RMC

Periódico de Publicação Contínua, digital e gratuito publicado pelo
Conselho Regional de Contabilidade de Minas Gerais - ISSN: 2446-9114
RMC, Revista Mineira de Contabilidade, V. 27, p. 1 - 17
Disponível *online* em https://revista.crcmg.org.br/rmc
DOI: https://doi.org/10.51320/rmc.v27i1.1766

CRCMG
CONSELHO REGIONAL DE CONTABILIDADE DE MINAS GERAIS

DETERMINANTES DA DISTRIBUIÇÃO DE CAIXA COM A RECOMPRA DE AÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO

O artigo foi aprovado e apresentado no XLVII Encontro da ANPAD (EnANPAD 2023), realizado de 26 a 28 de setembro de 2023, em São Paulo (SP)

RESUMO

O estudo investiga as motivações que levam gestores de empresas brasileiras a realizarem programas de recompra de ações. No Brasil, ainda predomina o uso de dividendos como principal forma de retorno de caixa aos acionistas. Contudo, mudanças legais em discussão podem tornar as recompras mais atrativas, exigindo maior compreensão sobre os fatores que influenciam essa decisão. O trabalho adota uma abordagem mais abrangente do que estudos anteriores no contexto brasileiro. Este caráter abrangente decorre da inclusão de fatores não examinados em estudos prévios no Brasil, como o atendimento à demanda dos investidores, e da análise de uma amostra mais extensa e recente. Assim, o estudo oferece uma visão mais completa dos determinantes das recompras de ações no contexto brasileiro. Foram utilizadas estatísticas descritivas e regressões com dados em painel. A amostra inclui informações financeiras de 369 empresas brasileiras não financeiras, no período de 2010 a 2022. As recompras foram motivadas pela distribuição de fluxo de caixa livre, sinalização de subavaliação das ações, complementação ao pagamento de dividendos e atendimento à demanda dos investidores, esta última investigada pela primeira vez no Brasil. Identificou-se uma relação complementar entre dividendos e recompras, diferentemente da substituição observada em outros países. A decisão de recompra no Brasil reflete múltiplas estratégias, com destaque para a complementaridade entre dividendos e recompras. Esses achados contribuem para a compreensão das políticas de distribuição em mercados emergentes.

Palavras-chave: Política de dividendos; Remuneração de acionistas; Catering; Subvalorização das ações; Custos de agência.

Tiago César Farinelli
Doutor e Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP). Graduado em Administração (UNESP) e em Ciências Contábeis (UNIFRAN). E-mail: t1ago_cesar@yahoo.com.br
ORCID iD: https://orcid.org/0000-0003-4875-957X
Lattes: http://lattes.cnpq.br/1184525386556869

Marcelo Augusto Ambrozini
Doutor em Administração de Organizações, Mestre em Controladoria e Contabilidade e graduado em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP/USP). Docente do Departamento de Contabilidade da FEARP/USP. E-mail: marceloambrozini@usp.br
ORCID iD: https://orcid.org/0000-0003-0933-6064
Lattes: http://lattes.cnpq.br/1423139395186632

Vinícius Medeiros Magnani
Doutor e Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP). Graduado em Economia Empresarial e Controladoria (FEA-RP/USP). Docente do Departamento de Contabilidade e do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FEA-RP/USP. E-mail: viniciusmagnani@usp.br
ORCID iD: https://orcid.org/0000-0002-0069-954X
Lattes: https://lattes.cnpq.br/0352238316687602

Rafael Moreira Antonio
Pós-Doutor em Finanças, Doutor e Mestre em Controladoria e Contabilidade e graduado em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP). Docente do Departamento de Contabilidade, Finanças e Controle da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV EAESP).
E-mail: rafael.antonio@fgv.br
ORCID iD: https://orcid.org/0000-0003-1116-808X
Lattes: http://lattes.cnpq.br/4657039708780181

Revista Mineira de Contabilidade ISSN 2446-9114 - Periódico de Publicação Contínua, digital e gratuito. Publicado pelo Conselho Regional de Contabilidade. Artigo recebido em 17/08/2025. Pedido de Revisão em 19/09/2025. Aceito em 11/06/2026 por Dr. Ewerton Alex Avelar e por Dr. João Estevão Barbosa Neto. Publicado em 19/11/2026. Organização responsável pelo periódico: CRCMG.

Copyright © 2015 RMC. É permitido citar parte de artigos sem autorização prévia, desde que seja identificada a fonte.

1 INTRODUÇÃO

A recompra de ações é um importante mecanismo utilizado por gestores para distribuir dinheiro para os acionistas (Arora, 2022). A pesquisa sobre recompras começou a ganhar mais foco no momento em que esse tipo de operação, principalmente em locais como EUA e Europa, passou a ser mais utilizado, inclusive começando a competir com os dividendos como meio de pagamento corporativo (Skinner, 2008; Arora, 2022).

Wang, Yin e Yu (2024) documentaram que mudanças legais foram grandes impulsionadoras das recompras de ações em diversos países ao redor do mundo. Enquanto esse movimento de crescimento no volume de ações recompradas é destacado em diversos países, no Brasil os dividendos, em conjunto com os juros sobre capital próprio (JSCP), seguem dominantes. As possíveis explicações para as empresas brasileiras seguirem predominantemente utilizando essas formas de remuneração são que: (i) os dividendos são atualmente isentos de tributação; (ii) existem mecanismos jurídicos que levam as empresas a fixarem percentuais de pagamentos obrigatórios de dividendos; e (iii) os JSCP possuem benefícios fiscais.

No Brasil, na última década, há discussões sobre a realização de reformas que podem trazer um fim para a isenção tributária dos dividendos e restrições para o pagamento de JSCP, o que tende a fazer com que a recompra de ações se torne mais atrativa para as empresas. Embora no momento ainda não exista um debate relevante sendo pautado no meio político para um fim dos dividendos obrigatórios, na literatura são encontradas evidências de que o regulamento pode trazer problemas de maior dependência de recursos internos para as empresas (Vancin & Kirch, 2020), o que salienta a necessidade de busca de soluções para um possível fim desse regulamento.

Vale destacar que outros fatores, como, por exemplo, níveis de governança corporativa, estrutura de direitos legais dos acionistas e carga tributária, também podem ser impactados com o acontecimento de mudanças legais, levando a uma configuração totalmente nova para a decisão de distribuição dos lucros das empresas. Porém, a possibilidade de existência de um movimento futuro, no qual as operações de recompra de ações passem a ser utilizadas em maior escala no Brasil, faz com que seja ampliada a necessidade de melhor compreender os seus fatores determinantes atuais.

Para os locais onde a recompra de ações é mais utilizada, é relatado que uma empresa pode efetuar esse tipo de operação motivada por reduzir custos de agência, melhorar o desempenho operacional, transmitir informações ao mercado de que suas ações estão subavaliadas, utilizar um mecanismo de distribuição de caixa mais flexível e atender à demanda dos investidores.

No Brasil, são encontrados estudos que procuraram testar algumas das hipóteses associadas à decisão de recompra de ações. De forma geral, esses trabalhos identificam o fluxo de caixa livre, a subavaliação das ações e a complementação ao pagamento de dividendos como os principais determinantes das recompras no mercado brasileiro (Nascimento, Galdi & Nossa, 2011; Garcia & Lucena, 2017; Castro & Yoshinaga, 2019; Amorim, Camargos & Medrado, 2021).

Entretanto, observa-se que, embora essa literatura tenha avançado na análise desses fatores, não há estudos que tenham abordado de forma conjunta todas as principais hipóteses motivadoras dessa decisão. Em particular, não foram identificadas pesquisas no contexto brasileiro que testassem simultaneamente as hipóteses de melhoria no desempenho operacional e de atendimento à demanda dos investidores. Procurando suprir essa lacuna, este estudo tem como objetivo investigar a decisão de recompra de ações das empresas brasileiras a partir de uma abordagem mais ampla e integrada, contemplando cinco motivações distintas identificadas na literatura. Com isso, o trabalho contribui ao incorporar fatores ainda pouco explorados no país, como a demanda dos investidores, e ao oferecer uma análise comparativa das múltiplas estratégias de distribuição de caixa adotadas pelas empresas brasileiras.

