

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**Ricardo Borges dos Santos**

**INVESTIMENTOS EM AÇÕES PELAS ESTRATÉGIAS  
*VALUE INVESTMENT E GROWTH INVESTMENT***

**Porto Alegre**

**2009**

**Ricardo Borges dos Santos**

**INVESTIMENTOS EM AÇÕES PELAS ESTRATÉGIAS  
*VALUE INVESTMENT E GROWTH INVESTMENT***

Monografia apresentada ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

Porto Alegre

2009

**Ricardo Borges dos Santos**

**INVESTIMENTOS EM AÇÕES PELAS ESTRATÉGIAS  
*VALUE INVESTMENT E GROWTH INVESTMENT***

Monografia apresentada ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em: Porto Alegre, de de 2009.

Banca examinadora

---

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima (orientador)  
FCE/UFRGS

---

Prof. Dra. Maria Alice Oliveira da Cunha Lahorgue  
FCE/UFRGS

---

Prof. Dr. Stefano Florissi  
FCE/UFRGS

***P**ara meus pais, Aldo e Catarina, que,  
apesar da distância, sempre me ajudaram  
a enfrentar desafios e me deram  
a melhor formação moral e pessoal possível,  
herança que carregarei por toda minha vida.*

*Ao concluir este trabalho, quero agradecer...*

*...ao professor Lima, meu orientador, pela confiança depositada na realização deste trabalho e pelo tempo a mim dedicado.*

*...aos professores da FCE/UFRGS, pelos ensinamentos transmitidos durante este período todo.*

*...aos meus irmãos, avós e demais familiares, pelo carinho e inesgotável apoio.*

*...à Bia e à Evelyn, crianças maravilhosas que nos encantam cada vez mais e nos enchem de alegrias.*

*...aos meus amigos, pelos inúmeros momentos de lazer e descontração.*

*...à Aninha, por sua paciência comigo, carinho, companhia e compreensão.*

## RESUMO

O objetivo central deste trabalho é contribuir para o conhecimento e difusão das estratégias de valor (*value investment*) e de crescimento (*growth investment*) como instrumentos de análise de investimentos em ações. Primeiramente, iniciamos o trabalho com uma discussão acerca da relação do sistema financeiro com a economia. A seguir, procuramos destacar o mercado de capitais, com sua importância para o crescimento econômico de um país, empresas e investidores. Apresentamos, também, alguns fatores que podem proporcionar um maior desenvolvimento do mercado de ações no Brasil. Destacamos, a seguir, as principais características e diferenças dos dois métodos de análise de investimentos em ações: a Análise Técnica e a Análise Fundamentalista. Após, abordamos a administração de investimentos, especialmente, os fundamentos de risco e retorno, a correlação entre ativos financeiros e a importância da diversificação de investimentos. Por fim, tratamos das duas estratégias de investimentos. Iniciamos com uma fundamentação teórica acerca da Hipótese de Mercados Eficientes e apresentamos alguns autores que identificam a existência de anomalias de mercado, que contradizem a eficiência. Dentre as principais anomalias, enfatizamos a anomalia de valor, que contraria a proposta do modelo CAPM, que estabelece uma relação direta entre retornos e riscos de aplicações financeiras. As anomalias de valor decorrem porque alguns agentes econômicos tendem a cometer erros de projeções sobre o comportamento futuro dos preços. Essas possibilitam, então, a existência da chamada *golden opportunity*, ou seja, investimentos em ativos financeiros que proporcionam retornos maiores e riscos menores. Isso é possível pela utilização da estratégia *value investment*, que demonstra ser superior à estratégia *growth investment*.

**PALAVRAS-CHAVE:** Mercado de capitais. Estratégia de valor. Estratégia de crescimento. Anomalias de mercado. Anomalia de valor. *Golden opportunity*.

## RESUMEN

El objetivo central de este trabajo es contribuir a la comprensión y la difusión de estrategias del valor (*value investment*) y del crecimiento (*growth investment*) como herramientas de análisis para inversiones en acciones. En primer lugar, comenzamos el trabajo con una discusión sobre la relación del sistema financiero con la economía. A continuación, destacamos el mercado de capitales, con su importancia para el crecimiento económico de un país, empresas e inversionistas. Presentamos también algunos de los factores que pueden proporcionar un mayor desarrollo del mercado de acciones en Brasil. Destacamos, a continuación, las principales características y diferencias de los dos métodos de análisis de las inversiones en acciones: Análisis Técnico y Análisis Fundamentalista. Enseguida abordamos la administración de inversiones, especialmente los fundamentos de riesgo y el rendimiento, la correlación entre los activos financieros y la importancia de la diversificación de las inversiones. Por último, el tratamiento de las dos estrategias de inversiones. Empezamos con una base teórica sobre la hipótesis de la eficiencia de los mercados y presentamos algunos autores que identifican la existencia de anomalías de mercado, que contradicen la eficiencia. Entre las principales anomalías, enfocamos la anomalía de valor, lo que contradice la propuesta del modelo CAPM, que establece una relación directa entre los rendimientos y los riesgos de las inversiones financieras. Las anomalías de valor surgen porque algunos agentes económicos tienden a cometer errores de proyecciones sobre el comportamiento futuro de los precios. Esto hace posible, entonces, la existencia de los llamados *golden opportunity*, es decir, las inversiones en activos financieros que ofrecen mayores rendimientos y menores riesgos. Esto es posible por el uso de la estrategia *value investment*, que demuestra ser superior a la estrategia *growth investment*.

**PALABRAS-CLAVE:** Mercado de capitales. Estrategia de valor. Estrategia de crecimiento. Anomalías de mercado. Anomalía de valor. *Golden opportunity*.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>2 O SISTEMA FINANCEIRO E A ECONOMIA.....</b>	<b>11</b>
2.1 MERCADO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO.....	14
2.2 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	17
2.3 ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	18
<b>3 A ANÁLISE DE INVESTIMENTOS.....</b>	<b>21</b>
3.1 A ANÁLISE TÉCNICA.....	22
3.1.1 A Teoria Dow.....	23
3.1.2 A Análise Gráfica.....	24
3.1.3 Indicadores Técnicos.....	25
3.2 A ANÁLISE FUNDAMENTALISTA.....	26
3.2.1 Enfoques da Análise Fundamentalista.....	27
3.2.2 Indicadores de Análise de Ações.....	29
<b>4 A ADMINISTRAÇÃO DE INVESTIMENTOS.....</b>	<b>32</b>
4.1 FUNDAMENTOS DE RISCOS E RETORNOS.....	32
4.2 RISCO E RETORNO DE UM ATIVO INDIVIDUAL.....	34
4.3 RISCO E RETORNO DE UMA CARTEIRA DE AÇÕES.....	36
4.4 CORRELAÇÃO ENTRE ATIVOS FINANCEIROS.....	37
4.5 DIVERSIFICAÇÃO DE INVESTIMENTOS.....	38
<b>5 AS ESTRATÉGIAS <i>VALUE INVESTMENT</i> E <i>GROWTH INVESTMENT</i>.....</b>	<b>40</b>
5.1 ESTUDOS REALIZADOS EM MERCADOS DO EXTERIOR.....	44
5.2 ESTUDOS REALIZADOS NO MERCADO BRASILEIRO.....	46
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>48</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>51</b>



## 1 INTRODUÇÃO

De acordo com Luquet (2000, p.33), “O mercado financeiro existe para viabilizar a troca de recursos entre os diversos agentes econômicos”. É neste mercado que pessoas, governos e empresas suprem suas necessidades de consumo, através dos diferentes instrumentos financeiros.

A importância e a forma de como o sistema financeiro pode participar do processo de desenvolvimento econômico de um país sempre foram temas de diversas discussões na literatura econômica. Os critérios utilizados para classificar o mercado financeiro, devido à sua complexidade, são inúmeros. Conforme Pinheiro (2007, p.76), a forma mais utilizada para classificar o mercado financeiro é de acordo com o critério de “Necessidades dos Clientes”, é nesta classificação, então, que se situa o mercado de capitais.

O mercado de capitais sempre despertou grande interesse nas pessoas, devido à ilusão de enriquecimento rápido e fácil. As histórias de investidores que fizeram fortunas nas bolsas de valores são muitas. No entanto, é grande, também, o número daqueles que perderam consideráveis quantias financeiras. Em razão disso, é fundamental e necessária a utilização de métodos adequados no processo de análise de ações.

