail.com

Universidade Federal de Santa Catarina

Vanessa Martins Valcanover,

vanessamvalcanover@gmail.com

Universidade Federal de Santa Catarina

Newton Carneiro Affonso Da Costa Junior

ncacjr@gmail.com

Universidade Federal de Santa Catarina

Data de envio do artigo: 10 de Abril de 2021.

Data de aceite: 28 de Outubro de 2022.

Resumo: Verificou-se se a atenção limitada dos investidores aos anúncios de recompra explica a existência de retornos anormais persistentes em ações listadas no Brasil entre 2008 e 2014. Empregou-se o estudo de eventos, sendo o evento a data de aprovação da recompra de ações. A amostra envolveu 122 empresas, que juntas divulgaram 381 programas de recompra. Empresas que anunciaram recompras foram agrupadas em alto turnover (detém alta atenção dos investidores) e baixo turnover (detém baixa atenção). O grupo de alta atenção apresentou média de retornos anormais após anúncio de recompra maior que o grupo de baixa atenção, enquanto retornos persistentes após o anúncio foram maiores para o grupo de baixa atenção. Testes não-paramétricos não retornaram diferenças significativas entre as médias dos grupos. Percentuais efetivamente recomprados apontaram maior índice de recompra para o grupo de baixa atenção, reforçando que a atenção limitada pode explicar as diferenças na recompra entre os grupos.

Palavras-chave: Recompra de ações; Estudo de eventos; Atenção limitada; Mercado de capitais.

Abstract: *We verified whether investors' limited attention to repurchase announcements explains the existence of persistent abnormal returns in shares listed in Brazil between 2008 and 2014. The study of events was used, with the event being the date of approval of the shares repurchase. Sample involved 122 companies, which together disclosed 381 repurchase programs. Companies that announced repurchases were grouped into high turnover (holds high investor attention) and low turnover (holds low attention). The high attention group had higher average abnormal returns after repurchase announcements than the low attention group, while persistent returns after the announcement were higher for the low attention group. Non-parametric tests did not return significant differences between the means of the groups. Effectively repurchased percentages showed a higher repurchase rate for the low attention group, reinforcing that limited attention may explain the differences in*

repurchase between the groups.

Keywords: *Shares repurchase; Study of events; Limited attention; Capital market.*

1 INTRODUÇÃO

A recompra de ações, operação pela qual companhias de capital aberto podem alienar ou cancelar ações de emissão própria, popularizou-se nas últimas décadas, inclusive no mercado brasileiro. A sinalização positiva relativa ao preço das ações é indicada como o principal motivo para companhias adotarem processos de recompra de ações, sendo que em mais da metade dos processos em empresas norte-americanas a razão da recompra é a “subvalorização das ações” e o “melhor uso do caixa” (PEYER; VERMAELEN, 2009).

Em relação à percepção do mercado, Stephan (2000) argumentou que os investidores inferem que os gestores de uma companhia são capazes de vislumbrar perspectivas futuras e reconhecer se suas ações estão subvalorizadas, por isso, esses tendem a responder de maneira favorável aos anúncios de recompra, o que reflete nos retornos positivos no valor das ações. Stephan (2000) ainda destacou como benefícios dos programas de recompra o aumento da riqueza dos acionistas, o uso eficiente do excesso de caixa, o encaminhamento da companhia para uma estrutura ótima de capital, um maior nível de estoque de ações para programas de aquisição e opções de compra para funcionários e o incentivo aos executivos da alta administração.

Neste contexto, o preço de uma ação deveria se ajustar instantaneamente ao anúncio de recompra, sem dar margem para arbitragem ou ganhos posteriores, segundo a Hipótese dos Mercados Eficientes (FAMA, 1970). Entretanto, estudos apontaram que os efeitos positivos no preço das ações de companhias que anunciaram um programa de recompra estendem-se por longos períodos após a divulgação do fato (IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995; MOREIRA, 2000; GORDON, 2002; GABRIELLI; SAITO, 2004; YOOK, 2010; CHENG et al., 2015;

BRESSANE, 2015; CASTRO; YOSHINAGA, 2019; KOLARI; PYNNONEN; TUNCEZ, 2019). Mesmo que a reação imediata do preço das ações a programas de recompra encontre amparo nos pressupostos dos mercados eficientes, identificar retornos anormais em períodos posteriores ao anúncio desperta questionamentos quanto à eficiência com que os mercados reagem a uma nova informação.

A reação tardia dos investidores tende a ser justificada pela atenção limitada que atribuem aos seus investimentos. Esta atenção limitada se relaciona com o excesso de informações disponíveis, mostrando que simplesmente munir os investidores de diversas informações e opções de investimentos não são suficientes para provocar decisões racionais (AGNEW; SZYKMAN, 2005). Segundo Barber e Odean (2008), o “fator atenção” afeta as decisões de investimento de duas maneiras: por um lado, a falta de atenção dos indivíduos pode resultar em uma reação tardia à uma informação importante; por outro lado, dedicar muita atenção, inclusive para informações irrelevantes, pode levar a uma reação exagerada aos fatos.

Com base no exposto, o artigo tem como objetivo principal verificar se a atenção limitada dos investidores explica os retornos anormais persistentes após anúncios de recompra observados nas ações negociadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3), abrangendo dados de 2008 a 2014. Para isso, definiu-se como objetivos específicos: a) listar quais companhias recebiam maior atenção dos investidores e quais recebiam baixa atenção, conforme o turnover (volume de negociação) de suas ações; b) calcular os retornos anormais das ações ao serem anunciados os programas de recompra, e verificar a existência de retornos anormais persistentes após a ocorrência dos anúncios; e c) mensurar o grau de desatenção dos investidores através do coeficiente de desatenção de Cohen e Frazzini (2008).