Países emergentes, como o Brasil, são geralmente caracterizados por um ambiente de fraca proteção aos direitos dos acionistas. Nesse contexto institucional, a distribuição de caixa assume papel central como mecanismo de construção e preservação da reputação corporativa junto aos investidores, sendo utilizada pelas empresas para mitigar problemas de agência e contornar as limitações impostas por esse ambiente, facilitando o acesso a fontes externas de financiamento (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). Diante desse cenário, o objetivo deste estudo é investigar os determinantes da decisão de recompra de ações das empresas brasileiras, considerando que esse instrumento tem se consolidado como uma forma relevante de distribuição de caixa em diversos países e apresenta potencial de expansão no mercado brasileiro. Assim, a análise proposta mostra-se particularmente relevante sob as perspectivas teórica e empírica, ao aprofundar a compreensão das políticas de distribuição de resultados em mercados emergentes.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Do ponto de vista da teoria de agência, a política de distribuição de caixa é frequentemente interpretada como um mecanismo para reduzir o montante de recursos discricionários sob controle dos gestores, sobretudo quando a empresa apresenta elevada geração de caixa e, simultaneamente, uma redução em suas oportunidades de investimento. Nessa circunstância, a manutenção de níveis elevados de caixa pode intensificar conflitos de agência e estimular decisões de investimento que não maximizem o valor para o acionista. Assim, a recompra de ações, a exemplo dos dividendos, pode atuar como instrumento de disciplina ao devolver recursos aos acionistas e limitar a margem de decisão gerencial sobre o caixa disponível.

Evidências na literatura internacional indicam que empresas com menor crescimento e maior disponibilidade de caixa recorrem a programas de recompra para mitigar custos de agência associados ao excesso de caixa (Nohel & Tarhan,

1998; Grullon & Michaely, 2004). Em mercados com fraca proteção legal ao investidor, a distribuição de caixa também se relaciona à construção de reputação corporativa e ao alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, compondo o conjunto de mecanismos utilizados para reduzir problemas de agência (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000).

Operacionalmente, a recompra de ações consiste na aquisição, pela própria companhia, de ações de sua emissão, tipicamente por meio de programas realizados em mercado aberto, reduzindo o número de ações em circulação. Do ponto de vista do acionista, trata-se de uma forma de distribuição de caixa: os investidores que optam por vender ações para a companhia recebem recursos, enquanto os acionistas que permanecem na base acionária passam a deter, ceteris paribus, uma participação proporcionalmente maior no capital social.

A literatura também destaca que esse instrumento pode ser escolhido por oferecer maior flexibilidade em relação aos dividendos, uma vez que não gera, necessariamente, a mesma expectativa de manutenção ao longo do tempo, permitindo ajustes conforme a disponibilidade de caixa e as necessidades de investimento (Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2005; Skinner, 2008; Iyer, Feng & Rao, 2017). Além disso, programas de recompra podem ser utilizados como forma de comunicação com o mercado quando a gestão entende que as ações estão subavaliadas, ainda que a reação dos investidores possa variar conforme o contexto informacional (Wansley, Lane & Sarkar, 1989; Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 2000). No Brasil, estudos empíricos têm discutido essas motivações e explorado determinantes associados ao caixa/fluxo de caixa e à forma de distribuição de resultados, contribuindo para a compreensão do uso das recompras no mercado doméstico (Nascimento, Galdi & Nossa, 2011; Garcia & Lucena, 2017; Amorim, Camargos & Medrado, 2021; Castro & Yoshinaga, 2019).

O uso das recompras visando a redução de custos de agência pode ocorrer em situações em que empresas, principalmente as de forte geração de caixa, passam a enfrentar reduções em suas oportunidades de crescimento (Grullon & Michaely, 2004). Em determinado momento essas empresas passam a recomprar suas ações para limitar os montantes de recursos disponíveis nas mãos de gestores, com isso, evitando potenciais problemas de agência com relação a uma utilização não adequada desse dinheiro. Essa explicação é chamada de hipótese de fluxo de caixa livre (Grullon & Michaely, 2004).

Já a recompra pelo motivo de subavaliação acontece quando os gestores, os quais possuem informações privilegiadas sobre as perspectivas da empresa, entendem que os preços atuais das ações são mais baixos do que deveriam ser, dessa maneira, o anúncio de programas de recompras de ações serviria para transmitir informações positivas para um mercado menos informado (Wansley, Lane & Sarkar, 1989; Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 2000; Ma, Li & Wang, 2024). Contudo, os investidores podem agir de forma cética quanto à transmissão dessas informações, fazendo com que nem sempre seja inicialmente observada uma valorização anormal dos preços das ações (Ikenberry et al., 2000).

As recompras de ações também podem fazer parte de um pacote de reestruturação, com as empresas, especialmente as de baixo crescimento, vendendo seus ativos de fraco desempenho e utilizando o mecanismo de recompra para distribuir o caixa gerado e evitar custos de agência (Nohel & Tarhan, 1998). A venda desses ativos então traria uma melhora na eficiência para a atuação da empresa, com isso, fazendo com que seja observada uma relação positiva entre a recompra de ações e o desempenho operacional (Nohel & Tarhan, 1998; Chen & Liu, 2023).

Sobre a flexibilidade das recompras, é relatado que os gestores, quando pretendem entregar caixa aos acionistas, enxergam na recompra de ações um meio mais flexível comparado ao pagamento de dividendos (Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2005). Enquanto para os dividendos existe uma expectativa, por parte dos investidores, de que eles sejam sempre mantidos ou aumentados, para o caso das recompras não existe essa visão. Dessa forma, os gestores podem preferir usar as recompras, e assim ter maior liberdade ao longo do tempo para fazer ajustes, do que começar a pagar ou aumentar os dividendos e ter dificuldades para reverter depois (Iyer, Feng & Rao, 2017).

A outra explicação para as recompras, uma das mais recentes encontradas na literatura, é que os gestores fazem a escolha de distribuir caixa, recomprando ações ou pagando dividendos, de acordo com o desejo de investidores. Nessa visão, estendendo a teoria de catering de dividendos (Baker & Wurgler, 2004), quando os investidores estão interessados em receber dividendos, eles tendem a pagar mais pelas ações das empresas pagadoras, incentivando gestores de empresas não pagadoras a começar a pagar, já nos momentos em que a demanda por dividendos é baixa, o caixa seria distribuído na forma de recompra de ações (Jiang, Kim, Lie & Yang, 2013).

No Brasil também são encontrados trabalhos que investigaram as motivações que influenciaram as empresas a recomprarem ações (Nascimento, Galdi & Nossa, 2011; Garcia & Lucena, 2017; Castro & Yoshinaga, 2019; Amorim, Camargos & Medrado, 2021). Nesses estudos, de forma geral, foram abordadas algumas das principais explicações sobre a decisão de recompra de ações. Os resultados desses trabalhos confirmaram alguns padrões semelhantes aos encontrados em estudos de outros países, como a distribuição de fluxo de caixa livre e a subvalorização das ações sendo motivadores para o uso das recompras. Também foi identificado que as recompras de ações complementaram os dividendos em vez de substituí-los, diferente do que seria esperado segundo a hipótese de flexibilidade, o que pode ser explicado pelas particularidades legais do Brasil, as quais não trazem incentivos para uma substituição de dividendos por recompra de ações.

Apesar desses estudos trazerem importantes *insights* sobre as recompras no Brasil, não foram encontrados estudos que investigaram as hipóteses de melhoria no desempenho operacional e atendimento da demanda dos investidores. Dessa maneira, este estudo buscou trazer uma abordagem mais ampla, contemplando as principais explicações sobre a decisão de recompras encontradas na literatura, e com dados mais atuais.

Com base nos padrões dos resultados de estudos anteriores podem ser formuladas algumas hipóteses, as quais sintetizam o comportamento esperado da decisão de recompra nas empresas pertencentes à amostra. Os padrões de resultados podem ser visualizados no Quadro 1 abaixo.

Quadro 1 – Padrões de Resultados Esperados para o Desenvolvimento das Hipóteses

Variáveis	Relação Esperada
Maior volume de caixa disponível e Recompra de Ações	Positiva
Ações subavaliadas e Volume de Recompra	Positiva
Recompra de Ações e Distribuição de Dinheiro aos Acionistas	Positiva
Recompra de Ações e Desempenho Operacional	Positiva
Recompra de Ações e Demanda por Dividendos	Positiva

Fonte: Elaborado pelos autores.