Para avaliar uma ação, conforme Luquet (2000, p.78) são utilizadas, comumente, duas metodologias de análise: a Análise Técnica e a Análise Fundamentalista. Na Análise Técnica, acredita-se que todas as informações disponíveis sobre as empresas já estão embutidas nos preços das ações, o objetivo desta análise é antecipar o comportamento futuro do mercado. Diferentemente, na Análise Fundamentalista, acredita-se que as informações ainda não tenham sido “precificadas” pelo mercado, o objetivo desta análise, então, é antecipar o comportamento futuro de uma empresa, no mercado.

A Análise Fundamentalista possibilita duas estratégias de alocação de recursos, sendo elas: a estratégia de valor (*value investment*) e a estratégia de crescimento (*growth investment*). Conforme Neves (2006, p.165), “A estratégia de valor consiste em investir em empresas consideradas maduras, [...], porém, com baixo potencial de crescimento”. Na estratégia de crescimento, no entanto, procura-se investir em empresas jovens, que possuam um potencial de crescimento maior.

Podemos perceber, claramente, que poucos investidores conhecem e utilizam as duas estratégias de investimentos, abordadas como foco principal deste trabalho. Sendo assim, o objetivo geral deste é contribuir para a difusão, o conhecimento e o entendimento das estratégias de valor e de crescimento como instrumentos de análise de investimentos em ações. Como objetivo específico, pretendemos mostrar a significativa importância que deve ser dada às estratégias e suas principais diferenças. Para se atingir os objetivos propostos, o presente trabalho conta, além desta introdução, com mais cinco capítulos.

No capítulo dois, apresentaremos o sistema financeiro e sua relação com a economia. Ressaltaremos, então, a importância do mercado de capitais para o crescimento econômico de um país, como, também, para empresas e investidores. Procuraremos abordar, neste capítulo, também, os fundamentos macroeconômicos que favoreceram o desenvolvimento do mercado de capitais, em países do exterior, e que podem servir como modelo para o mercado brasileiro. Finalizando o capítulo, enfatizaremos a dinâmica da estrutura e funcionamento do mercado de capitais.

O capítulo três será dedicado à apresentação dos principais métodos de análise de investimentos. Serão abordadas as análises técnica e fundamentalista. Pretendemos ressaltar, neste capítulo, as principais diferenças entre as duas análises, como, também, as características específicas de cada uma. Na análise técnica, iremos enfatizar as principais técnicas utilizadas, por esta, para as projeções futuras dos preços dos ativos financeiros. E, por fim, na análise fundamentalista, iremos apresentar os principais enfoques utilizados, por esta análise, e os principais indicadores utilizados para o processo de análise de ações.

No capítulo quatro, por sua vez, abordaremos a administração de investimentos. Inicialmente, vamos destacar a importância desta para aplicações financeiras. A seguir, trataremos do binômio risco/retorno, com seus principais fundamentos e aplicações para ativos financeiros individuais e em carteira e como podem ser mensurados. Finalizando o capítulo, vamos conceituar o processo de correlação entre ativos financeiros e destacar a importância da diversificação de investimentos, utilizada como meio de minimização de riscos de aplicações financeiras.

No capítulo cinco, serão apresentadas e discutidas as estratégias de valor e de crescimento. Inicialmente, realizaremos uma fundamentação teórica acerca do conceito de mercados eficientes. A seguir, apresentaremos alguns autores que

identificaram, através de diversas pesquisas, a existência de anomalias de mercado, que contradizem a teoria de eficiência de mercados. Procuraremos destacar a anomalia de valor, que se opõe à teoria proposta pelo modelo CAPM, que estabelece uma relação direta entre retornos e riscos entre investimentos financeiros. A anomalia de valor, por sua vez, decorre de erros de projeções, por parte dos investidores, sobre o comportamento futuro dos preços dos ativos e possibilita, assim, a existência da chamada *golden opportunity*, que consiste em ganhos anormais no mercado de ações, ou seja, retornos maiores não condicionados a riscos maiores. Por fim, teceremos as considerações finais buscando revisar, inicialmente, os principais tópicos abordados no trabalho, e, após, elaborar uma conclusão a respeito da utilização das estratégias de valor e de crescimento.

## 2 O SISTEMA FINANCEIRO E A ECONOMIA

Conforme Teixeira (2005, p.118-119) “A influência do sistema financeiro sobre o desenvolvimento econômico é discutida desde o fim do século XIX, mas ainda permanece controversa”. O autor, em seu trabalho, apresenta-nos duas correntes de pensamento que abordam de forma diferente a importância do sistema financeiro na economia.

De um lado, estão aqueles que defendem que o sistema financeiro não é importante para o processo de desenvolvimento econômico de um país. Alguns autores, de acordo com Teixeira, argumentam que é o desenvolvimento financeiro que é influenciado pelo crescimento econômico, como, por exemplo, Robinson (1952)<sup>1</sup>; Arestis e Demetriades (1988)<sup>2</sup>. Lucas (1988)<sup>3</sup> chega a afirmar que o papel do setor financeiro na economia é superestimado pelos economistas.

De outro lado, segundo Teixeira, estão os defensores da idéia de que o setor financeiro tem um papel importante no processo de desenvolvimento econômico. Hicks (1969)<sup>4</sup> argumenta, por exemplo, que o setor bancário é fundamental na geração do crescimento econômico de um país. Darrat (1999)<sup>5</sup> afirma, por sua vez, que “[...] o desenvolvimento financeiro estimula o crescimento econômico por meio do aumento da eficiência com a geração e expansão da liquidez e da transferência de recursos entre setores com maior rentabilidade”. Para Levine (1997)<sup>6</sup>, há uma relação direta entre desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico. Já Rajan e Zingales (2003)<sup>7</sup> propõem que o desenvolvimento financeiro cria novas empresas, estimulando novos empreendimentos e, por conseqüência, gerando desenvolvimento econômico para os países.

---

<sup>1</sup> ROBINSON, J. The generalization of the general theory. In: **The Rate of Interest and Other Essays**. London: MacMillan, Press, 1952.

<sup>2</sup> ARESTIS, P. e DEMETRIADES, P. Finance and economic growth: is Schumpeter right? **Análise Econômica**, v.6, n.30, p.5-21, 1988.

<sup>3</sup> LUCAS, R. On the mechanisms of economic development. **Journal of Monetary Economics**, v.22, p.3-42, 1988.

<sup>4</sup> HICKS, J. **A theory of economic history**. Oxford: Oxford UP, 1969.

<sup>5</sup> DARRAT, A. Are financial deepening and economic growth causality related? Another look at the evidence. **International Economic Journal**, v.13, n.3, p.19-35, 1999.

<sup>6</sup> LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v.35, p.688-726, 1997.

<sup>7</sup> RAJAN, R. e ZINGALES, L. The great reversals: the politics of financial development in the 20th century. **Journal of Financial Economics**, v.69, 2003.

Conforme Pinheiro (2007, p.73-76), podemos definir o mercado financeiro como “[...] o mecanismo ou ambiente através do qual se produz um intercâmbio de ativos financeiros e se determinam seus preços”. O autor ressalta que, neste mercado, ocorrem transferências financeiras de unidades superavitárias para as deficitárias.

Os agentes superavitários, de acordo com Pinheiro, são aqueles possuidores de poupança, ou seja, possuem excesso de renda em comparação ao consumo. Estes, se desejarem, podem utilizar suas poupanças, investindo via mercado financeiro, como forma de maximizar seus ganhos. Por outro lado, os agentes deficitários são aqueles que precisam recorrer ao mercado financeiro para obterem mais crédito, pois necessitam complementar suas necessidades de consumo, uma vez que não possuem renda excedente. O mercado financeiro pode ser considerado, então, um transferidor de poupança entre os agentes, pois a oferta de recursos dos superavitários pode ser utilizada para financiar as necessidades dos deficitários.

Novaes (2005 apud GLEIZER, 2005, p.175) analisa os diferentes tipos de sistema financeiro. De acordo com a autora, o setor financeiro pode ser classificado conforme sua participação no processo de desenvolvimento econômico.

Sendo assim, o setor financeiro pode participar do processo de crescimento da economia de um país através de duas maneiras: a primeira forma de participação é aquela em que o setor financeiro do país está baseado principalmente em bancos. Neste modelo, estes possuem um papel essencial no processo de crescimento econômico, isso ocorre em países como Japão, Alemanha, assim, como, também, no Brasil; e a segunda maneira de participação do setor financeiro na economia é aquela em que os agentes econômicos utilizam o mercado de capitais no processo de crescimento da economia, como ocorre em países como EUA e Inglaterra.

A classificação dos mercados financeiros é algo muito difícil “essa dificuldade não deve surpreender-nos já que o mercado financeiro é um fenômeno complexo, de muitas facetas, susceptível de uma classificação multicritério”. (MARTÍN; RUIZ, 1994, apud PINHEIRO, 2007, p.76). O quadro 1 representa as formas de classificação dos mercados, segundo alguns critérios.

