

**Influência do Volume de Ações em Tesouraria no Desempenho Econômico Financeiro
de Empresas Brasileiras**

Cristian Baú Dal Magro

Universidade Regional de Blumenau - FURB

Tarcísio Pedro da Silva

Universidade Regional de Blumenau - FURB

Maurício Leite

Universidade Regional de Blumenau - FURB

Camila Freitas Sant'Ana

Universidade Regional de Blumenau - FURB

Resumo

As ações em tesouraria podem refletir no alcance de uma estrutura ótima de capital. Sob a perspectiva das teorias (*Trade Off*, *Pecking Order*) que abordam os aspectos relacionados a estrutura de capital, é preciso considerar as ações em tesouraria como um fator importante. Além disso, Brealey e Myers (2006) comentam que o gestor deve manter ações em tesouraria até que o valor marginal da liquidez seja igual ao valor do juro que foi perdido, gerando um equilíbrio entre os benefícios e os custos da liquidez, podendo refletir no desempenho econômico financeiro da organização. Diante do contexto exposto, o objetivo do estudo foi identificar a influência do volume de ações em tesouraria no desempenho econômico financeira de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2009 à 2013. Para tanto, o método do estudo caracteriza-se como descritivo, com abordagem quantitativa por meio de pesquisa documental. A amostra foi delimitada por dados não balanceados no qual foi composta de 86 empresas para o ano de 2009, 94 empresas para 2010, 97 empresas para 2011, 90 empresas para 2012 e 107 empresas para 2013, totalizando em 474 observações. Os resultados indicam que o maior volume de ações em tesouraria (ATE) tendem a influenciar em menor lucro por ação (LPA), em menor retorno sobre os ativos (ROA), em maior endividamento de longo prazo (ENDLP), em maior EBTIDA e em maior valor de mercado (VME). A recompra de ações pelas empresas brasileiras, no período analisado, oferece uma oportunidade para se estudar o impacto desse mecanismo sobre o desempenho econômico das organizações e, portanto, aferir se a recompra tem contribuição significativa para o entendimento desta prática. Dessa forma, esse estudo contribui para o entendimento do funcionamento do mercado de ações brasileiro.

Palavras chave: Desempenho econômico financeiro. Ações em Tesouraria. *Pecking Order*. *Trade Off*.

1 INTRODUÇÃO

O aporte para o contexto do desempenho econômico e financeiro ganhou ênfase após a publicação do trabalho de Modigliani e Miller (1958) que discutiram sobre o custo de capital, as finanças corporativas e a teoria do investimento, visando analisar o resultado de lucro, bem como sua maximização, fatores que impactam nas decisões que afetam o valor esperado pelos proprietários.

É amplamente reconhecido que o custo de capital não pode ser determinado sem que haja uma análise de como o mercado valoriza as ações da organização. No entanto, não há nenhum aparato teórico vinculado a valorização das ações para oportunidades de investimentos, pagamento de dividendos e estruturas de capital (Lerner & Carleton, 1964).

Os fundamentos teóricos das finanças corporativas seguiram vários caminhos distintos de evolução. Estes caminhos parecem estar cobertos em um corpo unificado de conhecimentos sobre o financiamento das organizações. Além disso, a tomada de decisão dos gestores deve estar delineada para obtenção da maximização do lucro. Portanto, o conceito de lucro é importante para a literatura de finanças corporativas (Archer & D'Ambrosio, 1967).

Assim, o conceito de lucro sugere que as ações que aumentam o bem estar de longo prazo da empresa, também irão aumentar o bem estar de longo prazo dos acionistas (Archer & D'Ambrosio, 1967). Posteriormente, Myers (1977) destaca a política de endividamento corporativo, vista para preencher a lacuna encontrada na teoria moderna de finanças notavelmente centrada no mercado de capitais, do qual no estudo do próprio Myers e Majluf (1984), o objeto da pesquisa enfatiza que a emissão de ações ordinárias pelas organizações trata-se de uma boa oportunidade para levantar dinheiro por meio de investidores e de outras formas de financiamento corporativo.

Nesta linha de pesquisa, Lang, Ofek e Stulz (1996) abordaram sobre a alavancagem e o crescimento econômico futuro da empresa, visto que afetam as políticas de investimento, o fluxo de caixa e as oportunidades do mercado de capitais para superar o endividamento. Esse delineamento literário foi considerado por Fama (1998), que destacou em sua pesquisa o tema da eficiência de mercado, discutindo o contexto das anomalias de retorno a longo prazo sob a perspectiva de oportunidade de retornos às organizações.

As ações mantidas em tesouraria é um fator que pode refletir no alcance de uma estrutura ótima de capital. Sob a perspectiva das teorias (*Trade Off*, *Pecking Order*) que abordam os aspectos relacionados a estrutura de capital, é preciso considerar as ações em tesouraria como um fator importante. Damodaran (2007) comenta que a ação em tesouraria é caracterizada pela variação de diluição, em que o número de ações é ajustado com o intuito de refletir as opções em circulação, mas, os retornos esperados do exercício são adicionados ao valor do patrimônio líquido. Assim, o indicador de retorno do patrimônio líquido pode ser influenciado pela variação da diluição das ações em tesouraria. Brealey e Myers (2006) comentam que o gestor deve manter ações em tesouraria até que o valor marginal da liquidez seja igual ao valor do juro que foi perdido, gerando um equilíbrio entre os benefícios e os custos da liquidez.

Diante do contexto apresentado, tem-se a seguinte questão para pesquisa: Qual a influência do volume de ações em tesouraria no desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras? Assim, para atingir a proposta de estudo tem-se o objetivo de identificar a influência do volume de ações em tesouraria no desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras.

O período de análise dessa pesquisa é de 5 anos, compreendidos entre os anos de 2009 a 2013, devido a disponibilidade das informações que dessem suporte ao estudo. Diversos estudos acerca de volume de ações em carteira e desempenho econômico-financeiro como

Roque e Cortez (2006), Costa e Garcias (2009), Bastos, Nakamura e Basso (2009), dentre outros, utilizaram como período de análise 5 anos sinalizando que este período é eficiente para dar suporte ao objetivo da pesquisa.

O estudo justifica-se por evidenciar a apresentação do constructo teórico sobre a influência do volume de ações em tesouraria no desempenho econômico financeiro das empresas brasileiras, cujo tema é abordado também nos estudos de Staub, Martins e Rodrigues (2002) e Castro Júnior e Yoshinaga (2013) que salientam que a recompra de ações está crescendo gradativamente no mercado de capitais como forma de administrar as distribuições de caixa.