Isto posto, este estudo procurou testar as seguintes hipóteses:

H_1: Para evitar custos de agência, empresas com maior volume de caixa disponível tendem a recomprar mais ações.

H_2: Empresas com ações subavaliadas são propensas a ter maior volume de recompras.

H_3: As empresas recompram ações para distribuir dinheiro para seus acionistas como complemento ao pagamento de dividendos e JSCP.

H_4: Empresas que recompram mais ações passam a ter uma melhora em seu desempenho operacional ao longo dos anos.

H_5: O volume de ações recompradas é maior em momentos em que a demanda dos investidores por dividendos é alta.

Para a primeira hipótese será testado se as empresas com maiores volumes de caixa tendem a recomprar mais ações. Na segunda hipótese, será testado se, em empresas com ações subavaliadas, há uma maior propensão à recompra das ações. Na terceira hipótese, será testado se as empresas recompram ações para distribuir dinheiro aos seus acionistas, como uma forma de complemento ao pagamento de dividendos e JSCP. Na quarta hipótese será testado se, assim como o apontado por autores em estudos internacionais, as empresas brasileiras recompram ações como parte de um pacote de reestruturação, o qual é composto por venda de ativos e acompanhado por uma consequente melhora no desempenho operacional. Já para a quinta hipótese, levando em conta que as recompras podem ser utilizadas como complemento ao pagamento de dividendos no Brasil, é esperada uma relação inversa ao observado em estudos de fora do país, com as empresas recomprando mais em momentos de maior procura de investidores por dividendos.

Na próxima seção são detalhados a amostra de empresas escolhidas e os métodos de pesquisa aplicados.

3 MÉTODO DE PESQUISA

A pesquisa foi realizada com o levantamento de dados de 369 empresas brasileiras não financeiras com ações listadas na B3. A coleta abordou dados do período entre 2010 e 2022 e teve apenas empresas com informações financeiras em pelo menos 5 anos desse período. O intervalo foi escolhido pelo motivo de 2010 ser o primeiro ano em que o Economatica®, base de coleta de dados utilizada, disponibiliza as informações sobre a redução de capital das empresas, a qual é a conta onde as recompras de ações são contabilizadas.

Dessa amostra, foram excluídos dados de períodos em que a empresa apresentou patrimônio líquido (PL) negativo, após isso, foi realizado o procedimento de winsorização, aplicando-se 1% de substituição para as observações de cada extremo. Quanto ao tratamento intertemporal dos valores monetários, as informações foram extraídas e utilizadas em termos nominais, ressalvando-se que a plataforma permite, em algumas configurações, a obtenção de séries ajustadas, embora tal ajuste não seja o padrão em todas as extrações. Ainda assim, cabe ressaltar que o potencial efeito de variações gerais de nível de preços é atenuado pelo fato de as principais variáveis do estudo serem construídas, majoritariamente, na forma de razões e transformações em logaritmo, além da utilização de controles de efeitos fixos por ano nos modelos, que absorvem choques macroeconômicos comuns às firmas em cada período analisado.

Para a realização dos testes foi necessária a construção de diferentes modelos de regressão. No primeiro grupo de modelos, foram testadas as hipóteses de redução de custos de agência, subvalorização da ação e demanda dos investidores. Para essas regressões, as variáveis dependentes foram ou Recompra de Ações (Rec), que corresponde ao valor total desembolsado pela empresa com recompras de ações no período dividido pelo ativo total, ou então, para o caso da

regressão logística, Recomprador (Rec *Dummy*), que é uma variável *dummy* que assume o valor 1 para o período em que a empresa efetuou recompra de ações ou 0 em caso contrário.

Os testes empíricos deste estudo são organizados em três blocos. O primeiro bloco reúne os modelos voltados aos determinantes da recompra de ações associados às hipóteses de redução de custos de agência (H1), subavaliação das ações (H2) e atendimento da demanda dos investidores (H5), utilizando como variáveis dependentes tanto o volume de recompras (Rec) quanto, alternativamente, a decisão de recompra (Rec Dummy). O segundo bloco examina a dimensão de flexibilidade/ajuste da política de distribuição de caixa por meio de um modelo com Capex como variável dependente (Equação 4), permitindo discutir se recompras e *payout* se comportam como instrumentos de substituição ou de uso conjunto, em consonância com a hipótese de complementaridade entre recompras e dividendos/JSCP (H3). Por fim, o terceiro bloco testa a hipótese de melhora no desempenho operacional (H4) por meio de modelos com ROA como variável dependente, considerando recompras no período corrente e em defasagens (Equações 5 a 7).

A variável Recompra de Ações foi utilizada nos trabalhos de Lee e Suh (2011), Chasiotis, Georgantopoulos e Eriotis (2021), Nascimento et al. (2011), Amorim et al. (2021) e Arora (2022), e a variável *dummy* Recomprador foi adotada por estudos como von Eije e Megginson (2008), Jiang et al. (2013), Kulchania (2013), Garcia e Lucena (2017), Wesson, Smit, Kidd e Hamman (2018), Chazi, Theodossiou e Zantout (2018), Moin, Guney e El Kalak (2020) e Amorim et al. (2021).

Já sobre as variáveis independentes, para testar a hipótese de redução de custos de agência, foram escolhidas as variáveis Fluxo de Caixa Livre (FCL), a qual também foi empregada nos estudos de Jiang et al. (2013), Kulchania (2013), Bonaimé et al. (2014), Garcia e Lucena (2017), Chasiotis et al. (2021) e Amorim et al. (2021), e Caixa, que também foi utilizada por Lee e Suh (2011), Jiang et al. (2013), Kulchania (2013), Bonaimé et al. (2014), Rapp et al. (2014), Moin et al. (2020), Chasiotis et al. (2021) e Arora (2022). As duas variáveis tiveram seus valores escalonados pelo ativo total da empresa. Espera-se que as empresas com mais caixa disponível possuam uma maior probabilidade de realizar recompras e que recomprem ações em maior volume, uma vez que, tudo o mais constante, tendem a precisar distribuir seu caixa para evitar custos de agência relacionados.

Para testar a hipótese de subvalorização foram adotadas as variáveis *Market-to-book* (MB) e Retorno das ações (RA), ambas considerando o período anterior das recompras. Em trabalhos anteriores, *Market-to-book* foi utilizado por von Eije e Megginson (2008), Lee e Suh (2011), Nascimento et al. (2011), Andriosopoulos e Hoque (2013), Jiang et al. (2013), Kulchania (2013), Garcia e Lucena (2017), Wesson et al. (2018), Chazi et al. (2018), Moin et al. (2020), Amorim et al. (2021) e Arora (2022), já o Retorno das Ações por Lee, Ejara e Gleason (2010), Lee e Suh (2011), Jiang et al. (2013), Kulchania (2013) e Wesson et al. (2018). Considerando que, quando entendem que as ações das empresas estão subvalorizadas, os gestores tendem a fazer anúncios de recompras, é esperada uma relação negativa entre as duas variáveis e a recompra de ações. Cabe destacar que MB e RA são utilizadas como proxies alternativas em especificações distintas (Equações 1 e 2), não sendo incluídas simultaneamente no mesmo modelo, de modo a facilitar a interpretação e fornecer um teste de robustez para a hipótese de subavaliação (H2).

Sobre a hipótese de atendimento da demanda dos investidores, von Eije e Megginson (2008), Jiang et al. (2013) e Kulchania (2013) fizeram uso da variável prêmio de dividendos, originalmente desenvolvida por Baker e Wurgler (2004), para mensurar a demanda dos investidores por dividendos. Essa, que é uma variável a nível de mercado, é calculada pela diferença entre o logaritmo natural do índice *Market-to-book* médio de empresas pagadoras e não pagadoras. Porém, para este trabalho, foram realizadas algumas adaptações.

Essas adaptações foram necessárias por causa do regulamento de dividendos obrigatórios, já que podem existir empresas no Brasil que pagam dividendos apenas para cumprir o regulamento, tornando o cálculo original da variável não indicado para esse contexto. Desta maneira, foram adotadas duas alternativas para mensurar o prêmio de dividendos.