Critério	Classificação
1. Grau de Transformação dos Ativos	· direto (sem transformação); e · intermediado (com transformação).
2. Forma de Funcionamento	· busca direta; · prestadores de serviço ( <i>brokers</i> ); · mediadores ( <i>dealers</i> ); e · leilão.
3. Tipos de Ativos	· monetários; e · capitais.
4. Fase de Negociação	· primários; e · secundários.
5. Prazo ou Condições	· a vista ou <i>spot</i> ; · futuros; e · opções.
6. Tipo de Moeda	· moeda nacional (local); e · internacional (externo).
7. Grau de Intervenção	· livres; e · regulados.
8. Grau de Formalização	· organizados; e · não organizados.
9. Grau de Concentração	· centralizados; e · não centralizados.
10. Necessidades dos Clientes	· crédito; · capitais; · cambial; e · monetária.

**Quadro 1 – Formas de classificação dos mercados financeiros.**

Fonte: Pinheiro (2007, p.76)

O critério das “Necessidades dos Clientes” é o mais utilizado para classificar o mercado financeiro. Essas necessidades podem ser segmentadas, conforme quadro anterior, em quatro tipos diferentes: mercado de crédito, mercado de capitais, mercado cambial e mercado monetário.

Segundo Assaf Neto (2009), necessidades de caixa, de curto e médio prazos, dos agentes econômicos vão gerar o mercado de crédito. Este mercado é utilizado para suprir as necessidades de consumo das famílias, através de créditos concedidos às pessoas físicas, e para atender as necessidades de capital de giro das empresas, por meio de empréstimos e financiamentos.

De acordo com o autor, para atender a necessidade de câmbio, existe o mercado cambial. Neste segmento financeiro, ocorre a conversão de moedas locais em estrangeiras e vice-versa. Este mercado concentra todos agentes econômicos que realizam transações com o exterior. O Banco Central do Brasil atua neste mercado visando o controle das reservas cambiais e a manutenção do valor da moeda nacional, além de ser responsável pela regulamentação e fiscalização deste mercado.

O mercado monetário, por sua vez, tem por objetivo controlar a liquidez monetária da economia. É utilizado pelo governo para suprir sua necessidade de realizar a política econômica, através de operações de curto e curtíssimo prazos, e gerenciar o mercado financeiro. Este mercado negocia papéis tendo como parâmetro de referência a taxa de juros e caracteriza-se por reduzidos prazos de resgate e alta liquidez.

O mercado de capitais caracteriza-se, entretanto, por oferecer a possibilidade de suprir as necessidades de financiamento de médio e longo prazo das empresas. Neste mercado, efetua-se a ligação entre investidores possuidores de poupança e empresas carentes de recursos. As operações de crédito, no mercado de capitais, possuem prazo de resgate indeterminado e não envolvem intermediação financeira.

## 2.1 MERCADO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Considerando as diferentes visões acerca da importância e do modo como sistema financeiro pode participar no processo de desenvolvimento econômico, esta parte do trabalho pretende enfatizar a visão que o considera um agente essencial neste processo. Pretendemos ressaltar, nesta etapa, o papel importante que o mercado de capitais tem e destacar sua contribuição positiva sobre o setor real da economia.

O mercado de capitais pode constituir-se numa das maiores fontes de desenvolvimento da economia. Pinheiro (2007, p.127) afirma que

Mercado de capitais é fundamental para o crescimento econômico, porque:

- aumenta as alternativas de financiamento para as empresas;
- reduz o custo global de financiamentos;
- diversifica e distribui risco entre os aplicadores;
- democratiza o acesso ao capital.

Conforme estudos realizados pelo Banco Mundial (BOVESPA, 2007), o impacto positivo do mercado de ações sobre a economia é cada vez maior. A conclusão dos estudos, para um período analisado entre 1976 e 1996, de acordo com a BOVESPA, permite observar que “[...] o mercado acionário não apenas

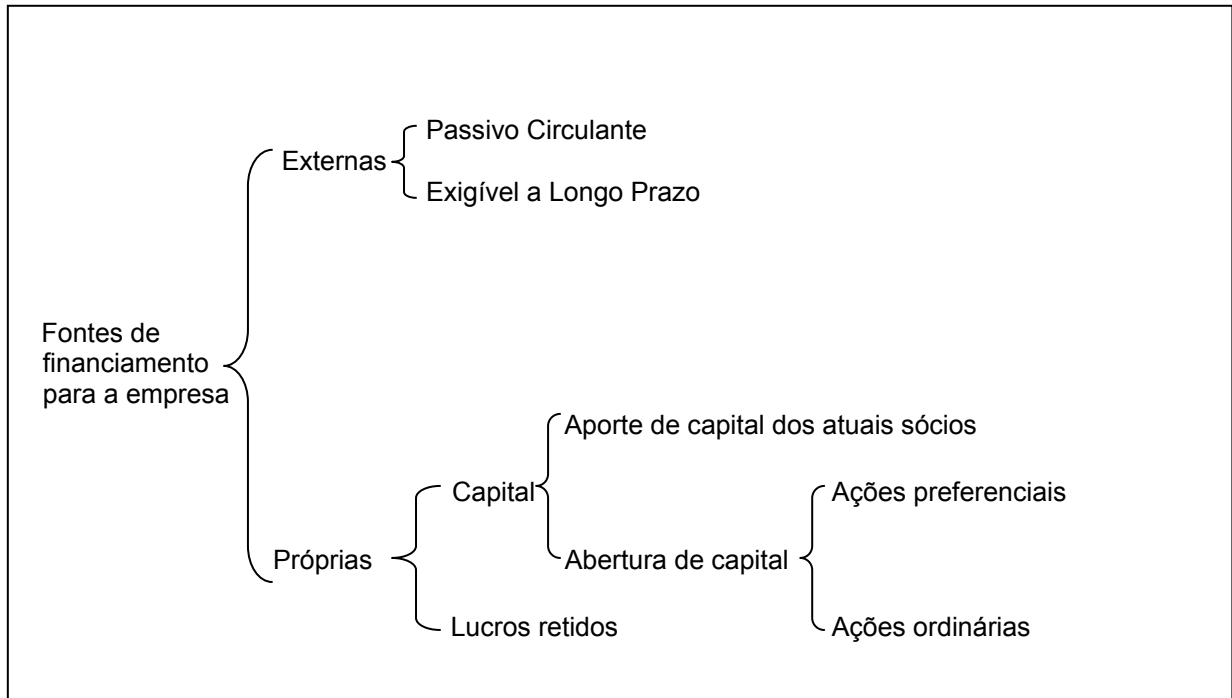
seguiu o crescimento econômico, mas proporcionou os meios para prognosticar as taxas futuras de crescimento do capital, da produtividade e da renda *per capita*".

Segundo a Bolsa de Valores de São Paulo, o mercado de ações pode trazer inúmeras contribuições à sociedade, como:

- a) expansão do setor privado com geração de novos empregos;
- b) redirecionamento de recursos públicos para camadas menos favorecidas; e
- c) substituição da previdência pública (deficitária e onerosa aos cofres públicos) por um modelo de previdência privada.

Através do mercado de ações, as empresas podem captar os recursos que irão auxiliá-las em seus projetos de expansão, gerando novos empregos e contribuindo para o progresso do país. Pinheiro (2007) ressalta que, para uma economia crescer e proporcionar melhor qualidade de vida a seus agentes, é fundamental que as empresas façam investimentos a fim de poderem se expandir e aumentar suas produtividades. O autor destaca que os recursos financeiros de que as empresas necessitam podem ser adquiridos conforme as fontes indicadas na figura 1.





**Figura 1 – Fontes de financiamento para a empresa.**

Fonte: Pinheiro (2007, p.124)

Segundo o autor, das possibilidades possíveis de financiamento das empresas, a abertura de capital é a alternativa que oferece maiores vantagens às empresas, quando comparada a outras fontes de recursos.

“A captação de recursos por meio de fontes externas aumenta o nível de endividamento [...]”, com relação ao capital de giro, afirma, que “[...] pode levar a empresa a uma crise de liquidez [...]” (PINHEIRO, 2007, p.124-125). Entretanto, com relação à abertura de capital, afirma que esta opção melhora o nível de endividamento e os indicadores econômico-financeiros, não oferece encargo fixo à empresa, não tem prazo de resgate das ações, possibilita que as empresas possam se expandir por meio de incorporações de outras e profissionaliza a gestão, melhorando a imagem institucional da empresa.