No mercado de capitais brasileiro, pesquisas como a de Gabrielli e Saito (2004) apontaram que retornos anormais significativamente positivos eram identificados em ações de companhias que anunciavam

programas de recompra, especialmente após mudanças regulatórias dispostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 1999. Já Nascimento, Galdi e Nossa (2011) indicaram que, quanto às motivações das companhias nacionais nos programas de recompra, aquela que se mostrou significativa foi a redução do fluxo de caixa disponível. Em estudo mais recente, Castro e Yoshinaga (2019) sugeriram que anúncios de recompra indicam que o preço das ações das empresas anunciadas está subavaliado, ao passo que carteiras formadas por essas ações tendem a apresentar retornos anormais de 5,4 a 7,9% para um horizonte de investimento de até três anos após o anúncio, longevidade que aponta uma possível sub-reação dos investidores.

Tais pesquisas sugerem que, além de retornos imediatos, é possível a ocorrência de retornos anormais persistentes após o anúncio de um programa de recompra. A realização deste estudo se dá pela necessidade de apontar quais fatores levam a uma reação fraca ou posterior, isto é, aquela que ocorre muito tempo após o acontecimento de um fato, frente aos anúncios de recompra de ações negociadas na B3. Ainda, como motivação, tem-se a hipótese da falta de atenção dos investidores aos anúncios de recompra, como consequência da racionalidade limitada (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974).

A pesquisa está organizada em cinco seções, sendo esta introdução a primeira delas. Na segunda seção, tem-se o referencial teórico, enquanto a terceira seção apresenta a metodologia. Na quarta seção, são expostos e analisados os resultados do estudo, enquanto a quinta e última seção expõe as considerações finais e limitações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Programas de recompra de ações e suas motivações

A recompra de ações consiste no ato de uma empresa adquirir ações de emissão própria. Prevista desde a promulgação da Lei das Sociedades por Ações - Lei n. 6.404, de 15

de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976), o uso de programas de recompra por companhias brasileiras se difundiu durante a crise asiática, que derrubou as bolsas mundiais em 1997, sendo registrada redução de 42% no valor de mercado de companhias participantes da bolsa brasileira. Para trazerem seus papéis a um nível próximo do valor patrimonial e passarem segurança aos acionistas, muitas companhias empregaram programas de recompra (MOREIRA, 2000).

De maneira geral, algumas justificativas podem ser dadas para a adoção desta estratégia pelas empresas. Por exemplo, ao surgirem como opção ao pagamento de dividendos (MODIGLIANI; MILLER, 1958), programas de recompra permitem flexibilizar a remuneração ao acionista em casos onde os dividendos são tributados acima da base dos ganhos de capital e há incentivo fiscal para a recompra. Isso não se aplica ao Brasil, que atualmente possui isenção de imposto sobre a renda para o investidor frente ao recebimento de dividendos. Os programas de recompra também permitem realizar ajustes na estrutura de capital das companhias (VERMAELEN, 1981).

A possibilidade da redução dos problemas de agência, conflitos de interesse entre gestores, acionistas e credores (JENSEN; MECKLING, 1976), pode ser outro fator relevante. Gabrielli e Saito (2004) relacionam a recompra com o problema de agência ao indicar que gestores podem ter incentivos pessoais para manter caixa em excesso, sendo a recompra de ações e a distribuição de dividendos formas de retornar os recursos em caixa aos acionistas, mitigando tal problema.

Por fim, a motivação mais popular é a sinalização quanto ao valor da empresa. Segundo Moreira (2000), existe uma assimetria informacional entre gestores e investidores, em que os gestores naturalmente são melhores informados do que o mercado. Quando sinalizam que as ações estão desvalorizadas o bastante para se utilizar caixa para adquiri-las, isso é visto pelo mercado como um sinal positivo quanto às perspectivas futuras da empresa (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 1992; HOWE; HE; KAO, 1992), como uma percepção de

melhorias operacionais, ou como a identificação de desvalorização excessiva dos papéis na opinião dos gestores (IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995; BRESSANE, 2015).

A hipótese é reforçada por muitos programas de recompra não serem efetivamente executados, pois a sinalização ao mercado funcionou tão bem que certas empresas nunca precisaram recomprar suas ações (GABRIELLI, 2003). Por outro lado, Anolick et al. (2021) sugeriram que esse efeito de sinalização, transmitido por programas de recompra, tende a ser mais forte em cenários de crescente incerteza, como incertezas político-econômicas e financeiras, uma vez que assimetrias informacionais e subprecificação tendem a aumentar. Steenkamp e Wesson (2020) ilustraram esse argumento ao concluir que, em empresas listadas na bolsa de valores de Johannesburgo, o nível de recompra de ações atingiu um pico durante a recessão financeira dos anos de 2008 e 2009, mantendo-se a um nível mais baixo após a recessão.

2.2 A Hipótese dos Mercados Eficientes

A discussão relativa à eficiência dos mercados financeiros começou a ganhar destaque no início do século XX. Nesse sentido, Keynes (1923) afirmou que os investidores são recompensados não por saberem mais do que o mercado sobre o que ocorrerá no futuro, mas por arriscarem. Posteriormente, Friedman (1953) argumentou que, graças às oportunidades de arbitragem, alguns agentes racionais seriam suficientes para contrabalançar possíveis distorções causadas por agentes irracionais.

A partir destas e de posteriores contribuições, Fama (1970) elaborou a definição mais aceita de mercados eficientes: mercados onde os preços refletem completamente as informações disponíveis. Desta forma, a Hipótese dos Mercados Eficientes indica não ser possível obter ganhos anormais através de estratégias de negociação baseadas apenas em informações já disponíveis aos mercados. Sewell (2007) propôs, então, que os investidores alcançariam melhor desempenho mantendo uma gestão de carteira

passiva, já que a negociação (gestão ativa) apenas produziria desperdícios, não sendo capaz de superar o mercado.

Na construção de sua hipótese, Fama (1970) afirmou que existem condições suficientes, mas não necessárias, para a eficiência do mercado: os investidores são tidos como racionais; se alguns investidores não são racionais, sua participação é tomada como aleatória, não produzindo efeitos nos preços de mercado; e, à medida que esses investidores irracionais o são de maneira similar entre si, a presença de uma maioria de agentes racionais no mercado elimina sua influência nos preços.