A primeira trata-se de uma variável *dummy* (Prêmio de dividendos - PIDIV), a qual recebe o valor 1 nos períodos em que o Índice Dividendos (IDIV) teve desempenho superior ao Ibovespa e 0 para os casos contrários. Enquanto o IDIV é uma carteira teórica que contém os ativos dos grandes pagadores de dividendos, o Ibovespa, que é o principal índice de ações do Brasil, representa o desempenho do mercado em geral. Dessa forma, a variável PIDIV foi construída visando identificar os períodos em que existe uma maior demanda dos investidores pelos ativos das empresas que pagam mais dividendos.

A segunda forma para mensurar o prêmio de dividendos foi pela adaptação do cálculo original, substituindo a separação entre empresas pagadoras e não pagadoras, pela separação entre as que pagam acima do obrigatório e as que pagam um percentual igual ou inferior. Considerou-se o percentual de 25% de *payout* como um padrão de dividendos obrigatórios, já que esse é um percentual adotado pela grande maioria das empresas (aproximadamente 86%, conforme levantamento feito pelos autores).

Nos trabalhos de von Eije e Megginson (2008), Jiang et al. (2013) e Kulchania (2013) foram encontradas relações negativas entre o prêmio de dividendos e a recompra de ações, ou seja, em média as empresas optaram por pagar dividendos em momentos de alta demanda e recomprar ações nos períodos de baixa demanda por dividendos, denotando um efeito de substituição entre as duas formas de pagamento. Como no Brasil tem sido observada uma relação complementar entre dividendos e recompra de ações (Nascimento et al., 2011; Amorim et al., 2021), espera-se que o prêmio de dividendos tenha um impacto positivo na recompra de ações das empresas da amostra.

Como variáveis independentes de controle foram escolhidas as variáveis Endividamento (Endiv; dívidas sobre PL), Tamanho (Tam; logaritmo natural das receitas), Rentabilidade (ROA; lucro operacional líquido sobre ativo total), Oportunidades de Investimento (OP; variação da receita), Ciclo de Vida (RETE; lucros retidos acumulados sobre o PL) e

Dividendos pagos no ano anterior (DP; dividendos sobre lucro líquido). A escolha dessas variáveis foi feita pelo fato de terem sido as principais utilizadas nos trabalhos revisados.

A partir desse conjunto de variáveis foram construídos três diferentes modelos visando testar as mesmas hipóteses (redução de custos de agência, subvalorização e atendimento da demanda dos investidores), conforme representado nas equações abaixo. Nos modelos do primeiro bloco, a hipótese de redução de custos de agência (H1) é operacionalizada por proxies de disponibilidade de recursos (Fluxo de Caixa Livre – FCL e/ou Caixa, escalonadas pelo ativo total). A hipótese de subavaliação das ações (H2) é testada por meio de proxies alternativas, sempre defasadas em um período: (i) *Market-to-book* (MB), como medida de *valuation*, e (ii) Retorno das ações (RA), como *proxy* alternativa de condição de preço no período anterior. A hipótese de atendimento da demanda dos investidores (H5) é mensurada por *proxies* de prêmio de dividendos (PIDIV e PD), construídas conforme descrito anteriormente. A Equação (1) apresenta uma especificação-base com FCL e MB; a Equação (2) apresenta uma especificação alternativa de robustez substituindo FCL por Caixa e MB por RA; e a Equação (3) utiliza a variável dependente binária (Rec Dummy) e é estimada por regressão logística, com o objetivo de analisar a probabilidade de ocorrência de recompra. Em todas as especificações, são incluídas variáveis de controle e controles de efeitos fixos por ano e setor.

$$Rec_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCL_{it} + \beta_2 MB_{it-1} + \beta_3 PIDIV_{t-1} + \beta_4 Endiv_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 OP_{it} + \beta_8 RETE_{it} + \beta_9 DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Rec_{it} = \beta_0 + \beta_1 Caixa_{it} + \beta_2 RA_{it-1} + \beta_3 PIDIV_{t-1} + \beta_4 Endiv_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 OP_{it} + \beta_8 RETE_{it} + \beta_9 DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Rec\ Dummy_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCL_{it} + \beta_2 MB_{it-1} + \beta_3 PIDIV_{t-1} + \beta_4 Endiv_{it} + \beta_5 Tam_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 OP_{it} + \beta_8 RETE_{it} + \beta_9 DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Foi adotada a regressão com efeitos fixos para os três modelos, sendo utilizado o controle de efeitos fixos no ano e setor. Enquanto para os dois primeiros modelos a estimação foi feita pelo método de regressão por mínimos quadrados ordinários, para o terceiro modelo, que possui uma variável dependente categórica, foi empregada a técnica de regressão logística.

Já para testar a hipótese de flexibilidade das recompras de ações foi necessária a aplicação de outro modelo, o qual foi construído com base no trabalho de Iyer et al. (2017). Nesse modelo o Capex, que representa as despesas de capital, é a variável dependente e Recompra de Ações e *Payout* (P) são as variáveis independentes principais. Também tomando como base o modelo proposto por Iyer et al. (2017), foram selecionadas as seguintes variáveis de controle: Tamanho, Endividamento, *Market-to-book*, Caixa, Ciclo de Vida e Tangibilidade (Tang).

Importa ressaltar que, neste estudo, a análise de flexibilidade é conduzida a partir do comportamento da política de distribuição de caixa diante das necessidades de investimento, utilizando o Capex como proxy de investimento. Assim, a Equação (4), baseada em Iyer et al. (2017), permite avaliar se recompras e payout tendem a ser ajustados quando há variação nas despesas de capital, contribuindo para a discussão sobre substituição versus complementaridade entre formas de distribuição de caixa. No contexto brasileiro, essa evidência é diretamente informativa para a hipótese H3, uma vez que auxilia a interpretar se recompras são utilizadas como complemento ao pagamento de dividendos e JSCP, em vez de um mecanismo de substituição.

Dessa forma, o modelo utilizado para testar a hipótese de flexibilidade das recompras é representado pela seguinte equação:

$$Capex_{it} = \beta_0 + \beta_1 Rec_{it} + \beta_2 P_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 Endiv_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 Caixa_{it} + \beta_7 RETE_{it} + \beta_8 Tang_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

O modelo foi estimado com o uso do método de regressão por mínimos quadrados ordinários, contando também com os controles de efeitos fixos no ano e setor. No trabalho de Iyer et al. (2017) foi identificado que apenas a Recompra de Ações teve relação significativa com o Capex das empresas, ou seja, devido à flexibilidade dessa forma de pagamento, os gestores optaram por utilizá-la para, conforme a variação na necessidade de recursos para investimentos, ajustar a distribuição de caixa nas empresas. Considerando que, de acordo com o relatado por trabalhos anteriores, as empresas brasileiras têm utilizado dividendos e recompra de ações de forma complementar, não é esperado encontrar o mesmo comportamento neste estudo.

Destaca-se, ainda, a distinção entre investimento e desempenho operacional no desenho empírico adotado. O Capex é utilizado como variável dependente apenas no modelo de flexibilidade (Equação 4), por representar despesas de capital e, portanto, uma *proxy* de necessidade de investimento. Nos modelos de desempenho operacional, por sua vez, o desempenho é mensurado por ROA (variável dependente), enquanto o Capex é incluído exclusivamente como variável de controle, com o objetivo de isolar a relação entre recompra de ações e rentabilidade operacional nas Equações (5) a (7).

Por fim, para testar a hipótese de melhora no desempenho operacional, foram desenvolvidos três modelos, os quais têm o propósito de avaliar se o desempenho da empresa é afetado pela realização de recompra de ações em diferentes momentos. A escolha do modelo e das variáveis foi feita com base nos trabalhos de Kim e Park (2021) e Chao e Huang (2022), sendo o ROA a variável dependente, representando o desempenho operacional, Recompra de Ações a variável independente principal e Tamanho, Endividamento, *Market-to-book*, FCL, Ciclo de Vida, Oportunidades de Investimento e Capex as variáveis independentes de controle.

Os modelos construídos para verificar se existe relação entre a recompra de ações e o desempenho operacional das empresas da amostra são apresentados a seguir:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Rec_{it} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 Endiv_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 FCL_{it} + \beta_6 RETE_{it} + \beta_7 OP_{it} + \beta_8 Capex_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Rec_{it-1} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 Endiv_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 FCL_{it} + \beta_6 RETE_{it} + \beta_7 OP_{it} + \beta_8 Capex_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Rec_{it-2} + \beta_2 Tam_{it} + \beta_3 Endiv_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 FCL_{it} + \beta_6 RETE_{it} + \beta_7 OP_{it} + \beta_8 Capex_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Cada um desses modelos foi estimado pelo método de regressão por mínimos quadrados ordinários e todos contam com controles de efeitos fixos no ano e setor. Os modelos possuem as mesmas variáveis, a única diferença entre eles é que a hipótese de melhora no desempenho operacional é testada levando em conta as recompras de ações, respectivamente, no período atual, no ano anterior e com dois anos de antecedência.