A relevância do estudo está na influência que o volume das ações de recompra mantidas em tesouraria pode exercer sobre o desempenho das organizações do mercado de capitais brasileiro, uma vez que Marinho, Menezes, Lagioia, Filho e Lemos (2013) ressaltam que as decisões dos investidores impactam na elaboração da carteira, bem como nas avaliações de retorno, nos determinantes da estrutura de capital e também no crescimento da empresa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta revisão de literatura são abordados temas que embasam conceitualmente a problemática da pesquisa. Inicialmente são apresentadas informações acerca dos pressupostos teóricos do desempenho econômico financeiro, que é o interesse da pesquisa, seguido da discussão acerca das teorias de *Trade Off* e *Pecking Order* relacionando-as com as Ações em Tesouraria. As bases de busca de dados bibliográficos foram SPELL-*Scientific Periodicals Electronic Library*, Scopus-*Document Search*, Science Direct, Jstor e Portal da Capes.

2.1 Pressupostos Teóricos de *Trade Off* e *Pecking Order* para o Desempenho Econômico Financeiro

A estrutura de capital vem sendo estudada sob a perspectiva de duas correntes teóricas, *Trade Off* e *Pecking Order* (Myers, 1984). A teoria *Trade Off* preconiza que as organizações devem almejar uma estrutura de capital que maximize os benefícios e minimize os custos de endividamento (Myers, 1984). Vieira e Novo (2010) afirmam que o modelo *Trade Off* resultou da consideração do efeito fiscal decorrente do uso da dívida, combinado com o efeito dos custos de falência. A abordagem sustenta a ideia de que, se por um lado, o endividamento traz vantagens pelo benefício fiscal, por outro, traz custos relacionados com a falência.

Deste modo, o aspecto tributário é o principal benefício da dívida em relação ao patrimônio líquido, onde as despesas com juros são dedutíveis dos impostos, o que não ocorre com os fluxos de caixa do patrimônio líquido em forma de dividendos (David, Nakamura & Bastos, 2009). O benefício secundário do endividamento é a acurácia que os gestores precisam ter com a determinação de projetos, em que investimentos errôneos podem impedir o pagamento de juros (Damodaran, 2004).

No modelo *Trade Off*, os pagamentos de dividendos são ajustados às metas de remuneração, da mesma forma que buscam o melhor nível de endividamento. Assim, a redução no pagamento de dividendos é uma medida defensiva para os períodos de dificuldades financeiras (Myers, 1984). De acordo com Brealey e Myers (2006), cada empresa possui uma estrutura ótima de capital, em que as empresas com ativos tangíveis e mais lucrativas tendem a se financiar com dívidas, e as menos rentáveis com o patrimônio líquido.

A teoria *Pecking Order* esboça que existe uma ordem de preferência com relação às fontes de recursos financeiros, e as firmas financiam seus investimentos seguindo uma ordem hierárquica de recursos, sendo: recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, emissão de ações (Myers, 1984). Contudo, as empresas com maior rentabilidade tendem a

utilizar com menor proporção os recursos de terceiros, estabelecendo como meta o baixo endividamento (Brealy & Myers, 2006). O modelo *Pecking Order* não explica as razões que levam as empresas a pagar dividendos, mas quando o fazem, pode impactar na decisão (Myers, 1984) e David *et al.* (2009) consideram que dividendos devem ser pagos pelas empresas que possuem maior lucratividade.

Para Vieira e Novo (2010) a teoria que explica o comportamento das empresas em relação à sua estrutura de capital, é a Teoria da *Pecking Order*, a qual, indica que as organizações preferem em primeiro lugar, utilizar o autofinanciamento, só posteriormente recorrem ao financiamento externo e em última instância, ao aumento de capital. As empresas com elevada capacidade de gerar resultados têm baixos níveis de capital alheio, por não necessitarem recorrer à recursos externos. Por outro lado, empresas pouco lucrativas não possuem suficiência para fazer face aos investimentos, tendendo a emitir dívidas (Rajan & Zingales, 1995).

Griliches (1998) realizou um apanhado destacando os aspectos relacionados a mensuração das fontes de crescimento econômico, das taxas de mudança tecnológica, da posição competitiva entre as empresas e países, do dinamismo das estruturas industriais, com a finalidade de obter informações suficientes para suportar as análises econômicas dos retornos dos investimentos, baseado na utilização de indicadores econômicos.

Partindo deste pressuposto, a preocupação com o desempenho econômico financeiro das organizações foi tornando-se cada vez mais discutido entre os pesquisadores, *stakeholders* e *shareholders*. Na percepção de Perez Júnior e Begalli (1999) para medir a avaliação de desempenho, os principais instrumentos de análise são os indicadores e índices econômico-financeiros. Neste contexto, Matarazzo (2008, p. 148), salienta que “o índice é a relação entre contas ou grupo de contas das demonstrações financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa”.

Para Helfert (2000) os índices financeiros possibilitam a comparação dos dados de uma ou mais empresas, e também a realização de análises e julgamentos quanto ao passado, o presente e às expectativas das organizações. Assim, Fischmann e Zilber (2009), Ferreira e Macedo (2011) discorrem que para avaliar o desempenho econômico financeiro, faz-se necessário a aplicação de instrumentos, técnicas e métodos gerenciais, que estão cada vez mais presentes no processo da tomada de decisão.

Damodaran (1997) e Miltersteiner (2003), destacam que as demonstrações financeiras são o ponto de partida para as análises de desempenho das empresas e fornecem informações para grande parte dos investidores e analistas. Além disso, os indicadores levantados por meio dos dados divulgados através destas demonstrações e relatórios, contribuem para a estruturação e planejamento futuro da situação econômico-financeira das empresas.

A análise de métricas e indicadores de avaliação da eficiência das organizações, deve ser a base para fundamentar o processo de tomada de decisão no âmbito empresarial, do qual as informações produzidas são capazes de demonstrar a medida do desempenho econômico-financeiro atingido pela empresa e contribuir para o direcionamento das ações futuras do negócio (Borba, 2005; Macedo, Santos & Silva, 2009).

Para Yang (2012), os indicadores de desempenho financeiro refletem dados sobre o crescimento das vendas, a taxa de lucro, o retorno sobre o investimento e o patrimônio, bem como o lucro por ação, dados sobre a concentração e participação de mercado, informações sobre os produtos, medidas de qualidade dos produtos, eficácia do marketing, eficiência tecnológica, entre outros.

Conforme Callado, Callado e Almeida, (2007), a análise dos indicadores de desempenho econômico financeiro é de extrema importância para fundamentar e auxiliar no

processo de tomada de decisão. O estudo de Solomon e Dragomirescu (2010) relatou que para obter a eficácia na gestão financeira, torna-se necessário alcançar a previsão de desempenho econômico e financeiro, estabelecido, a partir da previsão do volume de negócios e das perspectivas de mercado da organização.