Fama (1970) ainda argumentou que a eficiência de mercado pode assumir três formas: fraca, semiforte e forte. Na forma fraca, o mercado incorpora completamente as informações sobre preços históricos dos títulos, logo retornos passados não ajudam a prever retornos futuros. Na forma semiforte, os preços refletem o histórico de comportamento de um título e toda a informação pública relativa a ele, como dados financeiros, notícias da imprensa e fatos relevantes. Já na forma forte, inclui-se, além das características da eficiência semiforte, a existência de informações privadas, não publicadas, refletidas nos preços.

Ross et al. (2015) argumentaram que a forma fraca seria a menos exigente em termos de eficiência em um determinado mercado; se fosse possível obter lucros extraordinários através de cotações históricas, que são de fácil obtenção, todos os investidores o fariam e anulariam a possibilidade de lucros anormais. Em contrapartida, a forma semiforte exigiria dos investidores, além do comportamento histórico das ações, maior embasamento teórico que lhes permitisse analisar a fundo as companhias. Isso implica tempo e custos, o que pode limitar suas atuações (RABELO JUNIOR; IKEDA, 2004). Por fim, a forma forte é a forma mais restritiva, impedindo lucros extraordinários de qualquer forma, inclusive via informações privilegiadas por insiders (ROSS et al., 2015). Até mesmo Fama (1970) considerou que essa forma não representa a realidade, indicando-a como um benchmark para a classificação das variações do

mercado.

Neste contexto, destaca-se, para os fins desta pesquisa, que a construção do argumento da racionalidade dos investidores implica que, quando qualquer informação capaz de provocar alterações nos fundamentos de um ativo é revelada, os investidores deveriam reagir imediatamente, provocando alterações positivas ou negativas em seu valor de acordo com o teor da informação (ANACHE, 2008).

2.3 Ganhos persistentes e a atenção do investidor

De acordo com Fama (1970), um mercado de ações eficiente deveria reagir imediatamente a novas informações, e os preços se ajustariam prontamente às melhores estimativas de valores dos ativos. Contudo, evidências mostraram que os retornos anormais ao redor de uma nova informação se estendem além dos primeiros dias após seu anúncio (PEYER; VERMAELEN, 2009). Uma explicação em potencial está nas finanças comportamentais, pela hipótese da atenção limitada dos investidores (BARBER; ODEAN, 2008; DELLAVIGNA; POLLET, 2009; HIRSHLEIFER; LIM; TEOH, 2009).

A atenção é um recurso escasso para os investidores, e ativos mais conhecidos e divulgados nos diversos meios de comunicação são mais propensos a atrair a atenção destes indivíduos, enquanto ativos pouco negociados e divulgados costumam ser ignorados (CHENG et al., 2015). Segundo Corwin e Coughenour (2006), os analistas de investimentos empregam maior esforço nas análises de ações mais conhecidas, enquanto Barber e Odean (2008) afirmaram que os investidores são mais propensos a comprar do que vender ações que atraem maior atenção do mercado.

A hipótese da atenção limitada dos investidores e sua repercussão na fraca resposta dos ativos às informações começou a ser desenvolvida como uma maneira para explicar algumas anomalias existentes nos mercados, como os ganhos persistentes. Conforme Peng, Xiong e Bollerslev (2007), a desatenção dos investidores quanto a novas informações afeta

diretamente a velocidade com que os preços dos ativos reagem; ainda, argumentaram que a atenção é dividida entre o mercado em geral e notícias específicas das empresas. Em períodos de incerteza, os indivíduos tendem a dar maior atenção aos fatos que são noticiados. Em consonância com os autores, Cohen e Frazzini (2008) acrescentaram que o atraso do mercado em incorporar notícias sobre o desempenho das companhias viabilizaria a possibilidade de prever o movimento dos preços dos ativos.

Ao verificar a reação dos investidores às variadas formas de comunicação entre companhias e mercado, Hirshleifer (2001) percebeu que os investidores, com sua atenção limitada, não conseguiram processar informações prontamente e atualizar suas crenças sobre determinado ativo, o que poderia explicar o atraso na reação das ações a notícias corporativas. Posteriormente, Hirshleifer, Lim e Teoh (2009) constataram que existem no mercado dias com grande veiculação de notícias corporativas e outros com fraco noticiário, apontando evidências de que os retornos anormais são menores em dias nos quais são veiculadas muitas notícias. Assim, os investidores teriam capacidade limitada de processar novas informações e se distrairiam facilmente devido ao grande número de informações divulgadas em um único dia.

Em seu estudo, Dellavigna e Pollet (2009) apontaram que a resposta imediata dos investidores é 15% mais fraca para novas informações divulgadas na sexta-feira, e que os retornos anormais dos ativos têm uma demora 70% maior para se manifestarem no mercado em anúncios realizados na sexta-feira. Segundo os autores, isso pode ser explicado pelo fato de que as pessoas ficam mais distraídas quando o final de semana se aproxima. Os autores Louis e Sun (2010) também demonstraram uma resposta mais fraca do mercado a anúncios de fusão e aquisição divulgados na sexta-feira.

Quanto ao turnover dos ativos e a atenção dos investidores, Loh (2010) percebeu que o valor de ações com alto volume de negociação (alto turnover) reage de maneira mais forte na janela temporal próxima de um anúncio

corporativo. O autor ainda apontou que os retornos anormais que se estendem após a divulgação de uma notícia são quase duas vezes maiores para ativos de baixo turnover do que para ativos de alto turnover. Este resultado indica que ações menos negociadas tendem a atrair menos atenção e, conseqüentemente, apresentam fraca reação aos anúncios.

Resultados análogos foram encontrados por Cheng et al. (2015) para os anúncios de recompra de ações. Assim, os autores argumentaram que companhias de baixa turnover apresentam uma reação mais fraca aos anúncios de recompra do que companhias de alto turnover. Percebeu-se, também, que as empresas com baixo turnover experimentam maiores retornos anormais positivos no longo prazo após os anúncios, mostrando que os retornos anormais persistem por um bom tempo para essas companhias.