Em trabalhos anteriores, Kim e Park (2021) encontraram relação entre o desempenho operacional e a recompra de ações de dois anos anteriores para empresas da Coreia do Sul, já Chao e Huang (2022) identificaram uma melhora após um trimestre da realização de recompras em empresas de Taiwan. Para o Brasil, conforme relatado anteriormente, não foram encontrados trabalhos que abordaram esse tema. Na próxima seção são apresentados os resultados deste trabalho.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Nesta seção são destacados e discutidos os resultados dos testes referentes às cinco hipóteses abordadas neste estudo, também são apresentadas algumas estatísticas descritivas sobre o conjunto de dados utilizados. Sobre as variáveis presentes neste estudo, a Tabela 1 apresenta algumas estatísticas descritivas que ajudam a sintetizar os dados.

Tabela 1: Estatísticas descritivas

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Coef. Variação	Mínimo	Máximo
Recompra de ações	3.432	0,0017	0,0072	4,2869	-	0,0583
Fluxo de Caixa Livre	3.400	- 0,0319	0,3130	- 9,8111	- 2,4427	0,3468
Caixa	3.421	0,1083	0,1686	1,5562	0,0000	0,9677
Market-to-book	2.540	2,3087	2,7686	1,1992	- 0,1174	18,8633
Retorno das ações (%)	2.456	20,9892	59,7186	2,8452	- 71,0678	277,5531

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Coef. Variação	Mínimo	Máximo
Endividamento (%)	3.430	114,1779	172,9020	1,5143	-	1.179,4660
Tamanho	2.575	14,5306	1,9336	0,1331	8,0064	19,9217
Rentabilidade (%)	3.427	- 0,5825	29,7933	- 51,1489	- 226,6016	29,3359
Oportunidades de Investimento	3.094	0,0900	0,3199	3,5562	- 1,3314	1,2086
Ciclo de vida	3.431	- 0,8536	5,9317	- 6,9487	- 47,5258	0,9813
Capex	3.400	0,1736	7,9457	45,7632	- 103,5861	445,3542
Payout	3.041	0,4443	0,6946	1,5634	-	4,5468
Tangibilidade	3.430	0,2188	0,2217	1,0131	-	0,9546

Fonte: Elaborado pelos autores

De forma geral, com as estatísticas descritivas da Tabela 1, podem ser vistas algumas características com relação ao perfil das empresas. Essas empresas tiveram, na média, rentabilidade e fluxo de caixa livre negativos durante o período abordado, porém obtiveram retornos anuais positivos no valor de suas ações. Também na média, as empresas apresentaram uma estrutura de capital com maior participação de dívidas em relação ao capital próprio. Vale ressaltar que esses são apenas valores médios, e que a alta variabilidade dos dados demonstra que as empresas são bastante distintas entre si, com rentabilidade, Capex, fluxo de caixa livre, ciclo de vida e recompra de ações, em números absolutos, as variáveis de maior coeficiente de variação.

Enquanto o caixa das empresas representou na média 10,83% de seus ativos, os valores desembolsados com recompra de ações apenas 0,17%, porém, quando consideradas apenas as empresas em períodos em que fizeram recompras, o valor sobe para 1,02%, ou seja, apesar de a recompra de ações representar um valor baixo perante a amostra total, os valores são significativos para as empresas que usam esse mecanismo.

Sobre os modelos construídos para testar as hipóteses deste estudo, na Tabela 2 são apresentados os resultados para o primeiro modelo, o qual buscou testar as hipóteses de fluxo de caixa livre, subvalorização das ações e atendimento da demanda dos investidores.

Tabela 2: Resultados do primeiro modelo

Variável dependente: Recompra de ações	Coeficientes (estatística z)					
Variáveis independentes:	**Regressão 1**	**Regressão 2**	**Regressão 3**	**Regressão 4**	**Regressão 5**	**Regressão 6**
Fluxo de Caixa Livre	0,007866	0,008342	0,007521	0,007589	0,008489	0,007939
	(3,1)***	(3,21)***	(2,6)***	(2,94)***	(3,17)***	(2,59)***
Market-to-book	0,000005	-0,000049	-0,000186	0,000001	-0,000038	-0,000141
	(0,06)	(-0,44)	(-1,89)*	(0,01)	(-0,33)	(-1,77)*
Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,000671	0,000664	0,000785			
	(0,8)	(0,79)	(1,02)			
Prêmio de dividendos (PD)				0,019787	0,019243	0,022040
				(1,66)*	(1,66)*	(2)**
Endividamento		0,000000	0,000001		0,000000	0,000001
		(0,13)	(0,8)		(0)	(0,52)
Tamanho		0,000189	0,000270		0,000133	0,000195
		(1,55)	(1,96)**		(1,15)	(1,58)

Variável dependente: Recompra de ações	**Coeficientes (estatística z)**					
Variáveis independentes:	**Regressão 1**	**Regressão 2**	**Regressão 3**	**Regressão 4**	**Regressão 5**	**Regressão 6**
Rentabilidade		0,000036	0,000061		0,000026	0,000055
		(1,32)	(2,27)**		(0,96)	(2,33)**
Oportunidades de Investimento		-0,000215	-0,000566		0,000003	-0,000130
		(-0,33)	(-0,64)		(0)	(-0,13)
Ciclo de vida		0,000005	0,000021		0,000007	0,000010
		(0,13)	(0,57)		(0,2)	(0,28)
Payout Anterior			-0,000216			-0,000134
			(-1,5)			(-0,92)
Constante	0,001404	-0,001403	-0,002505	-0,003276	-0,005109	-0,006610
	(1,43)	(-0,62)	(-1,05)	(-0,96)	(-1,3)	(-1,69)*
Número de Observações	2.521	2.393	2.176	2.320	2.197	1.985
Significância modelo (Prob > chi2)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R^2	0,1144	0,1177	0,0746	0,1459	0,1513	0,1414
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,01	1,25	1,23	1,01	1,26	1,24
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,5581	0,3906	0,9321	0,7842	0,5341	0,6971
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Nota: Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com base no primeiro modelo, foram construídas seis regressões, as regressões 1 e 4 contaram apenas com as variáveis independentes principais, as variáveis de controle foram adicionadas nas demais. Todas as regressões tiveram controles de efeitos fixos no ano e setor e todas obtiveram significância estatística. Devido à existência de heterocedasticidade dos resíduos, conforme identificado pelo teste de Breusch-Pagan, foi necessária a correção pelo modelo robusto para todas as regressões. As regressões apresentaram uma multicolinearidade aceitável e atenderam o pressuposto de ausência de autocorrelação dos resíduos, porém conforme identificado pelo teste de Shapiro-Francia, os resíduos não possuem uma distribuição normal, o que faz com que as considerações sobre os resultados sejam limitadas apenas às empresas da amostra.

Nas seis regressões são destacadas relações estatisticamente significativas e positivas da recompra de ações com o fluxo de caixa livre. Esses resultados suportam H1, ou seja, as empresas brasileiras da amostra mostraram uma tendência de recomprar mais ações quando estavam com maior volume de fluxo de caixa livre disponível. Para a hipótese de subvalorização das ações (H2), houve fraco suporte, uma vez que a variável *market-to-book* foi estatisticamente significativa considerando 10% de significância e apenas nas regressões 3 e 6.

Para a hipótese de atendimento da demanda dos investidores (H5), também foi encontrado suporte considerando algumas das configurações do modelo. Nas regressões 4, 5 e 6 foi identificado que a variável Prêmio de dividendos (PD) apresentou uma relação estatisticamente significativa e positiva com a recompra de ações. A mesma relação não foi identificada para as demais regressões, as quais utilizaram a variável *dummy* PIDIV. Sobre as variáveis de controle, apenas tamanho e rentabilidade foram estatisticamente significantes em pelo menos uma regressão.