O mercado de capitais, além de ser uma excelente opção para as empresas, pode trazer, também, significativos ganhos reais aos investidores, quando comparado a outras formas de aplicação financeira. Não obstante a existência de risco, como há em quase todos os tipos de aplicações financeiras, no mercado de capitais, este pode ser bem administrado e, assim, minimizado. Os retornos adquiridos pelos investidores no mercado de ações dependem, por sua vez, essencialmente, do tipo de estratégia a ser utilizada.

## 2.2 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITALIS

Teixeira (2005) afirma que não há possibilidade de um mercado de capitais de longo prazo sobreviver em um ambiente de baixo desenvolvimento econômico. Em outras palavras, o desenvolvimento do mercado de capitais depende dos mesmos fatores que favorecem o crescimento econômico. O mercado de capitais pode favorecer, assim, o desenvolvimento econômico apenas em ambientes de certa estabilidade econômica.

De acordo com Novaes (2005, p.33 et seq.) alguns exemplos internacionais nos mostram a existência de uma forte correlação entre crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de capitais. Segundo a autora, a estabilidade macroeconômica é pré-requisito básico para o desenvolvimento do mercado, pois afeta a relação entre sistema financeiro e crescimento da economia, sendo, o governo, um ator fundamental nessa relação.

Novaes aborda alguns aspectos institucionais como essenciais no desenvolvimento do mercado de ações, como, proteção aos acionistas minoritários, importância dos investidores institucionais e boas práticas de governança corporativa. São apresentados, em seu trabalho, exemplos de países, como, Chile, México, África do Sul e outros, que conseguiram desenvolver seus mercados a partir de bons indicadores macroeconômicos e significativa importância concedida aos chamados aspectos institucionais.

No caso do Chile, por exemplo, a liberalização dos mercados, iniciada em 1975, impulsionou o mercado de renda variável (em 1995, a capitalização do mercado de ações chegou a 108% do Produto Interno Bruto). O início do sucesso de desempenho econômico chileno, para Novaes, foi impulsionado, principalmente, por esse processo de liberalização.

Além da liberalização do mercado interno chileno, que o flexibilizou para o setor externo, Novaes considera outros fatores importantes para o sucesso econômico-financeiro do país, sendo eles:

- a) reformas estruturais;
- b) nova lei de falências; e
- c) reformas dos fundos de pensão.

Segundo a autora, o exemplo do Chile nos mostra como o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros pode ser explicado pelo comportamento macroeconômico do país.

Para Teixeira (2005), o grau de desenvolvimento do mercado de capitais de um país depende da previsibilidade dos indicadores econômico-financeiros deste. No caso brasileiro, a sociedade tem preferência por investimentos de curto prazo, devido a pouca previsibilidade econômica (décadas de grande volatilidade e incertezas econômicas reduziram as aplicações financeiras de longo prazo). É essencial, assim, para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, maior previsibilidade da economia, ou seja, estabilidade econômica duradoura, que pode ser adquirida através de medidas que garantam um padrão sustentável de crescimento econômico pouco volátil.

Teixeira nos apresenta algumas razões associadas à baixa previsibilidade da economia brasileira, que impedem um maior crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de ações. O autor destaca, entre elas, as seguintes:

- a) instabilidade econômica (causada por inflação alta e volátil, quando comparada a padrões internacionais);
- b) ambiente de negócio insatisfatório (dificuldade para abrir/fechar negócios e registrar propriedades);
- c) imprevisibilidade fiscal (decorrente de decisões governamentais que alteram regras fiscais e, conseqüentemente, prejudicam investidores); e
- d) incerteza tributária.

### 2.3 ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

“O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores” (PINHEIRO, 2007, p.130).

O mercado de ações, de acordo com sua estrutura, pode ser dividido em duas partes: mercado primário e mercado secundário. No mercado primário, ocorre a

abertura do capital da empresa, através do lançamento de novos títulos (oferta inicial de ações). É neste mercado que ocorre a capitalização da empresa, ou seja, obtenção de novos recursos. No mercado secundário, ocorre a negociação de títulos, isto é, os títulos já emitidos, no mercado primário, são transferidos de uma propriedade para outra, sem haver entrada de novos recursos para a empresa.

As operações no mercado de capitais são consideradas de médio e longo prazo, ou prazo indeterminado. Os principais títulos negociados são as ações (títulos representativos do capital social de uma companhia) e as debêntures (títulos que representam empréstimos tomados pela empresa, via mercado).

De acordo com Brum (2008, p.13), no Brasil, a distribuição e intermediação dos títulos, no mercado de capitais, compete à bolsa de valores, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários e bancos de investimento e de desenvolvimento. Existem, também, órgãos responsáveis pelo controle, fiscalização, acompanhamento, regulamentação e assessoria do mercado.

O Sistema Financeiro Nacional (onde o Mercado de Capitais se inclui), conforme Brum (2008), é formado por dois subsistemas: um subsistema normativo e outro subsistema operativo. O subsistema operativo é controlado e regulado pelo subsistema normativo.

O subsistema normativo é composto pelas seguintes instituições: Conselho Monetário Nacional, Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários. Enquanto que o sistema operativo é formado por instituições bancárias (bancos comerciais, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, bancos múltiplos, cooperativas de crédito e caixas econômicas) e instituições não-bancárias (bancos de desenvolvimento e de investimento, sociedades de crédito, investimento e financiamento, entre outras).

No entanto, ressalta Brum, que, na área de mercado de capitais, as instituições mais importantes são as que distribuem títulos e valores mobiliários, sendo elas: corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, bolsas de valores e de mercadorias e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia. Nas bolsas de valores, associações civis, é que ocorrem as transações de compra e venda de ações das empresas de capital aberto.

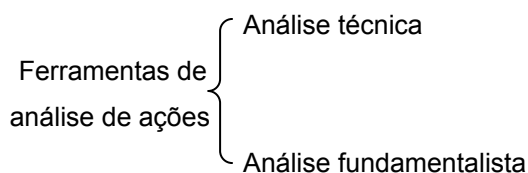
Em suma, neste capítulo, o objetivo foi, inicialmente, levantar a discussão acerca da influência e importância do sistema financeiro sobre a economia de um país. A seguir, procuramos apresentar a definição de mercado financeiro como um

mecanismo que propicia as transferências ou intercâmbio de ativos financeiros entre os agentes superavitários e os deficitários. Além disso, enfatizamos os meios de como o setor financeiro pode participar do processo de crescimento econômico, ou seja, através de bancos ou do mercado de capitais e apresentamos, também, os principais critérios utilizados para classificar o mercado financeiro, principalmente, a classificação que segue o critério “Necessidades dos Clientes”.

Na seção 2.1 deste capítulo, procuramos destacar a importância do mercado de capitais como fonte de desenvolvimento de uma economia. Ressaltamos, assim, como o mercado pode ser utilizado como melhor meio de financiamento de empresas e suas vantagens para investidores, como aplicação financeira. Na seção seguinte, 2.2, abordamos o desenvolvimento do mercado de capitais, os fatores macroeconômicos que podem favorecê-lo, as condições que propiciaram o desenvolvimento de mercados em alguns países e as razões que impedem um maior desenvolvimento do mercado no Brasil. E, por fim, na última seção deste capítulo, destacamos a estrutura e funcionamento do mercado de capitais. Foram identificadas, nesta parte, as operações que ocorrem no mercado, bem como os órgãos e instituições que o compõem.

### 3 A ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

O objetivo central da análise de investimentos é descobrir quais ações devem ser compradas ou vendidas. “Os modelos de avaliação procuram, em essência, projetar o comportamento futuro dos ativos financeiros, formulando previsões com relação às variações de seus preços no mercado” (ASSAF NETO, 2009, p.205). Neste capítulo, pretendemos ressaltar as principais ferramentas para análise de investimentos em ações que possibilitam projetar esse comportamento. Assim, serão abordadas as análises técnica e fundamentalista.



**Figura 2 – Ferramentas de análise de ações.**

Fonte: Elaboração própria

A análise técnica “[...] acredita que os preços pelos quais as ações estão sendo negociadas já embutem todas as informações disponíveis sobre uma empresa” (LUQUET, 2000, p.78). Sendo assim, nesta análise, procura-se antecipar o comportamento do mercado.

Diferentemente, na análise fundamentalista, procura-se antecipar o comportamento futuro de uma empresa no mercado. Acredita-se, nesta análise, que todas as informações disponíveis sobre uma empresa ainda não tenham sido “precificadas” pelo mercado.

A análise técnica é utilizada para se determinar qual o momento mais favorável para se fazer um investimento (PINHEIRO, 2007). Enquanto isso, a análise fundamentalista serve para escolher em quais ações os recursos devem ser investidos. O quadro 2 estabelece uma comparação entre as escolas.