A reação dos investidores em relação aos programas de recompra acaba por afetar a decisão das companhias em efetivamente recomprar as ações. Nesse sentido, Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (2000) sugeriram que o aumento repentino dos preços pós-anúncio (alta reação) resultaria num menor número de ações recompradas pelas empresas; caso os preços não reagissem excessivamente ao anúncio de recompra, as companhias optariam por adquirir uma quantidade maior de ações devido aos preços continuarem em uma faixa atrativa. Cheng et al. (2015) argumentam que os gestores das companhias devem continuar a comprar ações da própria empresa até que as mesmas alcancem um nível compatível com seu valor intrínseco.

3 METODOLOGIA

De forma a atender o objetivo da pesquisa, adotou-se a metodologia de Estudo de Eventos, a qual foi popularizada por Brown e Warner (1980) e Fama (1991) para analisar eventos no mercado financeiro, como a distribuição de dividendos e noticiários corporativos. Neste segundo caso, a metodologia permite identificar se o mercado é eficiente ao avaliar se os preços das ações se ajustam às novas informações.

Pelo Estudo de Eventos, o pesquisador estima os retornos anormais dos preços das ações em dias próximos ao evento a ser estudado, isto é, verifica se os ativos apresentam comportamento diferente do esperado na janela de ocorrência de determinado fato (BROWN; WARNER, 1980).

Segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), a construção de um estudo de eventos tem como procedimentos gerais: definir o evento a ser estudado e a janela do evento; definir as empresas relevantes a serem incluídas no evento e agrupá-las por diferentes características (no caso, o turnover); definir a janela de estimação e medir o retorno esperado da companhia sem o impacto do evento, através de um modelo de mercado; calcular o retorno anormal da empresa, pela diferença do retorno durante a janela do evento e do retorno do período de estimação ajustado pelo modelo de mercado; e, por fim, agregar os retornos anormais e testar as hipóteses.

Definiu-se como evento os anúncios de recompra de ações divulgados ao mercado por companhias de capital aberto listadas na bolsa brasileira. Especificamente, foi estabelecido como data do evento (data zero ou $t=0$) a data de aprovação da recompra de ações pela Reunião do Conselho de Administração (RCA), divulgada ao mercado e especificando as condições da recompra. Por exigência da CVM do Brasil, a ata desta reunião deve ser publicada no dia da ocorrência da mesma, sendo mais precisa que a da divulgação do Fato Relevante, que, em alguns casos, não é divulgado no mesmo dia da RCA.

A partir da data zero, foi estabelecida a janela de evento para verificação dos retornos anormais imediatos após o anúncio da recompra, compreendendo 5 dias antes e 5 dias depois da data zero ($t-5$; $t+5$), para contemplar a possibilidade de ter ocorrido algum vazamento de informações sobre o resultado da aprovação da recompra (GABRIELLI; SAITO, 2004; CHENG et al., 2015). Quanto à janela de estimação (pré-evento), considerou-se 65 pregões anteriores à data do evento ($t-65$). Para a janela pós-evento, onde se avaliou a existência de retornos anormais após o evento, definiu-se também 65 pregões ($t+65$), para avaliar o efeito sobre os

preços após o anúncio da recompra.

Os dados relativos à cotação de ações foram obtidos no software Economatica, enquanto as informações sobre recompra de ações foram encontradas no Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais da Bolsa de Valores Brasileira (B3), registrado na CVM. A amostra foi composta por empresas que negociaram ações na B3 e que divulgaram anúncios de recompra de ações no período de 2008 a 2014, compreendendo 381 programas de recompra de ações que atenderam aos requisitos mínimos estipulados na pesquisa (ações negociadas, no mínimo, em 90% dos pregões no período; apresentaram boa liquidez; o programa de recompra não foi interrompido por fatores além da vontade da companhia, como fechamento de capital ou interrupção dos negócios pela CVM; e eram empresas domiciliadas no Brasil).

Em relação aos retornos das ações analisadas, os retornos observados foram coletados diretamente do Economatica, representando a variação de um ativo entre um pregão e outro e estimados a partir das cotações médias dos ativos no período, que refletem melhor o desempenho da ação no dia (GABRIELLI; SAITO, 2004). Quanto aos retornos normais e anormais, utilizou-se o modelo estatístico denominado modelo de mercado para a mensuração dos retornos normais esperados das ações, seguindo Campbell, Lo e MacKinlay (1997). Consequentemente, o retorno anormal foi calculado para cada ação com base na diferença entre os retornos observados e os esperados. Para medir os retornos anormais na janela de evento e na janela pós-evento, foi calculado o Retorno Anormal Acumulado, representando a soma simples de todos os retornos anormais observados na janela pesquisada, estando em linha com Campbell, Lo e Mackinlay (1997), que trataram da necessidade de agregar os retornos anormais.

Após a estimação dos retornos, partiu-se para a mensuração da atenção dos investidores. Foram utilizados quatro principais procedimentos de estimação. O primeiro deles foi o Indicador de Atenção do Investidor (IAI), que consistiu

no turnover das ações da companhia, medido pela divisão do número de ações negociadas no dia pelo número total de ações em circulação, metodologia adaptada de Loh (2010). A partir deste indicador, foi calculada a média do turnover da ação no período especificado, resultando no turnover da empresa no momento do programa de recompra. As empresas que anunciaram recompras foram então divididas nos grupos high e low, de acordo com o turnover de suas ações, permitindo identificar quais empresas detinham mais atenção dos investidores (high) e quais atraíam pouca atenção dos mesmos (low).

O segundo indicador foi o de Retornos Anormais Acumulados de Anúncio de Recompra (RAAR), consistindo no resultado do somatório dos retornos anormais observados especificamente na janela do evento (LOUIS; SUN, 2010; CHENG et al., 2015). Deste indicador, deriva a primeira hipótese de pesquisa levantada para verificar a relação da atenção do investidor e a reação imediata dos preços dos ativos em função da ocorrência do evento: espera-se que as ações de alto turnover apresentem um RAAR maior que as ações de baixo turnover.

Já o terceiro indicador foi o de Retornos Anormais Persistentes Após Anúncio (RPAA), representando o retorno anormal acumulado da ação após o final da janela do evento (t+6) até 65 dias depois. Com este indicador, é possível responder ao problema de pesquisa, e deriva-se a segunda hipótese do estudo: espera-se que ações de baixo turnover apresentem retornos anormais persistentes maiores que ações de alto turnover.