2.2 Teorias de *Trade Off* e *Pecking Order* e as Ações em Tesouraria

Estudos refletem o ante exposto e corroboram com a inferência de que as ações em tesouraria podem refletir no desempenho econômico financeiro das organizações. Melo, Tinoco e Yoshitake (2012) avaliaram os efeitos econômicos e financeiros das combinações de negócios e, apontaram que em relação ao retorno sobre o ativo, a empresa não conseguiu um desempenho na geração de lucros em relação aos recursos aplicados no seu ativo entre 2007 e 2008. A estratégia foi utilizada para alongar as dívidas, acarretando em um acréscimo nas despesas financeiras. O acréscimo foi causado pelas despesas de debêntures emitidas para compra de ações da própria companhia. Deste modo, percebe-se que o crescimento de ações em tesouraria pode influenciar no aumento das despesas financeiras que impactam no retorno sobre o ativo.

Nota-se que as ações em tesouraria estão diretamente relacionadas com as operações de recompra. De acordo com Staub *et al.* (2002) a permanência das ações em tesouraria é orientada por critérios estabelecidos pela legislação societária e provoca a retenção dos recursos relativos aos dividendos não distribuídos. A venda posterior pode acontecer quando a ação estiver valorizada capitalizando o valor das ações dos acionistas remanescentes, influenciando diretamente no lucro por ação (Schiffrin & Johnson, 1997).

Castro Júnior e Yoshinaga (2013) explicam que a instrução CVM N. 10/1980 tratou sobre recompra de ações de uma forma mais específica e a instrução CVM N. 268/1997 estabelece que cada empresa não pode manter em tesouraria ações que sejam de sua emissão, na quantidade superior a 10% de cada classe de ações, incluindo as mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas.

Staub *et al.* (2002) mencionam que a recompra das ações acontece por estarem subavaliadas e que nessa condição as ações são um bom investimento para os recursos disponíveis no caixa das organizações. Além disso, quanto à recompra, sugere-se que o mercado tenha uma reação positiva apresentando comportamento de alta nas ações. Assim, o anúncio de uma recompra de ações faz com que haja impulso sobre o desempenho organizacional. Nesta premissa, as ações mantidas em tesouraria podem, quando negociadas, afetar o desempenho organizacional.

O interesse das empresas pela aquisição de suas próprias ações pode ser explicado por diversos motivos, como o desejo de ajustar a estrutura de capital da empresa e a necessidade de reduzir o excesso de caixa como alternativa ao pagamento de dividendo ou sinalização para o mercado que é um dos motivos que leva as organizações a efetuar a recompra (Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen (2000). Além disso, a recompra de ações com permanência em tesouraria é frequentemente utilizada pelos gestores para aumentar o lucro por ação em períodos futuros (Grullon & Ikenberry, 2000).

Li (1998) realizou testes com um modelo multifatorial de precificação de ativos, em que os prêmios de risco que variam no tempo estão relacionados com as volatilidades condicionais do retorno de mercado e variáveis relacionadas a fatores econômicos. Os testes rejeitam a hipótese conjunta de que o modelo explica a variação transversal e intertemporal dos retornos esperados sobre as carteiras de tamanho ou setor. Outros testes sugerem que a rejeição encontrada pode ser atribuída à incapacidade do modelo em explicar o comportamento

dinâmico de retornos esperados em diferentes carteiras de tamanho ou sobre as carteiras cíclicas e não cíclicas do setor.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) analisaram os impactos causados sobre três variáveis (quantidade média, volume médio e preço médio de ações) depois da implementação do Nível 1 de Governança Corporativa, tendo em vista, a expectativa de que essas variáveis sofreriam aumento ou valorização significativos após a migração das empresas. Os resultados sugerem que não ocorreram mudanças na quantidade média, volume médio e preço médio das ações com a migração das empresas para o Nível 1 de Governança Corporativa.

Teixeira, Fortunato e Aquino (2004) estudaram a relação entre qualidade de comunicação e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. Os dois grupos foram analisados pelo desempenho das carteiras e pelas correlações entre transparência de informação e os indicadores contábeis e de mercado. Os resultados indicam que as empresas maiores e com melhor desempenho aproveitam para se beneficiar da vantagem trazida pela boa comunicação, percebida pelo mercado de capitais. Assim, sobre a transparência de informação no mercado de capital, inferem que empresas maiores, comunicam mais. Empresas grandes e com desempenho positivo têm maior capacidade de assumir os custos com o processo de comunicação, com o intuito de obterem benefícios.

Marinho *et al.* (2013) verificaram o processo de tomada de decisão do investidor na elaboração de uma carteira de ações, explicando quais indicadores financeiros e contábeis o investidor considera como determinantes na elaboração de uma carteira de ações. Os resultados demonstraram que os indicadores *dividend yield*, índice beta e lucro líquido possuem poder explicativo na avaliação de risco da carteira de ações pelo investidor. O acionista que opta por empresas com altos lucros, taxas de dividendos e índice beta está propenso a selecionar carteiras de investimentos com maior risco.

Castro Júnior e Yoshinaga (2013) examinaram o desempenho de longo prazo de ações das companhias abertas que fazem anúncios de programas de recompra dos próprios papéis. Apontaram que para um horizonte de três anos de investimento, o retorno anormal médio foi superior a 9% ao ano. Para empresas do tipo valor, o retorno anormal médio chegou a 17% ao ano. Assim, para as empresas do tipo valor, o mercado ignora uma sinalização oferecida pelos programas de recompra.

A recompra de ações vêm crescendo substancialmente nos mercados acionários e tem sido utilizada como meio de distribuição de caixa para acionistas em substituição ao pagamento de dividendos. A recompra de ações tem início quando uma empresa anuncia para o mercado a intenção em adquirir determinada quantidade de ações de sua própria emissão. Neste instante, a empresa está apta a comprar, assim como qualquer investidor as ações de sua própria emissão, até uma determinada quantidade e durante um determinado prazo. Estas ações recompradas são mantidas em tesouraria até serem recolocadas no mercado acionário (Gabielli & Saito, 2004).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para identificar a influência do volume de ações em tesouraria no desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. O aspecto descritivo é observado na discussão do desempenho das empresas, apresentando assim, uma descrição da amostra analisada. Conforme Gil (2011), a pesquisa descritiva tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população, fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis.

Em relação aos procedimentos, classifica-se como pesquisa documental por utilizar-se de informações constantes nas demonstrações contábeis das empresas. No entendimento de Cerro, Berviam e Silva (2007), a pesquisa documental ou bibliográfica busca explicar um problema baseado em referências teóricas, sejam elas oriundas de livros, artigos publicados, dissertações ou teses. Por fim, quanto ao método, o estudo classifica-se como quantitativo. Segundo Collis e Hussey (2005), esse método é mais objetivo, focado na mensuração de fenômenos, e para que isto ocorra a contento, usa-se de coleta de dados numéricos e aplicação de cálculos estatísticos.