ITENS	FUNDAMENTALISTA	TÉCNICA
Idade	30 anos	100 anos
Origem	Acadêmica	Profissional
Usuário	Administradores de fundos e investidores de longo prazo	Especulador
Pergunta	Por quê?	Quando?
Análises	Econômico-financeira	Gráfica
Hipóteses básicas	Existe um valor real ou intrínseco para cada ação que está diretamente correlacionado com o desempenho da empresa.	Os preços das ações se movimentam em tendências e existe uma dependência significativa entre as oscilações dos preços que se sucedem.
Objetivos	O objetivo da análise fundamentalista é determinar o real valor de uma ação.	O objetivo da análise técnica é determinar a tendência de evolução das cotações no curto prazo, a fim de se aproveitar das rápidas oscilações para auferir ganhos de capital (vender as ações por um preço superior ao da compra).

**Quadro 2 – Comparação entre as escolas de análise de ações.**

Fonte: Pinheiro (2007, p.316).

### 3.1A ANÁLISE TÉCNICA

De acordo com Pinheiro (2007), a análise técnica observa a evolução dos mercados. O principal pressuposto, desta análise, é que os preços das ações se movem através de tendências e que estas podem ser previstas.

A análise técnica pode ser definida como um “[...] estudo dos movimentos passados dos preços e dos volumes de negociação de ativos financeiros [...]” (PINHEIRO, 2007, p.316), a fim de se estabelecer previsões sobre o comportamento dos preços no futuro.

Segundo o autor, é possível prever o comportamento das negociações futuras porque estas são dependentes das negociações anteriores. Ou seja, o comportamento histórico dos preços é fundamental, pois os preços de mercado não são independentes de variações passadas. Os preços de mercado, então, são identificáveis, cabendo ao analista técnico identificá-los e interpretá-los.

Pinheiro ainda afirma que, nesta análise, “[...] não são relevantes as informações sobre lucros, dividendos, participação no mercado, grau de

endividamento ou liquidez da empresa [...]”, diferentemente do que considera a análise fundamentalista. Para o autor, é fundamental, nesta análise, “[...] fatores de procura e oferta internos ao mercado, sendo crucial entender a “psicologia” do mercado”.

As três principais premissas da escola técnica, de acordo com Pinheiro, são as seguintes:

- a) qualquer fator, seja este político, econômico, psicológico ou fundamentalista, que possa vir a influir no preço de um ativo, já está refletido em seu preço;
- b) a movimentação dos preços segue uma tendência; e
- c) a história se repete, ou seja, as variações de preços futuras dependem das variações passadas.

Para que seja possível projetar os preços futuros dos ativos financeiros, a análise técnica se utiliza de um conjunto de técnicas e instrumental analítico. Podemos destacar, dentre as mais conhecidas e difundidas, a teoria Dow, a análise gráfica e a utilização de indicadores técnicos.

### **3.1.1 A Teoria Dow**

Cavalcante e Misumi (2001, p.207-209) ressaltam que Charles Dow, no começo do século passado, “[...] foi o primeiro a enunciar que as ações do mercado se movem juntamente, [...], o que tornava possível medir a intensidade das oscilações através de uma média”.

Para Pinheiro (2007, p.317), a teoria Dow baseia-se em dois pressupostos:

- a) os preços descontam tudo, ou seja, “as alterações diárias que ocorrem nos índices consideram o julgamento de todos investidores”; e
- b) “o mercado apresenta movimento oscilatório de três amplitudes distintas: longo prazo, [...]; médio prazo, [...]; e curto prazo, [...]”.



Conforme Pinheiro, Dow dividiu a tendência de evolução dos preços em três categorias:

- a) primária: tendência de alta ou baixa, que pode variar de um a vários anos;
- b) secundária: ocorre a reversão da tendência primária, podendo durar de várias semanas a poucos meses; e
- c) terciária: são movimentos do dia-a-dia, onde ocorrem flutuações da tendência secundária.

### 3.1.2 A Análise Gráfica

De acordo com Pinheiro (2007, p.324-337), a análise gráfica é um instrumento utilizado pela análise técnica para antecipar o comportamento futuro dos preços. Dentre os gráficos utilizados pela análise técnica, os mais utilizados são os seguintes:

- a) gráfico de linha;
- b) gráfico de volume;
- c) gráfico de barras;
- d) gráfico de ponto-figura; e
- e) gráfico de *candlesticks*.

Os gráficos são utilizados para registrar a evolução dos preços no decorrer do tempo. Conforme Pinheiro, a interpretação gráfica serve para identificar uma tendência, isto é, a direção para a qual o mercado se movimenta. Segundo o autor, o desequilíbrio entre oferta e demanda explica a existência dessas tendências, para ele, “Podemos identificar uma tendência de alta quando os níveis de cotação máximos e mínimos se superam uns aos outros sucessivamente, [...]. Já na tendência de baixa, os níveis de cotação máximos e mínimos vão descendo”.

Através das tendências, podemos observar pontos de compra e venda, cujas principais características encontram-se no quadro a seguir.

Preços	Ponto de compra	Ponto de venda
Abertura	Não deve exceder o preço máximo anterior.	Não deve exceder o preço mínimo anterior.
Máximo/mínimo	Preço máximo deve superar o anterior.	Preço mínimo deve superar o anterior.
Fechamento	Deve ser próximo sem ser inferior ao preço máximo.	Deve ser próximo sem ser inferior ao preço mínimo.

**Quadro 3 – Características dos pontos de compra e venda.**

Fonte: Pinheiro (2007, p.330)

O comportamento dos preços de mercado acaba originando, de acordo com Pinheiro, formações gráficas. Através do formato destas figuras, é possível antecipar o que irá acontecer com os preços das ações. Existem, assim, dois grupos de formações gráficas: de continuação e de reversão.

Formações de continuação são aquelas que nos mostram que há uma tendência de que o comportamento do mercado seguirá no mesmo sentido. Formações de reversão, por sua vez, indicam mudança de sentido no comportamento do mercado. O quadro a seguir representa as principais figuras formadas pelas formações.

FORMAÇÕES	FIGURAS
De Reversão de Tendência	<ul style="list-style-type: none"> <li>⇨ Ombro-cabeça-ombro</li> <li>⇨ Duplos e triplos tetos e pisos</li> </ul>
De Continuação de Tendência	<ul style="list-style-type: none"> <li>⇨ Triângulos</li> <li>⇨ Cunhas</li> <li>⇨ Bandeiras</li> <li>⇨ Flâmulas</li> </ul>

**Quadro 4 – Figuras formadas pelas formações de continuação e reversão.**

Fonte: Pinheiro (2007, p.333)

### 3.1.3 Indicadores Técnicos

Outra forma utilizada, pela análise técnica, como forma de prever o comportamento futuro dos mercados, é através da utilização de indicadores técnicos. Pinheiro (2007, p.337-338) os divide em duas categorias:

- a) indicadores de tendência; e
- b) osciladores.

Como indicador técnico de tendência, a média móvel possibilita que sejam analisados os movimentos dos preços de uma ação. Para determiná-la, calcula-se a média dos preços dos dias no fechamento do mercado, durante um período determinado. Quando a linha de preço de uma ação cruzar a linha da média de baixo para cima é sinal de que a ação deve ser comprada. No entanto, a ação deve ser vendida quando a linha de preço cruzar a linha da média de cima para baixo.

Os osciladores, como indicadores técnicos, são utilizados quando o mercado não se encontra com uma tendência de alta nem de baixa. Pinheiro os define como “[...] linhas que flutuam num movimento horizontal, que buscam expressar a velocidade com que variam os preços de uma ação em relação aos anteriores”. Os principais osciladores, conforme o autor, são os seguintes:

- a) *Momentum*: “[...] mede a velocidade com que variam os preços das ações em relação aos anteriores”;
- b) Índice de força relativa: utilizado para determinar os melhores momentos de compra/venda de ações;
- c) Estocástico: “[...] mostra onde se encontra o preço de fechamento em relação à faixa formada entre os preços máximos e mínimos de certo período”; e
- d) ADX: utilizado para determinar a tendência dos preços e qual sua força.

### 3.2 A ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Na análise fundamentalista, busca-se descobrir quais ações possuem melhores perspectivas de valorização e de pagamento de dividendos. Para isso, existem duas abordagens, conhecidas como *Top-Down Analysis* e *Bottom-Up Approach* (PINHEIRO, 2007, p.259 et seq.). De acordo com o autor, esta análise utiliza todas as informações disponíveis, no mercado, sobre determinada empresa para determinar seu verdadeiro valor.