Na sequência, tem-se o Coeficiente de Sub-reação (CS), representando o grau de sub-reação dos investidores ao anúncio da recompra, sendo calculado como o valor do RAAR dividido pela soma de RAAR e RPAA. Este indicador foi criado por Cohen e Frazzini (2008) e representa numericamente (em valores entre 0 e 1) o grau de sub-reação ao anúncio de recompra. Ao final, também foi analisado o percentual de ações efetivamente recompradas (PER) pelas empresas high e low.

Para a avaliação dos resultados encontrados, foram aplicados testes de

normalidade e calculadas as estatísticas descritivas. Tanto no RAAR quanto no RPAA, utilizou-se o teste t para amostras únicas e para amostras independentes, e o teste U de Mann-Whitney, sendo os dois últimos aplicados para comparar as diferenças das médias e medianas entre os grupos high e low, em que p-valores inferiores a 0,10 rejeitam a hipótese nula de não existência de diferenças significativas entre os dois grupos. Quanto à hipótese de atenção, esta foi avaliada pela média de cada grupo da amostra.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados se inicia pela descrição da amostra estudada. Cabe ressaltar que, ao todo, 381 programas de recompra foram analisados, entre 2008 e 2014. No período, o ano de 2008 concentrou o maior número de anúncios de programas de recompra: foram 77 anúncios, cerca de 20,21% dos programas da amostra. Dentre os anos analisados, 2008 foi justamente o ano onde o Índice Bovespa apresentou a maior queda, de 41%, em decorrência da bolha imobiliária americana que refletiu nas economias globais. Isso mostra aderência com a teoria de sinalização de Vermaelen (1981) e reforça o encontrado por Steenkamp e Wesson (2020), indicando que as companhias utilizam programas de recompra para sinalizarem confiança no futuro da empresa e indicarem ao mercado uma atratividade no preço de suas ações.

O total de 381 programas de recompra da amostra foram divulgados por 122 empresas diferentes, correspondendo a 34,5% do total de companhias listadas na B3, em média, entre 2008 e 2014. Analisando essas 122 empresas, boa parte delas (29,5%) fez apenas um anúncio de recompra, enquanto 23,77% anunciaram dois programas de recompra no período. Dentre as companhias que mais anunciaram programas de recompra, destacam-se a Companhia Siderúrgica Nacional, que finalizou 15 programas de recompra entre 2008 e 2014; a Bradespar, com total de 14 programas de recompra; e, por fim, o Banco Bradesco, com 11 programas

de recompra finalizados. Uma evidência que surgiu dos dados foi que este grupo, composto pelas três empresas que mais anunciaram programas de recompra, recomprou efetivamente, em média, apenas 17,70% do total de ações anunciadas como intenção de recompra. Tal percentual está bem abaixo da média geral observada na amostra, que foi de 44,67%.

Esse resultado sugere que a realização constante e numerosa de programas de recompra por uma companhia não implica, necessariamente, em um maior percentual de ações adquiridas por ela. Bonaimé (2012) identificou, nos programas de recompra estadunidenses, um efeito reputacional: empresas com baixas taxas de aquisição efetiva dos programas de recompra apresentavam menores retornos anormais, sugerindo que os investidores têm a tendência de ignorar programas de recompra de ações de companhias que historicamente adquirem poucas ações.

Ainda, ao se observar a média geral efetivamente recomprada da amostra, que foi de 44,67% do montante divulgado ao mercado, tem-se um valor próximo do identificado por Bressane (2015) no mercado brasileiro entre 2007 e 2015, que revelou um percentual de aquisição de 39,9%. Os autores evidenciaram o baixo índice de aquisição de ações na bolsa brasileira em relação a outros mercados: o número é inferior ao apresentado por Cheng et al. (2015) na bolsa de valores de Taiwan (de 66,5%) e no mercado americano, estimado em 75% segundo Stephens e Weisbach (1998). Ainda assim, a realidade brasileira supera os índices encontrados por Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (2000) no mercado canadense, onde apenas 29% do total de intenção de recompra anunciado foi efetivamente adquirido no mercado.

Na sequência, de forma a atender o primeiro objetivo específico do estudo, a amostra foi segregada, com base em seu valor de turnover, em dois grupos: o grupo de ações que atraem pouca atenção por parte dos investidores (low) e aquelas que atraem maior atenção (high). Na Tabela 1, são expostas as estatísticas descritivas para o turnover da amostra.

Tabela 1 - Turnover da amostra

Turnover	Média	Mínimo	Máximo	Desv-pad	Mediana
	0,47%	0,00%	4,68%	0,56%	0,32%
Quartis	Mínimo	1º Q	2º Q	3º Q	Máx.
	0,00%	0,17%	0,32%	0,59%	4,68%

Nota: Desv-pad=desvio-padrão. Q=quartil.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

O cálculo do turnover evidenciou que as empresas da amostra tiveram, em média, negociações sobre 0,47% do total de suas ações em circulação durante os pregões subsequentes ao anúncio do programa de recompra. O cálculo da mediana indicou um turnover de 0,32%, valor utilizado para segregar a amostra entre high e low: 190 programas foram classificados como high, enquanto 191 se encaixaram como low. Ademais, o turnover mínimo encontrado foi inferior a 0,01%, enquanto o máximo foi de 4,68%, permitindo visualizar que o valor máximo obtido se afastou mais de 4 pontos percentuais em relação à mediana.

Com os dois grupos definidos (low e high), foram realizados os cálculos dos retornos anormais (RA) médios ao redor da janela do evento (t-5, t+5). Na Tabela 2, é possível visualizar o RA para os dois grupos, assim como as significâncias do teste t para amostras únicas, do teste t para amostras independentes e do teste U de Mann-Whitney em cada dia da janela do evento.