Também para testar as hipóteses de fluxo de caixa livre, subvalorização das ações e atendimento da demanda dos

investidores, foi construído o segundo modelo, o qual contou com a substituição de algumas variáveis em comparação ao primeiro modelo. Na Tabela 3 são destacados esses resultados.

Tabela 3: Resultados do segundo modelo

Variável dependente: Recompra de ações	**Coeficientes (estatística z)**					
Variáveis independentes:	**Regressão 1**	**Regressão 2**	**Regressão 3**	**Regressão 4**	**Regressão 5**	**Regressão 6**
Caixa	0,000501	0,000120	0,000699	0,000261	-0,000125	0,000219
	(0,28)	(0,05)	(0,34)	(0,15)	(-0,06)	(0,11)
Retorno das ações anterior	-0,000001	-0,000002	-0,000003	0,000000	-0,000001	-0,000002
	(-0,33)	(-0,98)	(-1,3)	(-0,19)	(-0,57)	(-0,78)
Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,000433	0,000373	0,000609			
	(0,53)	(0,47)	(0,83)			
Prêmio de dividendos (PD)				0,015483	0,014716	0,017249
				(1,31)	(1,29)	(1,61)
Endividamento		0,000000	0,000001		0,000000	0,000001
		(0,19)	(0,62)		(0,05)	(0,41)
Tamanho		0,000242	0,000250		0,000158	0,000176
		(2,06)**	(1,81)*		(1,37)	(1,4)
Rentabilidade		0,000062	0,000082		0,000053	0,000076
		(2,24)**	(2,96)***		(1,93)*	(2,94)***
Oportunidades de Investimento		-0,001064	-0,001284		-0,000775	-0,000919
		(-1,87)*	(-1,57)		(-1,28)	(-1,05)
Ciclo de vida		0,000018	0,000031		0,000021	0,000028
		(0,46)	(0,77)		(0,55)	(0,7)
Payout Anterior			-0,000226			-0,000152
			(-1,52)			(-1,01)
Constante	0,001438		-0,002347	-0,002046	-0,004061	-0,005191
	(1,63)		(-0,99)	(-0,61)	(-0,99)	(-1,31)
Número de Observações	2.446	2.279	2.067	2.256	2.096	1.889
Significância modelo (Prob > chi2)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R^2	0,0675	0,0726	0,0716	0,1482	0,1473	0,1402
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,00	1,17	1,15	1,07	1,19	1,17

Variável dependente: Recompra de ações	**Coeficientes (estatística z)**					
Variáveis independentes:	**Regressão 1**	**Regressão 2**	**Regressão 3**	**Regressão 4**	**Regressão 5**	**Regressão 6**
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,7161	0,5453	0,6332	0,9997	0,7618	0,3949
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

NOTA: SIGNIFICANTE AO NÍVEL DE 10%*; 5%** E 1%***

Fonte: Elaborado pelos autores.

O segundo modelo também teve uma divisão de seis regressões. As considerações feitas para o primeiro modelo, sobre controles de efeitos fixos, significância estatística do modelo e pressupostos das regressões, valem também para o segundo. As diferenças entre os dois foram a substituição de fluxo de caixa livre por caixa e *market-to-book* por retorno das ações anterior.

Essas duas variáveis não foram estatisticamente significativas em nenhuma regressão, dessa forma, os resultados do segundo modelo não trazem suporte para H1 e H2. O mesmo ocorreu para a variável prêmio de dividendos, que não apresentou significância estatística em nenhuma das regressões. Sobre as variáveis de controle, tamanho, rentabilidade e oportunidades de investimento foram estatisticamente significantes em pelo menos uma das regressões.

Para as mesmas três hipóteses testadas no primeiro e segundo modelo (fluxo de caixa livre, subvalorização das ações e atendimento da demanda dos investidores), foi construído um modelo de regressão logística. Os resultados desse terceiro modelo são demonstrados na Tabela 4.

Tabela 4: Resultados do terceiro modelo (regressão logística)

Variável dependente: Recomprador (dummy)	**Coeficientes (estatística z)**					
Variáveis independentes:	**Regressão 1**	**Regressão 2**	**Regressão 3**	**Regressão 4**	**Regressão 5**	**Regressão 6**
Fluxo de Caixa Livre	1,055769	0,130189	0,004054	0,873807	-0,182270	-0,383093
	(2,06)**	(0,18)	(0,01)	(1,62)	(-0,24)	(-0,47)
Market-to-book	0,008254	-0,061832	-0,076259	0,012902	-0,048701	-0,061790
	(0,49)	(-2,39)**	(-2,78)***	(0,76)	(-1,92)*	(-2,31)**
Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,708025	0,685990	0,715320			
	(2,69)***	(2,5)**	(2,52)**			
Prêmio de dividendos (PD)				7,512175	7,388507	8,442565
				(2,25)**	(2,08)**	(2,27)**
Endividamento		0,000349	0,000601		0,000264	0,000507
		(0,73)	(1,17)		(0,53)	(0,95)
Tamanho		0,246329	0,272060		0,238141	0,264239
		(7,43)***	(7,62)***		(6,97)***	(7,17)***
Rentabilidade		0,010371	0,014638		0,009395	0,013962
		(1,14)	(1,46)		(0,98)	(1,31)
Oportunidades de Investimento		-0,062944	-0,073655		-0,191663	-0,225865
		(-0,27)	(-0,29)		(-0,78)	(-0,83)

Variável dependente: Recomprador (dummy)	Coeficientes (estatística z)					
Variáveis independentes:	**Regressão 1**	**Regressão 2**	**Regressão 3**	**Regressão 4**	**Regressão 5**	**Regressão 6**
Ciclo de vida		0,206414	0,223420		0,190588	0,201973
		(1,61)	(1,49)		(1,52)	(1,39)
Payout Anterior			-0,068465			-0,034098
			(-0,75)			(-0,38)
Constante	-1,793847	-5,352821	-5,700810	-3,588885	-7,005526	-7,627291
	(-5,46)***	(-8,73)***	(-8,81)***	(-3,61)***	(-5,83)***	(-6,02)***
Sensitividade	0,38%	7,50%	9,19%	0,22%	6,00%	7,77%
Especificidade	100,00%	98,46%	98,19%	99,95%	98,86%	98,60%
Corretamente classificados	79,41%	79,19%	79,04%	80,04%	79,84%	79,75%
Número de Observações	2.521	2.393	2.176	2.320	2.197	1.985
Significância modelo (Prob > chi2)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pseudo R^2	0,0955	0,1354	0,1407	0,0951	0,1322	0,1366
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,01	1,25	1,23	1,01	1,26	1,24
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,0001	0,0001	0,0046	0,0000	0,0000	0,0013

NOTA: SIGNIFICANTE AO NÍVEL DE 10%*; 5%** E 1%***

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme a Tabela 4, pode ser visto que a probabilidade de uma empresa recomprar suas ações está positivamente relacionada com fluxo de caixa livre e prêmio de dividendos, e negativamente com índice *market-to-book*. Prêmio de dividendos foi a variável com resultado mais estável, já que entre as três foi a única estatisticamente significante em todas as configurações do modelo, considerando tanto PIDIV quanto PD como forma de mensuração. Os números desse modelo indicam que as empresas tendem a recomprar suas ações quando precisam distribuir fluxo de caixa livre disponível, quando os gestores entendem que as ações estão subavaliadas e nos momentos de maior demanda por dividendos (manifestada pelo maior prêmio de dividendos), suportando as três hipóteses testadas (H1, H2 e H5). Tamanho foi a única variável de controle com significância estatística em pelo menos uma regressão.

Apesar de o modelo ter demonstrado uma alta capacidade de classificar corretamente as observações (entre 79,04% e 80,04%), foi observada uma baixa sensitividade (entre 0,22% e 9,19%), ou seja, o modelo funcionou bem para classificar as empresas em períodos em que não houve recompra de ações (alta especificidade), porém o mesmo não ocorreu na classificação de empresas em períodos em que houve as operações de recompra.

Nos modelos já apresentados, foram testadas as mesmas hipóteses (fluxo de caixa livre, subvalorização das ações e atendimento da demanda dos investidores), para testar as outras duas foi necessária a construção de outros dois modelos. Na Tabela 5 são apresentados os resultados do quarto modelo, o qual foi utilizado para testar a hipótese de flexibilidade da recompra de ações.