A escola fundamentalista acredita que há um valor fundamental ou justo para cada ativo, e que, este, está correlacionado com o desempenho futuro da empresa

em questão. Pinheiro ressalta que “O objetivo central desta análise é avaliar o comportamento da empresa visando a determinação do valor dela”.

A justificativa para a utilização desta análise é adiantar-se ao mercado e antecipar o comportamento da empresa no futuro. Sendo que, o preço de uma ação, hoje, não reflete o verdadeiro valor de uma empresa, mas num futuro próximo há uma tendência de que isto ocorra. Assim, se o preço de uma ação hoje estiver acima do chamado preço justo, esta não é uma boa opção de investimento. No entanto, se o preço de uma ação estiver abaixo do chamado do preço justo, esta é uma boa opção de investimento.

De acordo com Pinheiro (2007, p.262), a hipótese básica da análise fundamentalista é a de que os mercados não são eficientes, no curto prazo. Conforme o autor,

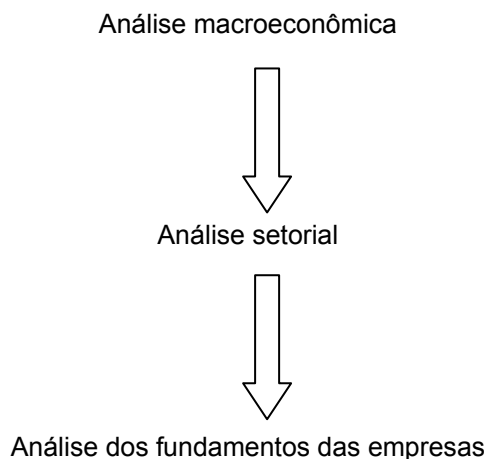
Denomina-se mercado eficiente o mercado em que seus preços reflitam toda a informação relevante disponível e o ajuste a nova informação seja instantâneo. A Teoria do mercado eficiente afirma que os preços que regem os mercados descontam automaticamente toda nova informação que chega ao mercado e que possa repercutir neles.

No entanto, esta análise parte do princípio de que o mercado de capitais é eficiente a longo prazo e, que, quaisquer ineficiências que venham a ocorrer no curto prazo serão corrigidas no longo prazo.

### **3.2.1 Enfoques da Análise Fundamentalista**

Os processos utilizados, pela análise fundamentalista, para a seleção de ativos por tipo de enfoque são os métodos conhecidos com *Top-down* (de cima para baixo) e *Bottom-up* (de baixo para cima).

No método *Top-down*, conforme Pinheiro, acredita-se que o comportamento dos preços é consequência do comportamento das variáveis macroeconômicas, ou seja, a bolsa reflete o comportamento da economia. Este comportamento afeta setores econômicos, e, por consequência, as empresas individualmente, conforme figura a seguir:



**Figura 3 – Método *Top-Down* de seleção de ativos.**

Fonte: Elaboração própria

A análise macroeconômica corresponde ao estudo de um conjunto de variáveis que refletem no funcionamento do sistema econômico, como, por exemplo, risco-país, PIB, renda *per capita*, taxa de juros básica, taxa de câmbio e inflação. Ou seja, variáveis que podem influenciar no desempenho do preço das ações na bolsa de valores.

A análise setorial, por sua vez, busca identificar quais setores serão beneficiados pela análise macroeconômica. “A análise setorial é um estudo de agrupamentos setoriais que examina a posição competitiva de um dado setor em relação a outros” (PINHEIRO, 2007, p.274). Conforme o autor, como alguns setores são mais atrativos do que outros, os fundamentalistas, adeptos desta análise, buscam setores que apresentem maiores perspectivas de crescimento, ou seja, setores mais saudáveis.

A análise dos fundamentos das empresas, por fim, visa identificar as empresas que, dentro dos setores escolhidos, apresentam melhores perspectivas de crescimento e lucratividade. Nesta etapa, busca-se, como objetivo final, determinar o valor intrínseco ou justo de uma empresa.

No método *Bottom-up*, entretanto, Pinheiro nos diz que o objetivo é analisar, inicialmente, o comportamento individual de cada empresa, a fim de se identificar o valor justo de uma ação, e, assim, quais empresas oferecem as melhores opções de investimento. Para se chegar a este objetivo, alguns índices, conhecidos como indicadores de análise de ações, são utilizados. Dentre os principais, podemos destacar alguns, como:

- a) Índice preço/lucro;
- b) Índice lucro por ação;
- c) Indicadores de dividendos: *payout* e *dividend yield*; e
- d) Índice patrimônio líquido a preços de mercado/EBITDA.

### 3.2.2 Indicadores de Análise de Ações

Conforme ASSAF NETO (2009, p.206-208), os indicadores de análise de ações buscam “[...] avaliar os reflexos do desempenho da empresa sobre o valor de mercado de suas ações”. O autor ainda ressalta que “A evolução das cotações de mercado das ações apresenta-se geralmente identificadas nestes indicadores de análise [...]”. Como mencionado anteriormente, podemos destacar os seguintes:

Índice preço/lucro (P/L):

Este índice é um dos mais utilizados pelos investidores. Seu cálculo é feito pela razão entre o preço de aquisição do ativo e seu lucro unitário por período.

(1)

$$P/L = \frac{\text{preço de mercado da ação}}{\text{lucro por ação}}$$

O índice P/L indica o tempo necessário para que o investidor recupere o capital aplicado. No entanto, este índice desconsidera o risco do investimento. Importante ressaltar que o inverso do índice (L/P) indica qual a taxa de lucratividade anual da ação.

### Índice lucro por ação (LPA)

Este índice revela qual o lucro obtido por cada ação emitida pela empresa. Ou seja, do lucro líquido da empresa em determinado período, quanto compete a cada ação, no mercado.

(2)

$$\text{LPA} = \frac{\text{lucro líquido da empresa}}{\text{número de ações emitidas}}$$

Entretanto, este índice não revela quanto será efetivamente pago a cada acionista, pois isso depende da política de dividendos adotada por cada empresa.

### Indicadores de dividendos

Esses indicadores “Procuram relacionar os dividendos distribuídos pela empresa com alguma medida que ressalte a participação relativa desses rendimentos” (ASSAF NETO, 2009, p.207). Os mais conhecidos são o *payout* e o *dividend yield*.

(3)

$$\text{Payout} = \frac{\text{dividendos}}{\text{LPA}}$$

(4)

$$\text{Dividend yield} = \frac{\text{dividendos}}{\text{preço de mercado da ação}}$$

O *payout* revela quanto, em %, dos lucros apurados no exercício, é distribuído aos acionistas. Já o *dividend yield* revela a remuneração por dividendo adquirido pelo acionista sobre o valor pago pela ação.

### Patrimônio Líquido a preços de mercado/EBITDA

Esse índice é calculado pelo produto do valor de suas ações pela quantidade emitida de ações. Conforme Assaf Neto, “O valor da empresa é calculado pelo valor do patrimônio líquido do mercado mais o montante de suas dívidas”. O EBITDA ou LAJIDA é, por sua vez, o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização. Sendo assim, este índice nos mostra qual o valor do patrimônio líquido de uma empresa, sendo avaliado a preços de mercado.



## 4 A ADMINISTRAÇÃO DE INVESTIMENTOS

Sanvicente e Mellagi Filho (1988, p.18) afirmam que, em se tratando de aplicações financeiras, “[...] qualquer investidor emprega capital agora com a expectativa de um resultado futuro, pretendendo sempre que sua riqueza seja maximizada”. Ou seja, o objetivo de um investidor é a valorização de seu capital inicialmente aplicado. Para que isso ocorra, é imprescindível que a aplicação financeira seja produto de uma criteriosa avaliação dos ativos a serem investidos.

“O objetivo da administração de investimentos é atender às necessidades do investidor em termos de rentabilidade, segurança e liquidez” (CAVALCANTE e MISUMI, 2001, p.217). Para estes autores, todo investimento tem essas três vertentes. A rentabilidade refere-se ao resultado do investimento, sendo calculada pela razão entre o valor de resgate ou venda pelo valor da aplicação ou compra. A segurança diz respeito à previsibilidade do valor de resgate ou venda, isto é, quanto mais previsível, maior a segurança do investimento. O conceito de liquidez, por sua vez, refere-se à capacidade de transformação do investimento em dinheiro.

Certamente, não existe um investimento que possa ser considerado ideal, ou seja, que ofereça máxima rentabilidade, total segurança e liquidez imediata. Se existisse, “[...] seria o único no mercado, pois ninguém que fosse um pouquinho racional optaria por qualquer outro [...]” (SANVICENTE e MELLAGI FILHO, 1988, p.15-16). Na opinião destes, “[...] um bom investimento é aquele que o indivíduo escolhe, após uma análise cuidadosa das informações disponíveis, como apropriado às suas preferências em termos de risco e taxa de retorno [...]”.