Tabela 2 - Teste de significância para retornos anormais

Data	RA (1)		Teste t (2)			Mann-Whitney (3)		
	Low	t-value	High	t-value	t-value	p	t-value	p
-5	-0,05%	-0,335	-0,07%	-0,456	0,102	0,919	-0,173	0,863
-4	0,00%	0,010	0,01%	0,079	-0,045	0,964	-0,234	0,815
-3	-0,22%	-1,451	-0,13%	-0,855	-0,434	0,665	-0,217	0,828
-2	-0,07%	0,017	0,02%*	0,135	-0,400	0,689	0,355	0,723
-1	-0,09%	-0,001	0,12%	0,741	-0,895	0,372	-0,835	0,404
0	0,15%	1,074	0,22%	1,372	-0,293	0,769	-0,206	0,837
+1	0,94%***	5,158	0,72%***	4,305	0,886	0,376	1,155	0,248
+2	0,18%	1,060	0,04%	0,326	0,6637	0,507	0,058	0,954
+3	0,31%**	1,192	0,35%	1,685	-0,148	0,883	0,472	0,637
+4	-0,21%	-1,292	0,27%*	1,963	-2,250**	0,025	-1,661*	0,097
+5	0,18%	1,208	0,07%	0,572	0,582	0,561	1,293	0,196

Nota: (1)RA apresenta os retornos anormais médios dos grupos observados em cada dia da janela do evento, com os valores de significância obtidos através de teste t para amostras únicas. (2) Teste t para comparação entre duas amostras independentes (low e high), evidenciando diferenças significativas entre os grupos. (3)Teste não-paramétrico U de Mann-Whitney, comparando as medianas encontradas em cada grupo. p=significância estatística dos testes. *** significativo a 1%; ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Pelo teste t para amostras únicas, verificou-se que não há significância estatística em todos os dias que compõem a janela de evento estipulada. Especificamente na data posterior à ocorrência do evento (t+1), observou-se relevantes retornos anormais positivos em ambos os grupos, sendo de 0,94% para o grupo low e 0,72% para o grupo high, ambos com significância estatística a 1%. Isso corrobora com Vermaelen (1981), Comment e Jarrell (1991) e Gabrielli e Saito (2004) sobre retornos anormais após o anúncio de programas de recompra ao mercado, sinalizando que um evento desta natureza tem efeito positivo sobre os investidores. Os resultados dos testes t para amostras independentes e U Mann-Whitney, que visaram comparar os retornos anormais observados nos grupos de baixa e alta atenção, apresentaram resultados estatisticamente significativos apenas para a data (t+4), indicando que, nesta data, há diferença nas médias e medianas dos retornos anormais para os dois grupos.

Na análise dos retornos acumulados (RAAR) em relação aos dois grupos, o teste t para amostras únicas foi aplicado sobre os retornos anormais acumulados na janela do evento (t-5; t+5) para cada grupo. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 - Resultados do RAAR por grupo da amostra

Grupo	RAAR (t-5, t+5)	N	t-value	p
Low	1,13% (***)	191	3,142	0,003
High	1,62% (*)	190	1,731	0,085
Amostra Total	1,38% (***)	381	2,777	0,006

Nota: *** significativo a 1%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Verifica-se que ambos os grupos apresentaram retornos anormais acumulados positivos: o grupo low obteve RAAR de 1,13%, ao nível de significância de 1%, menores que os observados para o grupo high, de 1,62%, com significância de 10%. Porém, ao se analisar as diferenças entre os grupos através do teste t de amostras independentes e do teste U Mann-Whitney, apresentados na Tabela 4, os resultados foram não significativos, não permitindo concluir que a atenção dos investidores seja uma explicação para a precificação mais imediata das ações de alto turnover no mercado

brasileiro. Mesmo não apresentando significância estatística, os resultados evidenciados estão no mesmo sentido dos achados de Loh (2010) e Louis e Sun (2010), apontando que a reação imediata dos investidores é maior para empresas de alto turnover, já que essas recebem maior atenção.

Tabela 4 - Teste t de amostras independentes e de Mann-Whitney para RAAR

	Teste T (amostras independentes)				Teste Mann-Whitney				
	Média Low	Média High	t-value	p	RSL	RSH	U	Z	p
RAAR (Low) vs. RAAR (High)	0,011	0,016	-0,562	0,574	37111,5	35659,5	17514,5	0,586	0,558

Nota: RSL=Rank Sum Low; RSH=Rank Sum High.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Quanto aos Retornos Anormais Persistentes Após Anúncio (RPAA), medidos para a janela pós-evento (t+6, t+65), também foi aplicado o teste t para amostras únicas, cujos resultados são expostos na Tabela 5.

Tabela 5 - Resultados do RPAA por grupo da amostra

Grupo	RPAA (t+6, t+65)	N	t-value	p
Low	3,35% (**)	191	2,010	0,046
High	2,26%	190	1,558	0,121
Amostra Total	2,81% (**)	381	2,542	0,011

Nota: ** significativo a 5%.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

É possível perceber que as empresas que detêm pouca atenção apresentaram retornos persistentes maiores que o grupo de ações de alto turnover, o que é acentuado principalmente nos quinze primeiros pregões após o anúncio da recompra. Para o grupo de baixa atenção, observou-se RPAA médio de 3,35%, significativo à 5%, enquanto a média para o grupo de alta atenção foi de 2,26%, porém sem apresentar nível de significância. Testes não-paramétricos, cujos resultados são visualizados na Tabela 6, não retornaram diferenças significativas entre as médias dos dois grupos, não sendo possível afirmar que os ganhos persistentes são maiores para o grupo de baixa atenção do que para o grupo de alta atenção.

Tabela 6 - Teste t de amostras independentes e de Mann-Whitney para RPAA

	Teste T (amostras independentes)				Teste Mann-Whitney				
	Média Low	Média High	t-value	p	RSL	RSH	U	Z	p
RPAA (Low) vs. RPAA (High)	0,034	0,023	-0,495	0,621	37024,5	35746,5	17601,5	0,505	0,613

Nota: RSL=Rank Sum Low; RSH=Rank Sum High.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Apesar dos resultados apontarem sua rejeição, a hipótese da atenção limitada não pode ser totalmente descartada para explicar a existência de ganhos anormais persistentes: os investidores têm um tempo escasso e recursos limitados para processar as informações veiculadas ao mercado. Desta forma, tendem a ignorar grande parte da informação comunicada, incluindo neste rol as divulgações sobre programas de recompra de ações. Assim, há uma sub-reação frente ao novo fato

sobre a empresa, acarretando retornos anormais que persistem mesmo após a ocorrência do evento (VERMAELEN, 1981; IKENBERRY; LAKONISHOK; VERMAELEN, 1995).