Tabela 5: Resultados do modelo de flexibilidade

Variável dependente: CAPEX	**Coeficientes (estatística z)**				
Variáveis independentes:	**Regressão 1**	**Regressão 2**	**Regressão 3**	**Regressão 4**	**Regressão 5**
Recompra de ações	-0,016081	-0,266460	-0,268004	-0,262472	-0,243635
	(-0,08)	(-1,74)*	(-1,75)*	(-1,71)*	(-1,63)
Payout	-0,000941	-0,002277	-0,002280	-0,002153	-0,002541
	(-0,86)	(-2,02)**	(-2,02)**	(-1,91)*	(-2,27)**
Tamanho		0,007658	0,007518	0,007685	0,006411
		(5,48)***	(4,68)***	(4,8)***	(4,68)***
Endividamento		-0,000002	-0,000004	-0,000004	0,000000
		(-0,32)	(-0,38)	(-0,42)	(0,04)
Market-to-book			0,000208	0,000226	0,001063
			(0,26)	(0,28)	(1,83)*
Caixa				-0,018817	-0,009674
				(-1,04)	(-0,54)
Ciclo de vida					0,000924
					(1,42)
Tangibilidade					0,067572
					(4,54)***
Constante	0,045566	-1,186478	-0,044140	-0,044780	-0,045783
	(5,81)***	(-3,87)***	(-1,75)*	(-1,76)*	(-2,01)**
Número de Observações	3.107	2.317	2.317	2.311	2.311
Significância modelo (Prob > F)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R^2	0,1005	0,1410	0,1405	0,1410	0,2143
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,70	0,26	0,27	0,42	0,00
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,00	1,02	1,09	1,08	1,18
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,0003	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

NOTA: SIGNIFICANTE AO NÍVEL DE 10%*; 5%** E 1%***

Fonte: Elaborado pelos autores.

Diferentemente dos modelos anteriores, o quarto modelo contou com o Capex como variável dependente. Tanto a recompra de ações quanto o pagamento de dividendos foram estatisticamente significantes em pelo menos três das cinco regressões e apresentaram relação negativa. Dessa maneira, esses resultados evidenciam que, quando as empresas precisam modificar seus níveis de investimento, elas tendem a usar as duas formas de distribuição de caixa. Essas rela-

ções contrastam com os resultados apontados por Iyer et al. (2017), que identificaram que, pelo motivo de flexibilidade, apenas as recompras de ações eram ajustadas para atender às variações na necessidade com gastos de capital.

Com isso, os resultados do quarto modelo denotam que os gestores das empresas brasileiras, diferentemente de outros países, utilizam a recompra de ações e o pagamento de dividendos de forma complementar (suporte para H3), ou seja, semelhante ao identificado por Nascimento et al. (2011), Garcia e Lucena (2017) e Amorim et al. (2021), a recompra de ações não é vista como um meio flexível para substituir os dividendos no Brasil.

O fato de existir aumento nas recompras em momentos de maior prêmio de dividendos, conforme apontado anteriormente, também reforça a hipótese de que as recompras são utilizadas de forma complementar aos dividendos para as empresas da amostra.

Já sobre a hipótese de melhora no desempenho operacional, foi construído um modelo que contou com o ROA como variável dependente. Na Tabela 6 são apresentados os resultados desse quinto modelo.

Tabela 6: Resultados do modelo de desempenho operacional

Variável dependente: ROA	**Coeficientes (estatística z)**		
Variáveis independentes:	**Regressão 1**	**Regressão 2**	**Regressão 3**
Recompra de ações	27,320210		
	(1,05)		
Recompra de ações t-1		-7,892384	
		(-0,34)	
Recompra de ações t-2			-0,892512
			(-0,05)
Tamanho	1,067569	1,122261	1,095896
	(4,24)***	(4,34)***	(4,65)***
Endividamento	-0,012754	-0,012779	-0,012756
	(-5,54)***	(-5,44)***	(-5,43)***
Market-to-book	0,681127	0,670104	0,650576
	(5,45)***	(5,33)***	(5,09)***
Fluxo de Caixa Livre	25,426040	26,625240	27,146270
	(8,49)***	(7,85)***	(7,18)***
Ciclo de vida	0,180519	0,162609	0,163058
	(1,27)	(1,12)	(1,09)
Oportunidades de Investimento	4,674214	4,580758	4,634365
	(5,57)***	(5,19)***	(5,31)***
Capex	17,174880	20,027280	19,654470
	(2,69)***	(3,91)***	(3,79)***
Constante	-12,918220	-13,887610	-13,432600
	(-3,67)***	(-3,72)***	(-3,87)***
Número de Observações	2.490	2.438	2.387
Significância modelo (Prob > F)	0,00	0,00	0,00
R^2	0,4494	0,4415	0,4325

Variável dependente: ROA	**Coeficientes (estatística z)**		
Variáveis independentes:	**Regressão 1**	**Regressão 2**	**Regressão 3**
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,00	0,00	0,00
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,32	1,33	1,33
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,00	0,00	0,00
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00	0,00	0,00

Nota: Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Fonte: Elaborado pelos autores.

Esse modelo contou com três regressões, nas quais foram testadas as relações do desempenho operacional (ROA) com as recompras de ações realizadas em três momentos distintos (ano atual, ano anterior e dois anos antes). Diferentemente dos resultados reportados por Nohel e Tarhan (1998), Lie (2005) e Chao e Huang (2022), não foi encontrada uma melhora no desempenho operacional das empresas após a realização de recompras de ações. Esses resultados não trazem suporte para H4, ou seja, não foi identificada uma possível utilização de recompras de ações como parte de uma reestruturação das empresas, a qual teria o intuito de se desfazer de ativos de baixo desempenho.

De forma geral, os resultados dos testes realizados nesta seção sugerem que a decisão de recompra, embora com diversos pontos em comum com os encontrados em mercados desenvolvidos, também reflete particularidades econômicas e legais do Brasil. Para as empresas da amostra, as recompras de ações são motivadas pela necessidade de distribuir fluxo de caixa livre disponível, para informar o mercado que os preços das ações da empresa estão subavaliados, para complementar o pagamento de dividendos e para atender à necessidade de caixa dos investidores. Também pode ser visto que empresas maiores, mais rentáveis e com menos oportunidades de investimento possuem uma maior tendência de recomprar ações. Isso denota uma combinação de diferentes fatores que influenciam essa importante decisão financeira.

Os gestores, uma vez atentos à necessidade de distribuir caixa e evitar problemas de agência, usam as recompras como mecanismo para gerir volumes extras de caixa, assim como apontado por diversos dos estudos citados anteriormente. Além disso, a percepção de que as recompras também servem como forma de sinalizar ao mercado sobre a subavaliação das ações é relevante especialmente em um mercado como o do Brasil, já que, em ambientes marcados por informações assimétricas mais acentuadas, as recompras podem atuar como uma relevante ferramenta de comunicação, transmitindo a confiança da gestão a respeito do futuro da empresa.

Diferentemente do observado em pesquisas com empresas de outros países, no Brasil as recompras de ações não são utilizadas como um meio flexível para substituir dividendos, mas sim como uma estratégia de pagamento complementar. Essa divergência pode ser atribuída às particularidades regulatórias do mercado brasileiro, as quais impõem condições distintas quanto à decisão de distribuição dos lucros. A combinação das recompras e dividendos também pode ser interpretada como uma resposta à necessidade dos investidores. Especialmente em cenários com oportunidades de investimento limitadas e maior demanda de caixa dos acionistas, empresas podem optar por essa estratégia e devolver capital para seus proprietários, atendendo ao desejo mais imediato dos investidores por remuneração.

Das cinco hipóteses testadas, apenas H4 não recebeu nenhum suporte pelos resultados desta pesquisa, não sendo observada relação estatisticamente significativa entre a recompra de ações com uma possível melhora no desempenho operacional das empresas.

Portanto, esse trabalho contribui para o entendimento das dinâmicas de distribuição de caixa no Brasil, oferecendo insights que destoam quanto aos encontrados em outros países. Ao reconhecer a recompra como mecanismo de gestão financeira e comunicação com o mercado, empresas podem ampliar seus efeitos positivos, adaptando suas decisões conforme os ambientes econômico e legal evoluem.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A decisão de distribuir caixa, principalmente em ambientes marcados pela fraca proteção aos direitos dos acionistas, é um importante elemento que afeta a reputação da empresa junto ao mercado. No Brasil, tem-se optado majoritariamente por utilizar o pagamento de dividendos e os JSCP para entregar dinheiro aos acionistas, porém discussões sobre mudanças legais vêm ganhando espaço. Nesse contexto, a recompra de ações, que já é um dos principais mecanismos de pagamento corporativo em diversos países, pode demonstrar um maior potencial de crescimento.