### 4.1 FUNDAMENTOS DE RISCOS E RETORNOS

Assaf Neto (2009, p.218) apresenta a variável incerteza, como um aspecto fundamental no estudo das operações no mercado financeiro, isto, porque, os resultados das decisões financeiras não podem ser considerados totalmente certos. O autor ressalta que

Toda vez que a incerteza associada à verificação de determinado evento possa ser quantificada por meio de uma distribuição de probabilidades dos diversos resultados previstos, diz-se que a decisão está sendo tomada sob uma situação de risco.

De acordo com Gitman (2004, p.184), risco pode ser definido como a possibilidade de perda financeira. Assim, os ativos que possuem maiores probabilidades de perdas financeiras podem ser considerados mais arriscados, ou seja, risco diz respeito à incerteza e depende da variabilidade do ativo. O risco total de qualquer ativo financeiro é definido por uma parte sistemática e outra não sistemática.

Risco total de um ativo = Risco sistemático + Risco não sistemático

Risco sistemático é aquele em que todos os ativos negociados no mercado estão sujeitos, ou seja, não há como evitá-lo. Esse risco pode afetar tanto empresas como acionistas, pois depende de fatores políticos, econômicos ou sociais que atingem toda sociedade.

Risco não sistemático, no entanto, depende das características específicas de cada ativo financeiro. Esse risco, por sua vez, corresponde ao risco financeiro de uma empresa, como, endividamento e incapacidade de pagamentos. Diferentemente do risco sistemático, o risco não sistemático pode ser eliminado.

Com relação ao retorno de uma aplicação financeira, Gitman o define como sendo “[...] o ganho ou a perda total sofrido por um investimento em certo período”. O retorno obtido sobre o investimento em um ativo financeiro é resultado da valorização deste sobre um período determinado, ou seja,  $P_t$  (valor do ativo no final do período) menos  $P_{t-1}$  (valor do ativo no início do período), e do fluxo de caixa recebido com o investimento durante o mesmo período. A equação a seguir representa o retorno de um ativo  $K$ , durante um período  $t$ :

(5)

$$K_t = \frac{C_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

onde:

$K_t$  = taxa de retorno sobre o investimento durante o período  $t$ ,

$C_t$  = fluxo de caixa recebido com o investimento no período  $t-1$  a  $t$ ,

$P_t$  = preço do ativo na data  $t$ , e

$P_{t-1}$  = preço do ativo na data  $t-1$ .

#### 4.2 RISCO E RETORNO DE UM ATIVO INDIVIDUAL

A análise de sensibilidade, de acordo com Gitman, é uma forma de avaliar o risco de um ativo individual. Para isso, considera-se a variabilidade dos retornos possíveis, medindo-se a amplitude destes. Quanto maior a amplitude, maior será o risco do ativo. Quando estabelecemos, por exemplo, uma comparação entre dois ou mais ativos, aquele que apresentar maior dispersão dos valores dos retornos, em relação à média da distribuição, é considerado o mais arriscado. A probabilidade refere-se, no entanto, a chance do retorno ocorrer. As equações a seguir representam o cálculo do valor esperado do retorno de um ativo com probabilidades de ocorrência de retornos diferentes e probabilidades de ocorrência de retornos iguais, respectivamente:

(6)

$$\bar{K} = \sum_{j=1}^n K_j \cdot P_j$$

onde:

$\bar{K}$  = valor esperado do retorno de um ativo;

$K_j$  = retornos possíveis conhecidos e com probabilidades diferentes de ocorrência;

$P_j$  = probabilidade da ocorrência  $j$ ; e

$n$  = número de ocorrências consideradas.

(7)

$$\bar{K} = \frac{\sum_{j=1}^n K_j}{n}$$

onde:

$\bar{K}$  = valor esperado do retorno de um ativo;

$K_j$  = retornos possíveis conhecidos e com probabilidades iguais de ocorrência;

$P_j$  = probabilidade da ocorrência  $j$ ; e

$n$  = número de ocorrências consideradas.

O risco de um ativo pode ser mensurado, também, de acordo com Gitman, quantitativamente através da estatística. Utiliza-se, para isso, o desvio-padrão e o coeficiente de variação. O desvio-padrão é o indicador de risco mais utilizado, este mede a dispersão em torno de um valor esperado, sendo, que, quanto maior o desvio-padrão, ou seja, maior a dispersão, mais arriscado será o ativo. O coeficiente de variação, por sua vez, é utilizado para riscos de ativos que possuam retornos esperados diferentes, nesse caso, também, quanto maior o coeficiente de variação, maior será o risco. As equações a seguir representam o cálculo do desvio-padrão para probabilidades de retornos diferentes e para probabilidades de retornos iguais, respectivamente:

(8)

$$\sigma_k = \sqrt{\sum_{j=1}^n (k_j - \bar{k})^2 x P_j}$$

onde:

$\sigma_k$  = desvio-padrão dos retornos para resultados possíveis conhecidos e com probabilidades diferentes de ocorrência;

$K_j$  = retorno possível na ocorrência  $j$ ;

$\bar{k}$  = média dos retornos;

$P_j$  = probabilidade da ocorrência  $j$ ; e

$n$  = número de ocorrências consideradas.

(9)

$$\sigma_k = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^n (k_j - \bar{k})^2}{n-1}}$$

onde:

$\sigma_k$  = desvio-padrão dos retornos para resultados possíveis conhecidos e com probabilidades iguais de ocorrência;

$K_j$  = retorno possível na ocorrência  $j$ ; e

$\bar{k}$  = média dos retornos;

$n$  = número de ocorrências consideradas.

O Coeficiente de variação, no entanto, ressalta Gitman (2004, p.192), “[...] é uma medida de dispersão relativa útil na comparação dos riscos de ativos com retornos esperados diferentes”. Conforme a equação:

(10)

$$CV = \frac{\sigma_k}{\bar{k}}$$

onde:

$CV$  = coeficiente de variação;

$\sigma_k$  = desvio padrão dos retornos esperados; e

$\bar{k}$  = média dos retornos.

#### 4.3 RISCO E RETORNO DE UMA CARTEIRA DE AÇÕES

De acordo com Assaf Neto (2009, p.226), a teoria do portfólio busca a composição de uma carteira ótima de ativos, ou seja, seu objetivo é maximizar a utilidade do investidor através da relação risco/retorno. O retorno esperado de uma carteira de ativos é a média ponderada dos retornos dos ativos individuais que a compõem, de acordo com a participação de cada ativo na carteira, conforme a equação:

(11)

$$k_p = (w_1 x k_1) + (w_2 x k_2) + \dots + (w_n x k_n) = \sum_{j=1}^n w_j x k_j$$

onde:

$k_p$  = retorno de uma carteira de ativos;

$w_j$  = proporção aplicada no ativo  $j$  do valor total da carteira; e

$k_j$  = retorno do ativo  $j$ .

Para se calcular o risco de uma carteira de ativos, utiliza-se o cálculo do desvio-padrão de um ativo individual. No entanto, usa-se a equação (8), quando as probabilidades dos retornos são conhecidas e diferentes, e a equação (9), quando todos os retornos possíveis são conhecidos e têm a mesma probabilidade de ocorrer.

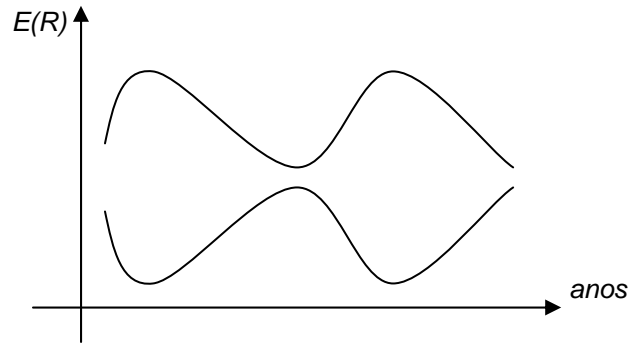
#### 4.4 CORRELAÇÃO ENTRE ATIVOS FINANCEIROS

Assaf Neto (2009, p.105-106) afirma que “O conceito de correlação visa explicar o grau de relacionamento verificado no comportamento de duas ou mais variáveis”. Esse relacionamento, por sua vez, pode ser quantificado estatisticamente através do coeficiente de correlação entre duas variáveis ( $CORR_{x,y}$ ), que pode variar de  $-1$  a  $+1$ . Se duas séries variarem em direções opostas, por exemplo, podemos dizer que são negativamente correlacionadas (figura 4), se, no entanto, variarem na mesma direção, são positivamente correlacionadas (figura 5).