3.1 População e amostra da pesquisa

A população da pesquisa compreendeu as companhias abertas brasileiras com dados disponíveis na base de dados Economática[®]. A amostra foi delineada considerando as empresas que dispunham das informações necessárias para operacionalização das variáveis em estudo. Assim, primeiramente foram excluídas as empresas que não continha informações sobre as variáveis dependentes Lucro por ação (LPA), Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), Retorno sobre o ativo (ROA), Margem líquida (ROS), Endividamento de curto prazo (ENDCP), Endividamento de longo prazo (ENDLP), EBTIDA e Valor de mercado (VME). Posteriormente, as empresas foram organizadas em ordem de ano 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013, e foi verificado que algumas não desenvolvem estratégias de manter ações em tesouraria (variável independente do estudo).

Deste modo, levando em consideração que o estudo é focado na premissa de que o volume de ações em tesouraria pode influenciar no desempenho das organizações, foi preciso excluir da amostra as empresas que não mantinham ações em tesouraria. Além disso, foi verificado que algumas empresas que não tinham ações em tesouraria no ano de 2009, tinham no ano de 2010 ou no ano de 2011 e assim sucessivamente. Para tanto, os dados são não balanceados em forma de painel e amostra ficou composta de 86 empresas para o ano de 2009, 94 empresas para 2010, 97 empresas para 2011, 90 empresas para 2012 e 107 empresas para 2013, totalizando em 474 observações.

3.2 Procedimentos de Coleta e Análise de Dados

Os dados relacionados aos indicadores econômico-financeiros das empresas foram coletados na base de dados Economática[®] para o período de 5 anos, sendo compreendidos entre os anos de 2009 a 2013. A coleta dos dados nesta base deu-se em julho de 2014 e as variáveis utilizadas estão demonstradas no Quadro 1 – Variáveis da pesquisa.

Quadro 1 – Variáveis da pesquisa

Tipo de Variáveis	Variáveis	Descrição	Autores
Independente	ATE	Log do volume de ações mantidas em tesouraria pelas empresas	Schifrin e Johson (1997); Grullon e Ikenberry (2000); Staub <i>et al.</i> (2002); Damodaran (2007); Melo <i>et al.</i> (2012); Castro Júnior e Yoshinaga (2013).
Dependentes	LPA	Log do Lucro por Ação	Schifrin e Johson (1997); Grullon e Ikenberry (2000); Staub <i>et al.</i> (2002).
	ROE	Lucro Líquido dividido pelo Patrimônio Líquido	Damodaran (2007); David <i>et al.</i> (2009); Melo <i>et al.</i> (2012).
	ROA	Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total	Damodaran (2007); David <i>et al.</i> (2009); Melo <i>et al.</i> (2012).
	ROS	Lucro Líquido dividido pelas Receita Operacional	Damodaran (2007); David <i>et al.</i> (2009); Melo <i>et al.</i> (2012).

		Líquida	
	ENDCP	Passivo Circulante dividido pelo Ativo Total	Damodaran (2007); David <i>et al.</i> (2009).
	ENDLP	Passivo Não Circulante dividido pelo Ativo Total	Damodaran (2007); David <i>et al.</i> (2009).
	EBTIDA	Log EBTIDA	David <i>et al.</i> (2009); Marinho <i>et al.</i> (2013).
	VME	Log do Valor de Mercado das empresas	Staub <i>et al.</i> (2002); Castro Júnior e Yoshinaga (2013).

Fonte: Dados da pesquisa.

A definição das variáveis utilizadas neste estudo procurou abranger aquelas que pudessem explicar a influência do volume de ações em tesouraria no desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras. Além disso, esse conjunto de variáveis representam de forma mais objetiva o retorno gerado para os investidores e o retorno sobre os ativos das empresas. Estes indicadores são dados contábeis disponíveis nas demonstrações financeiras padronizadas, o que permite o seu uso com maior segurança.

Para verificar o relacionamento entre as variáveis apresentadas no Quadro 1 e seu comportamento longitudinal (anual), o estudo empregou a técnica estatística de análise de regressão linear múltipla. Segundo Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009, p. 346), essa técnica evidencia “a relação entre um conjunto de variáveis explicativas métricas ou *dummies* e uma variável dependente métrica”. Para aplicar a técnica empregou-se o *software* SPSS versão 21.

Para verificar o comportamento longitudinal foram inseridas no modelo variáveis *dummy* para cada ano. Isso possibilita identificar os reflexos ocorrido nos períodos compreendidos pelo estudo. Portanto, o estudo não buscou apenas estabelecer a relação entre as variáveis, mas também analisá-las de um prisma longitudinal. Assim, o estudo compreende 5 períodos anuais que são: 1º Ano (A2009), 2º Ano (A2010), 3º Ano (A2011), 4º Ano (A2012) e 5º Ano (A2013). Para avaliar a influência do volume de ações em tesouraria no desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras e os reflexos dos períodos analisados, foram utilizados os seguintes modelos de regressão:

$$LPA = \beta_0 + \beta_1 ATE + \beta_2 A2010 + \beta_3 A2011 + \beta_4 A2012 + \beta_5 A2013 + \epsilon \quad (1)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 ATE + \beta_2 A2010 + \beta_3 A2011 + \beta_4 A2012 + \beta_5 A2013 + \epsilon \quad (2)$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 ATE + \beta_2 A2010 + \beta_3 A2011 + \beta_4 A2012 + \beta_5 A2013 + \epsilon \quad (3)$$

$$ROS = \beta_0 + \beta_1 ATE + \beta_2 A2010 + \beta_3 A2011 + \beta_4 A2012 + \beta_5 A2013 + \epsilon \quad (4)$$

$$ENDCP = \beta_0 + \beta_1 ATE + \beta_2 A2010 + \beta_3 A2011 + \beta_4 A2012 + \beta_5 A2013 + \epsilon \quad (5)$$

$$ENDLP = \beta_0 + \beta_1 ATE + \beta_2 A2010 + \beta_3 A2011 + \beta_4 A2012 + \beta_5 A2013 + \epsilon \quad (6)$$

$$EBTIDA = \beta_0 + \beta_1 ATE + \beta_2 A2010 + \beta_3 A2011 + \beta_4 A2012 + \beta_5 A2013 + \epsilon \quad (7)$$

$$VME = \beta_0 + \beta_1 ATE + \beta_2 A2010 + \beta_3 A2011 + \beta_4 A2012 + \beta_5 A2013 + \epsilon \quad (8)$$

Além disso, foi preciso estabelecer os pressupostos fundamentais da técnica de análise de regressão, sendo: aleatoriedade (*Durbin-Watson*), normalidade (*Shapiro-Wilk*), homocedasticidade (*Levene*). Para análise dos testes estatísticos utilizou-se nível de significância de 0,05 ($p < 0,05$), (Corrar, Paulo & Dias Filho, 2007; Fávero *et al.*, 2009).