Na sequência, o Coeficiente de Sub-reação (CS) permitiu avaliar a forma como os ganhos anormais após anúncios de recompra se manifestaram nos preços das ações, imediatamente ou com atraso em relação à data do anúncio. Os resultados são apresentados na Tabela 7.

Tabela 7 - Coeficiente de Sub-reação da amostra

Indicadores	TOTAL	Low	High
RAAR (t-5, t+5)	1,37% (**)	1,13% (*)	1,62% (**)
RPAA (t+6, t+65)	2,80% (**)	3,35% (**)	2,26%
Sub-reação	33%	25%	42%

Nota: ** significativo a 5%; * significativo a 10%.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Os resultados demonstraram que o CS para o grupo high foi de 42%, indicando que 42% de todos os retornos anormais observados em média no grupo manifestaram-se na janela do evento, ou seja, foram ganhos imediatos, enquanto o restante dos ganhos ocorreu após a janela do evento, sendo ganhos persistentes. Ao analisar o grupo de baixa atenção (low), o CS foi de 25%, indicando ganhos imediatos consideravelmente menores do que o grupo de alta atenção. Isso demonstra que os ganhos persistentes foram bastante superiores quando comparados ao grupo high. Com este resultado, é possível argumentar que a atenção limitada dos investidores explicaria a existência de ganhos anormais que persistem após um anúncio de recompra, tal como Castro e Yoshinaga (2019) sugeriram para uma amostra de empresas brasileiras.

Todavia, cabe ressaltar que os valores das diferenças encontradas quanto aos retornos imediatos e persistentes entre os grupos low e high não apresentaram significância estatística, impedindo validar esta hipótese e generalizar para o mercado como um todo. Mesmo sem resultados estatisticamente significativos, as estatísticas descritivas referentes ao Coeficiente de Sub-reação estão de acordo com literatura anterior, como Cheng et al. (2015) e Cohen e Frazzini (2008). Tais autores consideraram que, devido à atenção limitada dos investidores, é de se esperar que ambos os grupos apresentem ganhos anormais após a janela do evento; porém, que aquele considerado de baixa atenção apresente menor reação imediata ao anúncio e retornos anormais persistentes maiores.

Por fim, foram analisadas as diferenças entre os percentuais efetivamente recomprados (PER) pelas empresas. Os resultados apontaram que os programas com baixo índice de aquisição (quartil inferior – até 25%) são liderados pelo grupo de alta atenção; já os programas com alto índice de aquisição (quartil superior – de 75% a 100%) são liderados pelo grupo de baixa atenção. O teste U de Mann-Whitney foi aplicado para confirmar a diferença entre as médias dos grupos, e os resultados obtidos são apresentados na Tabela 8. Com significância ao nível de 10%, o teste permite inferir que há diferenças entre as médias, sendo que o grupo de baixa atenção possui maiores percentuais de aquisição do que o grupo de alta atenção.

Tabela 8 - Teste de Mann-Whitney para os percentuais efetivamente recomprados (PER)

	Teste Mann-Whitney				
	Rank Sum Low	Rank Sum High	U	Z	P
PER (Low) vs. PER (High)	38413	34358	16213	1,797	0,072*

Nota: * significativo a 10%.

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Estas evidências sugerem aderência às hipóteses levantadas por Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (2000). Segundo os autores, se a atenção limitada dos investidores explica os retornos anormais persistentes no mercado, então grupos que detêm alta atenção dos investidores teriam um percentual adquirido menor do que o outro grupo, pois os preços seriam ajustados mais rapidamente, desencorajando as empresas high a efetivarem suas recompras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em suas pesquisas, Vermaelen (1981) e Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (1995) observaram a existência de retornos anormais positivos que se manifestavam no preço das ações imediatamente após anúncios de recompra e, também, posteriormente ao evento. Neste sentido, esta pesquisa buscou verificar se a hipótese da atenção limitada dos investidores poderia explicar a existência de ganhos persistentes após anúncios de recompra. Foram analisados anúncios de programas de recompra entre 2008 e 2014 divulgados pelas empresas de capital aberto no Brasil, sendo que, destes, 381 programas compuseram a amostra analisada, representando mais de dois terços de todos os anúncios de recompra divulgados através da CVM e B3.

A métrica utilizada para estipular quais ações detinham maior atenção dos investidores foi a medida de liquidez turnover, analogamente ao estudo de Loh (2010) e amparado às conclusões de Barber e Odean (2008), os quais afirmaram que este indicador fornece elementos para sustentar que, quanto maior o turnover das ações, mais atenção os investidores estão dedicando aos ativos. Os resultados apresentados através dos diversos indicadores estabelecidos na metodologia deste trabalho não permitem afirmar que existem diferenças entre os retornos anormais observados em ações de baixa atenção (baixo turnover) e de alta atenção (alto turnover), assim, a atenção dos investidores não é um determinante estatisticamente significativo

de ganhos persistentes após anúncios de recompra. Todavia, os resultados quanto ao percentual de ações efetivamente recompradas mostraram diferenças significativas entre os grupos low e high. Especificamente neste caso, segundo observações realizadas e as discussões apresentadas, o fato pode ser explicado pela atenção limitada dos investidores.

Os Estudos de Eventos apresentaram resultados que dificilmente podem ser generalizados; porém, os resultados encontrados na pesquisa, em linha com demais estudos que buscaram verificar se a atenção limitada dos investidores afeta a eficiência dos mercados, colaboram para aumentar o arcabouço de evidências que suportam esta hipótese. O estudo se destaca ao aplicar o Coeficiente de Sub-reação de Cohen e Frazzini (2008) ao contexto brasileiro, relevante estudo da literatura em finanças; além de demonstrar que, efetivamente, investidores brasileiros apresentam um certo nível de sub-reação em relação a acontecimentos importantes, tal como um anúncio de recompra de ações, característica que diverge das hipóteses da racionalidade dos investidores e dos mercados eficientes.