Este trabalho teve o objetivo de investigar as principais motivações que levam as empresas brasileiras a recomprarem suas ações. Para isso, a partir de uma amostra de empresas não financeiras, foram empregadas as técnicas de regressão por mínimos quadrados ordinários e de regressão logística.

Os resultados obtidos nesta pesquisa evidenciaram que, considerando as empresas abordadas no estudo, a recompra de ações tem sido realizada como forma de evitar custos de agência com a distribuição do fluxo de caixa livre, para sinalizar ao mercado que as ações das empresas estão subavaliadas, para complementar o pagamento de dividendos e JSCP e para atender à demanda de caixa dos investidores. Dessa maneira, quatro das cinco hipóteses testadas foram suportadas pelos resultados deste trabalho. A única hipótese para a qual não foi encontrado suporte foi a de melhoria no desempenho operacional, mesmo considerando três momentos distintos (ações recompradas no período atual, com um e com dois anos de antecedência).

Esses resultados foram ao encontro de estudos anteriores realizados no Brasil, os quais já apontavam a distribuição de fluxo de caixa livre, a subavaliação das ações e a complementação de dividendos como principais determinantes das recompras, e, adicionalmente, trazem evidências do motivo de atendimento da demanda dos investidores para o contexto brasileiro, com as empresas recomprando em maior volume para complementar os dividendos em períodos de maior demanda, manifestada pelo prêmio que, em determinados momentos, os acionistas colocam nos preços das ações de grandes pagadores de dividendos.

Assim como nos outros estudos com empresas brasileiras, este trabalho também destacou uma diferença na utilização da recompra de ações, com esse mecanismo servindo para complementar o pagamento de dividendos e não para substituí-lo, o qual é o comportamento observado em trabalhos de diversos países, já que em outros locais a recompra de ações é vista como uma forma mais flexível de distribuir caixa.

Como limitação desta pesquisa, pode ser citado que, devido ao foco ter sido nos determinantes em geral, algumas abordagens mais específicas não foram realizadas. Como, por exemplo, Grullon e Michaely (2004), que, sobre a hipótese de fluxo de caixa livre, avaliaram a resposta do mercado para verificar se houve queda nos riscos e custo de capital das empresas após as recompras, ou o exemplo de Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (1995) que, para testar a hipótese de subvalorização, examinaram a variação de curto e longo prazo nos preços das ações. Desta forma, fica a sugestão de trabalhos futuros que pesquisem de forma específica alguma das hipóteses tratadas neste estudo.

Também para estudos futuros, no caso de se confirmar uma mudança no ambiente legal que traga menor incentivo para o uso de dividendos, fica a indicação da realização de pesquisas que analisem possíveis alterações com relação aos determinantes das recompras de ações no mercado brasileiro. Como, por exemplo, algumas perguntas que podem ser feitas são se as empresas começaram a enxergar a recompra de ações como um meio mais flexível de distribuir caixa, e se os anúncios de recompras foram utilizados como parte de uma reestruturação de ativos, levando a uma melhora no desempenho operacional da empresa.

6 REFERÊNCIAS

Amorim, D. P., Camargos, M. A., & Medrado, I. A. (2021). Determinantes das Recompras de Ações: Evidências no Mercado Brasileiro entre 2011 e 2018. *Enfoque Reflexão Contábil, 40*(1), pp. 155-169.

Andriosopoulos, D., & Hoque, H. (2013). The determinants of share repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis, 27*, pp. 65-76.

Arora, R. K. (2022). Why Do Indian Companies Repurchase Their Shares? *Global Business Review, 23*(1), pp. 205-217.

Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance, 59*(3), pp. 1125-1165.

Bonaimé, A. A., Öztekin, Ö., & Warr, R. S. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance, 26*, pp. 182-200.

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics, 77*(3), pp. 483-527.

Castro, H., & Yoshinaga, C. (2019). A Sub-Reação a Recompras de Ações no Mercado Aberto. *Revista Contabilidade & Finanças - USP, 30*(80), pp. 172-185.

Chao, C., & Huang, C. (2022). Firm performance following actual share repurchases: Effects of investment crowding out and financial flexibility. *Pacific Basin Finance Journal, 73*, pp. 1-15. doi:10.1016/j.pacfin.2022.101738

Chasiotis, I., Georgantopoulos, A. G., & Eriotis, N. (2021). Determinants of share repurchases: A quantile regression approach. *Economics and Business Letters, 10*(1), pp. 27-36.

Chazi, A., Theodossiou, A., & Zantout, Z. (2018). Corporate payout-form: investors' preference and catering theory. *Managerial Finance, 44*(12), pp. 1418-1433.

Chen, N., & Liu, C. (2023). The impact of share repurchases on equity finance and performance. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 91, pp. 198-212.

Garcia, I. A., & Lucena, W. G. (2017). Motivos para Recompra de Ações: Uma Análise com as Empresas da BM&FBovespa e da NYSE. *Advances in Scientific and Applied Accounting, 10*(1), pp. 21-38.

Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs. *Journal of Finance, 59*(2), pp. 651-680.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics, 39*(2-3), pp. 181-208.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading. *Journal of Finance, 55*(5), pp. 2373-2397.

Iyer, S. R., Feng, H., & Rao, R. (2017). Payout flexibility and capital expenditure. *Review of Quantitative Finance and Accounting, 49*(3), pp. 633-659.

Jiang, Z., Kim, K. A., Lie, E., & Yang, S. (2013). Share repurchases, catering, and dividend substitution. *Journal of Corporate Finance, 21*(1), pp. 36-50.

Kim, K. S., & Park, Y. W. (2021). Long-term performance following share repurchase, signaling costs and accounting transparency: Korean evidence. *Review of Accounting and Finance, 20*(2), pp. 143-166. doi:10.1108/RAF-07-2020-0191

Kulchania, M. (2013). Catering driven substitution in corporate payouts. *Journal of Corporate Finance, 21*(1), pp. 180-195.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance, 55*(1), pp. 1-33.

Lee, B. S., & Suh, J. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance, 17*(5), pp. 1306-1329.

Lee, C. I., Ejara, D. D., & Gleason, K. C. (2010). An empirical analysis of European stock repurchases. *Journal of Multinational Financial Management, 20*(2-3), pp. 114-125.

Lie, E. (2005). Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics, 39*(3), pp. 411-436.

Ma, P., Li, C., & Wang, X. (2024). Why do undervalued firms repurchase shares? Evidence based on the market-timing effect in China. *Global Finance Journal*, 59, pp. 1-26.

Moin, A., Guney, Y., & El Kalak, I. (2020). In search of stock repurchases determinants in listed Indonesian firms during regulatory changes. *Journal of Economic Behavior and Organization, 176*, pp. 145-165.

Nascimento, S. F., Galdi, F. C., & Nossa, S. N. (2011). Motivações Determinantes para a Recompra de Ações: Um Estudo Empírico no Mercado de Ações Brasileiro no Período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie, 12*(5), pp. 98-121.

Nohel, T., & Tarhan, V. (1998). Share repurchases and firm performance: New evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics, 49*(2), pp. 187-222.

Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance, 29*, pp. 288-302.

Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics, 87*(3), pp. 582-609.

Vancin, D., & Kirch, G. (2020). Mandatory dividend and corporate investment: a multi-country analysis. *RAUSP Management Journal, 55*(4), pp. 531-545.

von Eije, H., & Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics, 89*(2), pp. 347-374.

Wang, Z., Yin, Q. E., & Yu, L. (2024). Do share repurchases facilitate movement toward target capital structure? International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 77, pp. 1-30.

Wansley, J. W., Lane, W. R., & Sarkar, S. (1989). Managements' View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums. *Financial Management, 18*(3), pp. 97-110.

Wesson, N., Smit, E. V., Kidd, M., & Hamman, W. D. (2018). Determinants of the choice between share repurchases and dividend payments. *Research in International Business and Finance, 45*, pp. 180-196.