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Os dados a seguir apresentados foram coletados e analisados a partir do que se estabeleceu nos procedimentos metodológicos e em conformidade com o objetivo proposto neste trabalho. Deste modo, antes de expor os resultados da regressão, destaca-se o atendimento aos pressupostos de aleatoriedade (*Durbin-Watson*), normalidade (*Shapiro-Wilk*) e homocedasticidade (*Levene*) para cada modelo de regressão, conforme Tabela 1 – Pressupostos para técnica de regressão dos modelos.

Tabela 1 – Pressupostos para técnica de regressão dos modelos

Pressupostos	Testes	Hipóteses
Aleatoriedade	(1) <i>Durbin-Watson</i> : Estatística DW = 2,0236 Valor-p = 0,9506; Autocorrelação dos resíduos = -0,0118	Inexiste autocorrelação de primeira ordem entre os resíduos
	(2) <i>Durbin-Watson</i> : Estatística DW = 1,9735 Valor-p = 0,6261; Autocorrelação dos resíduos = 0,0133	
	(3) <i>Durbin-Watson</i> : Estatística DW = 1,9454 Valor-p = 0,4268; Autocorrelação dos resíduos = 0,0273	
	(4) <i>Durbin-Watson</i> : Estatística DW = 2,0236 Valor-p = 0,9510; Autocorrelação dos resíduos = -0,0118	
	(5) <i>Durbin-Watson</i> : Estatística DW = 1,8295 Valor-p = 0,0390; Autocorrelação dos resíduos = 0,0852	
	(6) <i>Durbin-Watson</i> : Estatística DW = 1,9126 Valor-p = 0,2486; Autocorrelação dos resíduos = 0,0437	
	(7) <i>Durbin-Watson</i> : Estatística DW = 1,8896 Valor-p = 0,1599; Autocorrelação dos resíduos = 0,0552	
	(8) <i>Durbin-Watson</i> : Estatística DW = 1,9272 Valor-p = 0,3200; Autocorrelação dos resíduos = 0,0364	
Normalidade	(1) <i>Shapiro-Wilk</i> : Estatística SW = 0,5231; Valor-p = 0,0000	A distribuição dos resíduos é normal
	(2) <i>Shapiro-Wilk</i> : Estatística SW = 0,4429; Valor-p = 0,0000	
	(3) <i>Shapiro-Wilk</i> : Estatística SW = 0,7842; Valor-p = 0,0000	
	(4) <i>Shapiro-Wilk</i> : Estatística SW = 0,05151; Valor-p = 0,0000	
	(5) <i>Shapiro-Wilk</i> : Estatística SW = 0,9127; Valor-p = 0,0000	
	(6) <i>Shapiro-Wilk</i> : Estatística SW = 0,9430; Valor-p = 0,0000	
	(7) <i>Shapiro-Wilk</i> : Estatística SW = 0,9927; Valor-p = 0,0200	
	(8) <i>Shapiro-Wilk</i> : Estatística SW = 0,9964; Valor-p = 0,0366	
Homocedasticidade	(1) <i>Levene</i> : Estatística F = 0,4218; Valor-p = 0,5164	A variância dos erros é uniforme
	(2) <i>Levene</i> : Estatística F = 0,7246; Valor-p = 0,3951	
	(3) <i>Levene</i> : Estatística F = 0,5317; Valor-p = 0,4663	
	(4) <i>Levene</i> : Estatística F = 3,6206; Valor-p = 0,0577	
	(5) <i>Levene</i> : Estatística F = 0,1100; Valor-p = 0,7403	
	(6) <i>Levene</i> : Estatística F = 0,6256; Valor-p = 0,4294	
	(7) <i>Levene</i> : Estatística F = 0,0073; Valor-p = 0,9319	
	(8) <i>Levene</i> : Estatística F = 1,4013; Valor-p = 0,2371	

Modelos de regressão para as variáveis dependentes: (1) LPA, (2) ROE, (3) ROA, (4) ROS, (5) ENDLCP, (6) ENDLP, (7) EBTIDA, (8) VME.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em atendimento ao pressuposto da aleatoriedade no procedimento de regressão, aplicou-se o teste de Durbin-Watson. Field (2009, p. 179) explica que o teste de Durbin-Watson “testa a correlação serial entre erros. Especificadamente, ele testa se os resíduos adjacentes são correlacionados”. O teste DW apresentado na Tabela 1 demonstra a inexistência de auto correlação de primeira ordem entre os resíduos, visto que, o valor dos

modelos (1) 2,0236; (2) 1,9735; (3) 1,9454; (4) 2,0236; (5) 1,8295; (6) 1,9126; (7) 1,8896; e (8) 1,9272 estão próximos de 2,00. Desse modo, os valores de estatística DW devem estar próximos a 2, para que seja atendido ao pressuposto da regressão.

O teste de normalidade dos resíduos pode ser realizado por meio dos testes estatísticos, Shapiro-Wilk e Jarque-Bera (Corrar *et al.*, 2007). Na Tabela 1 a normalidade dos dados é testada pelo teste de Shapiro-Wilk (S-W), conforme Fávero *et al.* (2009, p. 112) o referido teste compara a “distribuição de frequência acumulada de um conjunto de valores observados da amostra com uma distribuição esperada ou teórica”. O teste S-W do presente estudo foi significativo ao nível de 5% em todos os modelos (1,2,3,4,5,6,7 e 8), portanto aceita-se a hipótese que a distribuição dos resíduos é normal.

Para verificação da homocedasticidade, aplicou-se o teste de Levene que é o mais comum para verificação da homocedasticidade. Conforme observado o teste de Levene não foi significativo em todos os modelos (1,2,3,4,5,6,7 e 8) confirmando-se a hipótese de que a variância dos erros é uniforme, ou seja, que a diferença entre as variâncias é igual a zero.

A Tabela 2 mostra o resumo dos Modelos de Regressão para as variáveis dependentes LPA, ROE, ROA, ROS, ENDCP, ENDLP, EBITDA e VME em relação as variáveis independentes ATE, A2010, A2011, A2012 e A2013. Destaca-se que há um modelo para cada variável dependente com relação as variáveis independentes, conforme as equações 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 e 8 descritas no item 3.2 Procedimentos de Coleta e Análise de Dados.