Como sugestão para estudos futuros, a metodologia pode ser utilizada com outros referenciais para estabelecer quais ativos atraem mais ou menos atenção dos investidores; neste estudo, foi utilizado o turnover, porém trabalhos futuros podem utilizar o grau de evidenciação de cada ação na mídia ou mesmo a ferramenta Google trends. Ainda, sugere-se o uso de modelos de precificação mais avançados que o modelo de mercado e a ampliação do período analisado no estudo de eventos.

Quanto às limitações da pesquisa, pode-se destacar que o modelo proposto ignora a coexistência de outros eventos que possam influenciar nos preços. Assim, quando são estimados os retornos anormais ao redor da janela do evento ou até mesmo após este, foram ignorados outros fatores que possam ter influenciado os preços, como noticiário corporativo positivo ou negativo, divulgações de resultados, efeitos macroeconômicos, dentre outros. Outro fator limitador foram

os rígidos critérios estipulados para filtrar somente empresas que apresentassem liquidez suficiente para análise, diminuindo sensivelmente a amostra ao eliminar quase 30% do total de programas de recompra encontrados no mercado de ações brasileiro quando da realização da coleta de dados.

REFERÊNCIAS

AGNEW, J. R.; SZYKMAN, L. R. Asset allocation and information overload: The influence of information display, asset choice, and investor experience. **The Journal of Behavioral Finance**, v. 6, n. 2, p. 57-70, 2005.

ANACHE, M. C. A. **Finanças comportamentais: uma avaliação crítica da moderna teoria de finanças**. 148 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2008.

ANOLICK, N. et al. Time for gift giving: Abnormal share repurchase returns and uncertainty. **Journal of Corporate Finance**, v. 66, 101787, feb. 2021.

BARBER, B. M.; ODEAN, T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. **Review of Financial Studies**, v. 21, n. 2, p. 785-818, 2008.

BONAIMÉ, A. A. Repurchases, reputation, and returns. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 47, n. 2, p. 469-491, 2012.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>. Acesso em: 08 ago. 2021.

BRESSANE, B. P. **A análise da relação dos programas de recompra de ações, comportamento dos insiders e governança corporativa no Brasil**. 97 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 3, p. 205-258, 1980.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The Econometrics of Financial Markets**. Princeton: Princeton University Press, 1997.

CASTRO, F. H.; YOSHINAGA, C. A sub-reação a recompras de ações no mercado aberto. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 80, p. 172-185, 2019.

CHENG, L. et al. Investor Inattention and under-reaction to repurchase announcements. **Journal of Behavioral Finance**, v. 16, n. 3, p. 267-277, 2015.

COHEN, L.; FRAZZINI, A. Economic links and predictable returns. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1977-2011, 2008.

COMMENT, R.; JARRELL, G. A. The relative signalling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1243-1271, 1991.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 3d. ed. Massachusetts: Addison Wesley Publishing Company, 1992.

CORWIN, S. A.; COUGHENOUR, J. F. Limited attention and the allocation of effort in securities trading. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 6, p. 3031-3067, 2008.

DELLAVIGNA, S.; POLLET, J. M. Investor inattention and friday earnings announcements. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 2, p. 709-749, 2009.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

FRIEDMAN, M. **Essays in positive economics**. Chicago: University of Chicago Press, 1953.

GABRIELLI, M. F. **Recompra de ações e retornos anormais: uma análise empírica de 1994 a 2002**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 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**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2001.

HIRSHLEIFER, D. The Investor psychology and asset pricing. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 4, p. 1533-1597, 2001.

HIRSHLEIFER, D.; LIM, S. S.; TEOH, S. H. Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 5, p. 2289-2325, 2009.

HOWE, K. M.; HE, J.; KAO, G. W. One-time cash flow announcements and free cash-flow theory: Share repurchases and special dividends. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 5, p. 1963-1975, 1992.

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

IKENBERRY, D.; LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 5, p. 2373-2397, 2000.

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

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. **Science**, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, 1974.

KOLARI, J. W.; PYNNONEN, S.; TUNCEZ, A. M. Further evidence on long-run abnormal returns after corporate events. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 81, p. 421-439, 2021.

LOH, R. K. Investor inattention and the underreaction to stock recommendations. **Financial Management**, v. 39, n. 3, p. 1223-1252, 2010.

LOUIS, H.; SUN, A. Investor inattention and the market reaction to merger announcements. **Management Science**, v. 56, n. 10, p. 1781-1793, 2010.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MOREIRA, L. F. **A recompra de ações na BOVESPA**. 81 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2000.

NASCIMENTO, S. F.; GALDI, F. C.; NOSSA, S. N. 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**, v. 12, n. 5, p. 98-121, 2011.

PENG, L.; XIONG, W.; BOLLERSLEV, T. Investor attention and time-varying comovements. **European Financial Management**, v. 13, n. 3, p. 394-422, 2007.

PEYER, U.; VERMAELEN, T. The nature and persistence of buyback anomalies. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 4, p. 1693-1745, 2009.

RABELO JUNIOR, T. S.; IKEDA, R. H. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 34, p. 97-107, 2004.

ROSS, S. A. et al. **Administração financeira**. 10a. ed. Porto Alegre: AMGH Editora, 2015.

SEWELL, M. **Behavioural finance**. University of Cambridge. 2007. Disponível em: <<http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>>. Acesso em: 09 ago. 2021.

STEENKAMP, G.; WESSON, N. Post-recession share repurchase behaviour by JSE-listed companies: transparent or not?. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 10, n. 3, p. 465-486, 2020.

STEPHAN, M. C. **Recompra de ações pelas empresas**. 108 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2000.

STEPHENS, C. P.; WEISBACH, M. S. Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 1, p. 313-333, 1998.

VERMAELEN, T. Common stock repurchases and market signaling: An empirical study. **Journal of Financial Economics**, v. 9, n. 2, p. 139-183, 1981.

YOOK, K. C. Long-run stock performance following stock repurchases. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 50, n. 3, p. 323-331, 2010.