Tabela 2 – Resumo dos modelos de regressão

Modelos	R	R ²	R ² Ajustado	Erro Padrão da Estimativa
(1)	0,161 ^a	0,026	0,015	2,776
(2)	0,133 ^a	0,018	0,007	0,324
(3)	0,241 ^a	0,058	0,048	0,067
(4)	0,102 ^a	0,010	-0,000	8,636
(5)	0,104 ^a	0,011	0,000	0,134
(6)	0,173 ^a	0,030	0,019	0,162
(7)	0,368 ^a	0,136	0,126	1,536
(8)	0,358 ^a	0,128	0,119	1,480

a. Preditores: (Constante), A2013, LNAT, A2010, ATE, A2012, A2011. b. Variável dependente: (1) LPA, (2) ROE, (3) ROA, (4) ROS, (5) ENDCP, (6) ENDLP, (7) EBTIDA, (8) VME. Número de observações 474.

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica na Tabela 2 que o modelo (1) representa a regressão da variável dependente LPA em relação as variáveis independentes (ATE, A2010, A2011, A2012 e A2013). Assim, pode-se afirmar que 2,6% da variabilidade total de LPA (modelo 1), 5,8% da variabilidade total de ROA (modelo 3), 3,0% da variabilidade total de ENDLP (modelo 6), 13,6% da variabilidade total de EBTIDA (modelo 7) e 12,8% da variabilidade total de VME (modelo 8) são explicadas para variável independente volume de ações em tesouraria, sendo que tais modelos apresentaram significância ao nível de 5%. Deste modo, é possível inferir que o volume de ações em tesouraria possui um poder de explicação de 41,7% das variáveis dependentes que apresentaram nível de significância de 5%. A Tabela 3 mostra a análise de variância dos modelos de regressão.

Tabela 3 – Análise de variância dos modelos de regressão

Modelos	Soma dos Quadrados	Quadrado Médio	Z	Sig.
Regressão	95,7466	19,1493	2,484	0,031*
(1) Resíduo	3607,78	7,70894		
Total	3703,53			

Contabilidade e Controladoria no Século XXI

(2)	Regressão	0,892042	0,178408	1,697	0,134
	Resíduo	49,2131	0,105156		
	Total	50,1051			
(3)	Regressão	0,127992	0,0255983	5,785	0,000*
	Resíduo	2,0709	0,00442499		
	Total	2,19889			
(4)	Regressão	368,432	73,6864	0,988	0,425
	Resíduo	34904,6	74,5825		
	Total	35273,1			
(5)	Regressão	0,0924647	0,0184929	1,033	0,397
	Resíduo	8,37612	0,0178977		
	Total	8,46859			
(6)	Regressão	0,376541	0,0753083	2,871	0,014*
	Resíduo	12,2761	0,0262311		
	Total	12,6527			
(7)	Regressão	173,352	34,6705	14,691	0,000*
	Resíduo	1104,49	2,36003		
	Total	1277,85			
(8)	Regressão	150,655	30,131	13,751	0,000*
	Resíduo	1025,51	2,19126		
	Total	1176,16			

Variável Dependente: (1) LPA, (2) ROE, (3) ROA, (4) ROS, (5) ENDCP, (6) ENLDP, (7) EBITDA, (8) VME.

Preditores: (Constante), A2013, ATE, A2010, A2012, A2011. (*) Significância do modelo ao nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica na Tabela 3 que 5 modelos de regressão são significativos ao nível de 5%. Assim, tem-se o modelo 1 (LPA em relação a ATE, A2010, A2011, A2012, A2013) com *p-value* de 0,031, o modelo 3 (ROA em relação a ATE, A2010, A2011, A2012, A2013) com *p-value* de 0,000, o modelo 6 (ENLDP em relação a ATE, A2010, A2011, A2012, A2013) com *p-value* de 0,014, o modelo 7 (EBITDA em relação a ATE, A2010, A2011, A2012, A2013) com *p-value* de 0,000 e modelo 8 (VME em relação a ATE, A2010, A2011, A2012, A2013) com *p-value* de 0,000. A Tabela 4 mostra os coeficientes dos modelos de regressão.

Tabela 4 – Coeficientes dos modelos de regressão

Variáveis independentes	Coeficientes	Variáveis dependentes							
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ATE	B	-0,142	-0,009	-0,004	-0,075	-0,005	0,010	0,236	0,219
	Std. Error	0,050	0,006	0,001	0,157	0,002	0,003	0,028	0,027
	Beta	-0,129	-0,069	-0,144	-0,022	-0,089	0,150	0,365	0,354
	t	-2,819	-1,491	-3,190	-0,480	-1,916	3,269	8,461	8,155
	Sig.	0,005*	0,137	0,002*	0,631	0,056	0,001*	0,000*	0,000*
A2010	B	0,095	-0,029	-0,013	-2,227	-0,017	0,011	0,284	0,218
	Std. Error	0,414	0,048	0,010	1,289	0,020	0,024	0,229	0,221
	Beta	0,014	-0,035	-0,073	-0,103	-0,050	0,027	0,069	0,055
	t	0,230	-0,596	-1,263	-1,727	-0,846	0,456	1,237	0,985
	Sig.	0,818	0,552	0,207	0,085	0,398	0,649	0,217	0,325
A2011	B	-0,501	-0,022	-0,032	-2,234	0,000	0,030	0,105	-0,140
	Std. Error	0,411	0,048	0,010	1,280	0,020	0,024	0,228	0,219
	Beta	-0,072	-0,028	-0,187	-0,104	0,001	0,073	0,026	-0,036
	t	-1,218	-0,465	-3,201	-1,746	0,019	1,239	0,462	-0,640

	Sig.	0,224	0,643	0,001*	0,082	0,985	0,216	0,644	0,523
A2012	B	0,181	-0,077	-0,028	-2,195	-0,013	0,031	0,170	0,010
	Std. Error	0,419	0,049	0,010	1,305	0,020	0,024	0,232	0,224
	Beta	0,025	-0,093	-0,163	-0,100	-0,039	0,074	0,041	0,002
	t	0,431	-1,576	-2,817	-1,682	-0,650	1,261	0,733	0,044
	Sig.	0,667	0,116	0,005*	0,093	0,516	0,208	0,464	0,965
A2013	B	-0,311	-0,094	-0,032	-2,200	-0,014	0,029	0,109	-0,141
	Std. Error	0,403	0,047	0,010	1,253	0,019	0,023	0,223	0,215
	Beta	-0,047	-0,121	-0,197	-0,107	-0,043	0,074	0,028	-0,038
	t	-0,772	-1,997	-3,332	-1,757	-0,713	1,229	0,490	-0,658
	Sig.	0,440	0,046*	0,001*	0,080	0,476	0,220	0,625	0,511

Variável Dependente: (1) LPA, (2) ROE, (3) ROA, (4) ROS, (5) ENDCP, (6) ENLDP, (7) EBITDA, (8) VME.

Preditores: (Constante), A2013, ATE, A2010, A2012, A2011. (*) Significância ao nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 4 que a variável volume de ações em tesouraria (ATE) influencia negativamente no lucro por ação (1) ao nível de significância de 5% (0,005). É possível inferir que as organizações que possuem maior volume de ações em tesouraria tendem a apresentar menor lucro por ação. O resultado contraria as evidências de que a recompra de ações para manter em tesouraria influencia diretamente no aumento do lucro por ação (Schiffrin & Johnson, 1997; Grullon & Ikenberry, 2000; Staub *et al.*, 2002). Por meio da análise em painel que visa mostrar a variação do lucro por ação durante os anos de 2009 à 2013, foi possível identificar que o lucro por ação manteve uma variação normal de aumentos e baixas pouco significativos durante os 5 anos analisados.

Além disso, o maior volume de ações em tesouraria (ATE) influencia negativamente no retorno sobre os ativos (3) ao nível de significância de 5% (0,002). As organizações que possuem maior volume de ações em tesouraria tendem a apresentar menor retorno sobre seus ativos, corroborando com as evidências de Melo *et al.* (2012) sobre a influência do acréscimo de ações em tesouraria e seu impacto no retorno sobre o ativo. Através da análise em painel foi possível inferir que o retorno sobre os ativos apresentou pequena baixa que se manteve constante durante os 5 anos analisados.

Em contrapartida, a variável volume de ações em tesouraria (ATE) influencia positivamente no endividamento de longo prazo (6) ao nível de significância de 5% (0,001). Para tanto, as organizações que possuem maior volume de ações em tesouraria tendem a apresentar maior endividamento de longo prazo. A relação apontada pode ser influenciada pelo fato de que as organizações não estão distribuindo seus fluxos de caixa em forma de dividendos, mas estão exercendo a recompra de ações, não aproveitando os aspectos tributários de benefício da dívida em relação ao patrimônio líquido (David *et al.*, 2009). De maneira geral, as organizações podem estar utilizando dos fluxos de caixa disponíveis para a recompra de ações e para executar as atividades operacionais buscando capital de terceiros o que faz com que aumente o endividamento de longo prazo. A análise em painel demonstra que durante os 5 anos houve pequena diminuição constante no endividamento de curto prazo, por outro lado, houve pequeno aumento constante no endividamento de longo prazo, que pode ter sido ocasionado pelo aumento no volume de ações em tesouraria das organizações.

Do mesmo modo, o maior volume de ações em tesouraria (ATE) influencia positivamente no EBTIDA (7) ao nível de significância de 5% (0,000). Portanto, as organizações que possuem maior volume de ações em tesouraria tendem a apresentar maior EBTIDA, onde contribuem para a inferência de que as empresas com maior lucratividade não estão distribuindo dividendos, mas exercendo a recompra de ações para manter em tesouraria

(David *et al.*, 2009). Além disso, o resultado corrobora com Marinho *et al.* (2013) que menciona que os resultados do lucro líquido podem ser explicados para carteira de ações. Verifica-se que durante os 5 anos as organizações mantiveram pequena variação de aumento no EBTIDA.

Além disso, variável volume de ações em tesouraria (ATE) influência positivamente no valor de mercado das empresas (8) ao nível de significância de 5% (0,000). Desta forma, as empresas com maior volume de ações em tesouraria tendem a apresentar maior valor de mercado, corroborando com Staub *et al.* 2002 que o anúncio de uma recompra de ações, faz com que haja impulso na valorização da empresa perante o mercado. Por outro lado, os achados de Castro Júnior e Yoshinaga (2013) indicam que o mercado ignora uma sinalização oferecida pelos programas de recompra de ações. O valor de mercado teve oscilação que se manteve positiva e negativa durante os 5 anos analisados, estas variações não ocasionaram grandes modificações no valor de mercado das organizações durante o período.

Por fim, verifica-se que o volume de ações em tesouraria (ATE) não influenciam no retorno sobre o patrimônio líquido, na margem líquida e no endividamento de curto prazo, que respectivamente não apresentaram significância ao nível de 5%. O resultado contraria a evidência de que o volume de ações em tesouraria pode influenciar no retorno sobre o patrimônio líquido (Damordaran, 2007).

De maneira geral, as evidências indicam que a explicação de Castro Júnior e Yoshinaga (2013) sobre a instrução da CVM N. 268/1997, que estabelece a cada empresa não manter em tesouraria as ações que sejam de sua emissão, a quantidade superior a 10% de cada classe de ações, pode não estar surtindo efeito pelo fato de que o volume de ações em tesouraria tem sido usado na tentativa das organizações obterem vantagens no desempenho econômico e financeiro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A recompra de ações para manter em tesouraria pode exercer influência no desempenho econômico financeiro das organizações e conseqüentemente no lucro por ação, no retorno sobre os ativos, no retorno sobre o patrimônio líquido, na margem líquida, no endividamento, no lucro antes dos impostos, na valorização do mercado, dentre outros fatores. De acordo com Castro Júnior e Yoshinaga (2013) a decisão de recompra de ações para manter em tesouraria pode ser influenciada por fatores como os ajustes na estrutura de capital, redução dos custos de agência sobre os fluxos de caixa, e substituição do pagamento de dividendos.

Neste prisma, o objetivo do estudo foi identificar a influência do volume de ações em tesouraria no desempenho econômico financeira de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2009 à 2013. Deste modo, os resultados apontam que o volume de ações tesouraria (ATE) não influenciam no retorno sobre o patrimônio líquido, na margem líquida e no endividamento de curto prazo. Por outro lado, os achados indicam que as organizações que possuem maior volume de ações em tesouraria (ATE) tendem a apresentar menor lucro por ação (LPA), menor retorno sobre os ativos (ROA), maior endividamento de longo prazo (ENDLP), maior EBTIDA e maior valor de mercado (VME).

De maneira geral, as evidências indicam que a instrução da CVM N. 268/1997, pode não estar surtindo efeito pelo fato de que o volume de ações em tesouraria tem sido usado na tentativa das organizações obterem vantagens no desempenho econômico e financeiro, através da apresentação de um maior EBTIDA e de uma maior valorização perante o mercado. Além disso, o mercado acionário brasileiro é pulverizado em que a maioria das empresas que compõem a população da pesquisa não possuem ações em tesouraria.

A utilização da recompra de ações pelas empresas brasileiras, no período analisado, oferece uma oportunidade para se estudar o impacto desse mecanismo sobre o desempenho econômico das organizações e, portanto, aferir se a recompra tem contribuição significativa para o entendimento desta prática. Esse aspecto demonstra a relevância de um estudo sobre o tema, bem como a possibilidade de tal estudo contribuir para um melhor conhecimento do mercado de ações brasileiro. Dessa forma, sugere que em pesquisas futuras seja ampliada a amostra utilizando comparativo entre empresas de outros países com o intuito de verificar se outros mercados acionários possuem características semelhantes ao mercado brasileiro. Além disso, é preciso verificar os aspectos macroeconômicos e sua influência na decisão dos gestores em exercer a recompra de ações e ou na manutenção de ações em tesouraria.

REFERÊNCIAS

- Aguiar, A. B. D., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2004). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administra&ccdeil; ão da Universidade de São Paulo*, 39(4).
- Archer, S. H., & D'Ambrosio, C. A. (1967). *The theory of business finance: a book of readings* (pp. 671-713). Macmillan.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *RAM - Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77.
- Borba, P. R. F. (2005). *Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós Graduação em Administração – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 127 fls.
- Brealey, R., & Myers, S. C. (2006). *Principles of corporate finance*. 8. ed. Nova York: McGraw-Hill.
- Callado, A. L. C., Callado, A. A. C., & Almeida, M. A. (2007). Análise dos indicadores e ações de organizações agroindustriais segundo as perspectivas do *balanced scorecard*. *Revista Universo Contábil*, 3(3), 38-53.
- Castro Júnior, F. H. F., & Yoshinaga, C. E. (2013). Não ignore os sinais: evidências dos programas de recompra de ações no mercado aberto. In: Encontro Brasileiro de Finanças, *Anais...* Rio de Janeiro.
- Cervo, A. L., Bervian, P. A. & Silva, R. da. (2007). *Metodologia científica*. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Collis, J., Hussey, R. (2005). *Pesquisa em administração*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Corrar, L. J., Paulo, E., & Dias Filho, J. M. (2007). *Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia*. São Paulo: Atlas.
- Costa, F., & Garcias, P. M. (2009). Concentração de mercado e desempenho das indústrias brasileiras de papel e celulose-recorrendo à modelagem de Fleuriet para analisar o paradigma ECD. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(6), 143-163.
- Damodaran, A. (1997). *Avaliação de investimento: ferramentas e técnicas para avaliação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças corporativas. Teoria e prática*. 2. Porto Alegre: Bookman,

- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de Empresas*. Tradução Sonia Midori Yamamoto e Marcelo Arantes Alvim: Revisão técnica Mara Luquet. – 2. ed. – São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- David, M., Nakamura, W. T., & Bastos, D. D. (2009). Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000–2006). *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6).
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of financial economics*, 49(3), 283-306.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- Ferreira, C. C., & Macedo, M. Á. S (2011). Desempenho Financeiro de Curto Prazo no Setor Brasileiro de Telecomunicações. *Revista Pretexto*, 12(4).
- Field, A. (2009). *Descobrendo a estatística usando o SPSS*. Bookman.
- Gabrielli, M. F., & Saito, R. (2004). Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 44(4), 54-67.
- Gil, A. C. (2011). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. 6ª ed.- 4. Reimpr. - São Paulo: Atlas.
- Griliches, Z. (1998). *Patent statistics as economic indicators: a survey*. In: R&D and productivity: the econometric evidence. University of Chicago Press, 287-343.
- Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000). What do we know about stock repurchases?. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1), 31-51.
- Helfert, E. A. (2000). Técnicas de análise financeira: um guia prático para medir o desempenho dos negócios. *Erich A. Helfert*.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading. *The Journal of Finance*, 55(5), 2373-2397.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of financial Economics*, 40(1), 3-29.
- Lerner, E. M., & Carleton, W. T. (1964). The integration of capital budgeting and stock valuation. *The American Economic Review*, 683-702.
- Li, Y. (1998). Expected stock returns, risk premiums and volatilities of economic factors. *Journal of Empirical finance*, 5(2), 69-97.
- Macedo, M. A. D. S., Santos, R. M., & Da Silva, F. D. F. (2006). Desempenho organizacional no setor bancário brasileiro: uma aplicação da análise envoltória de dados. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 7(1), 11-44.
- Marinho, K. B. A., Menezes, T. A., Lagioia, U. C. T., de Assis Carlos Filho, F., & Lemos, L. V. (2013). Indicadores Financeiros e Contábeis que Influenciam a Tomada de Decisão do Investidor na Elaboração de uma Carteira de Ações e na Determinação do Nível de Risco. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 1(2), 52-68.
- Matarazzo, D. C., & Pestana, A. O. (2008). *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial: livro de exercícios*. 6 ed. São Paulo: Atlas.

- Melo, I. C. A., Tinoco, J. E. P., & Yoshitake, M. (2012). Combinação de Negócios no Brasil em empresas de capital aberto no período de 2005 a 2008: Identificação dos Impactos nas Demonstrações Financeiras. *Revista da Faculdade de Administração e Economia*, 4(1),23-46.
- Milstersteiner, M. R. (2003). *A Validade estatística do uso de índices fundamentalistas no mercado de capitais brasileiro: um estudo aplicado ao setor bancário*. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 74 fls.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*,39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Perez Júnior, J. H., & Begalli, G. A. (1999). *Elaboração das demonstrações contábeis*. São Paulo: Atlas.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*,50(5), 1421-1460.
- Roque, V., & Cortez, M. D. C. (2006). A divulgação de informação ambiental e a performance financeira das empresas cotadas em Portugal. *Revista de estudos politécnicos*, 3(5/6), 119-143.
- Schiffrin, M., & Johnson, S. S. (1997). *The buyback monster*. Forbes Magazine, November, 17th.
- Solomon, D. C., & Dragomirescu, S. E. (2010). Forecast of the Economic-Financial Performance Based on Diagnostic Analysis. *Studies and Scientific Researches. Economics Edition*, (15).
- Staub, I. D., Martins, H. C., & Rodrigues, S. B. (2002). Governança corporativa e criação de valor para o acionista: da teoria à prática, os impactos organizacionais e financeiros. *Revista Economia & Gestão*, 2(3).
- Teixeira, A. C. C., Fortunato, G., & Aquino, A. C. B. D. (2004). Relação entre transparência e o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, *Anais...* São Paulo.
- Vieira, E. F. S., & Novo, A. J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português.
- Yang, C. C. (2012). The effect of environmental management on environmental performance and firm performance in Taiwanese maritime firms. *International Journal of Shipping and Transport Logistics*, 4(4), 393-407.
- Fischmann, A. A., & Zilber, M. A. (2009). Utilização de indicadores de desempenho para a tomada de decisões estratégicas: um sistema de controle. *Revista de Administração Mackenzie*, 1(1).