$$-1 \leq CORR_{x,y} \leq +1$$

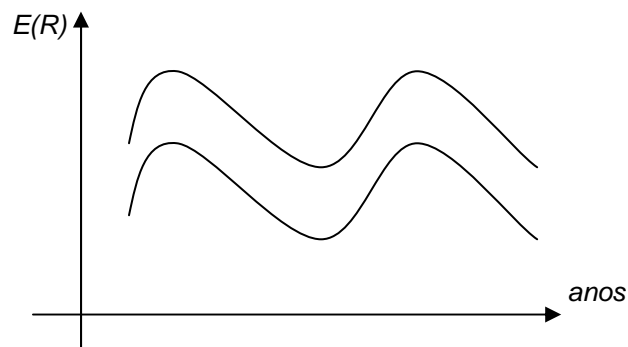
(12)

$$CORR_{x,y} = \frac{COV_{x,y}}{\sigma_x x \sigma_y}$$



**Figura 4 - Investimentos com correlação perfeitamente negativa.**

Fonte: Baseado em Assaf Neto (2009, p.227)



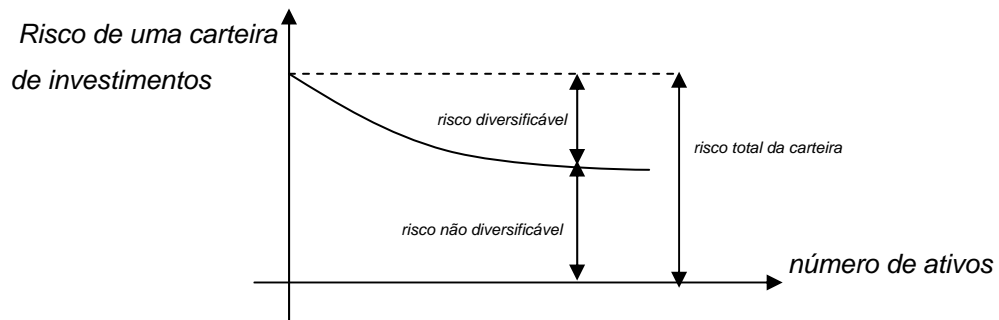
**Figura 5 - Investimentos com correlação perfeitamente positiva.**

Fonte: Baseado em Assaf Neto (2009, p.227)

#### 4.5 DIVERSIFICAÇÃO DE INVESTIMENTOS

De acordo com Assaf Neto (2009), a diversificação de uma carteira de investimentos é uma forma de minimizar o risco que certos ativos teriam se fossem analisados individualmente. No entanto, essa redução de risco tem um limite, pois, como visto anteriormente, é impossível a redução total do risco de uma carteira. Podendo, assim, ser eliminado, totalmente, ou em parte, apenas o risco diversificável ou não sistemático. Assim, mediante o processo de diversificação, podemos eliminar apenas o risco de mercado (risco sistemático). A figura 6 nos mostra que, conforme aumenta a diversificação, ou seja, aumenta o número de ativos na carteira de investimentos, o risco total de uma carteira decresce, em função da eliminação do risco diversificável (não sistemático). No entanto, esse

processo de eliminação é limitado pela presença do risco não diversificável, que está presente em todos os ativos. Assim, a partir de certo número de ativos, o risco da carteira permanece estável, correspondendo apenas ao risco não diversificável, conforme a figura a seguir:



**Figura 6 - Redução do risco de uma carteira pela diversificação.**

Fonte: Baseado em Assaf Neto (2009, p.229)



## 5 AS ESTRATÉGIAS *VALUE INVESTMENT* E *GROWTH INVESTMENT*

Conforme o capítulo três deste trabalho, a análise fundamentalista busca descobrir quais ações possuem melhores perspectivas em termos de valorização e de pagamento de dividendos. Para isso, conforme já visto, são utilizadas as abordagens conhecidas como *Top-Down Analysis* e *Bottom-Up Approach*. Nestas duas abordagens, o objetivo comum é adiantar-se ao mercado e prever o comportamento futuro das empresas.

No método *Top-Down*, acredita-se que os preços dos ativos sejam conseqüências do desempenho macroeconômico do país, que afeta setores econômicos e, conseqüentemente, as empresas. Assim, para se determinar o valor justo de uma empresa, por este método, é preciso, inicialmente, um estudo das variáveis macroeconômicas, posteriormente, dos setores econômicos, e, por fim, dos fundamentos individuais das empresas.

No método *Bottom-Up*, no entanto, o valor justo de uma empresa é determinado pelo seu comportamento individual, sem se levar em conta, como aspectos fundamentais, o desempenho macroeconômico e os setores econômicos. O método *Bottom-Up* possibilita, ao investidor, optar por dois tipos diferentes de táticas de alocação de recursos: as estratégias *value investment* (investimento em ações de valor) e *growth investment* (investimento em ações de crescimento).

Neste capítulo, pretendemos mostrar a significativa importância da utilização das duas estratégias como instrumentos de análise de investimentos em ações. Pois, segundo vários autores, nota-se uma considerável diferença entre os retornos obtidos, no longo prazo, pelas duas táticas de alocação de recursos. Além disso, iremos concluir sobre qual estratégia de investimento pode ser mais rentável ao investidor.

Primeiramente, para se compreender a utilização das estratégias de valor e de crescimento, é preciso realizar uma revisão acerca do conceito de eficiência de mercado, abordado no capítulo três deste trabalho. De acordo como Fregnani; Faneco e Famá (2008, p.4), em um mercado eficiente “[...] o preço de um ativo reflete as informações disponíveis sobre a instituição emissora, impossibilitando aos investidores qualquer ganho anormal [...]”. Essa hipótese, de acordo com os autores,

foi proposta inicialmente por Fama (1970)<sup>8</sup> e ratificada por diversos trabalhos acadêmicos realizados nas décadas de 70 e 80.

Segundo Rostagno; Oliveira Soares e Costa Soares (2005), neste mercado, todas as informações geradas e disponíveis são independentes e imprevisíveis, sendo, estas, imediatamente incorporadas aos preços das ações. Assim, na hipótese dos mercados eficientes, é impossível adquirir lucros extraordinários através do uso da informação, pois os preços negociados neste tipo de mercado já são justos e refletem o valor real das ações.

Os mesmos autores ressaltam que a reduzida possibilidade de retornos anormais, neste mercado, impossibilita a existência da chamada “*golden opportunity*”, denominação usada por Haugen (1995)<sup>9</sup> para se referir a investimentos com elevados retornos e baixo risco.

No entanto, conforme os autores, diversas pesquisas acadêmicas contradizem a teoria de eficiência dos mercados, principalmente, no que se refere à relação risco/retorno em mercados considerados eficientes, como, por exemplo, os trabalhos realizados por Rozeff e Kinney (1976)<sup>10</sup>; Basu (1983)<sup>11</sup> e Jegadeesh e Titman (1993)<sup>12</sup>. Estes trabalhos identificaram a existência de anomalias que questionam a hipótese de mercados eficientes.

Fregnani; Faneco e Famá (2008) destacam que o principal estudo apresentado sobre anomalias no mercado financeiro foi realizado por Fama e French (1992)<sup>13</sup>. Estes afirmaram, então, não existir relação entre retornos e riscos sistêmicos no mercado de ações norte-americano, diferentemente, do que nos diz o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

---

<sup>8</sup> FAMA, E.F. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical Work. **Journal of Finance**, v.25, n.2, p.383-417, 1970.

<sup>9</sup> HAUGEN, R. **The New Finance**: the case against efficient markets. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1995.

<sup>10</sup> ROZEFF, M., KINNEY JR., W. Capital market seasonality: The case of stock returns, **Journal of Financial Economics**, v.3, p. 379-402, 1976.

<sup>11</sup> BASU, S. The relationship between earnings yield, market value, and return for NYSE common stocks: further evidence, **Journal of Financial Economics**, v.12, p.129-156, 1983.

<sup>12</sup> JEGADEESH, N., TITMAN, S. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency, **Journal of Finance**, v.48, p.65-91, 1993.

<sup>13</sup> FAMA, E.; FRENCH, K. The Cross-section of Expected Stock Returns. **Journal of Finance**, v.47, p.427-465. 1992.

No modelo CAPM, desenvolvido por Sharpe (1964)<sup>14</sup>, o retorno esperado de um investimento depende da taxa de retorno de um ativo sem risco somado ao prêmio pelo risco do investimento, conforme a equação a seguir:

(13)

$$R_i = [R_f + \beta_i(R_m + R_f)]$$

onde:

$R_i$  = retorno do ativo  $i$ ;

$R_f$  = taxa de retorno de um ativo sem risco;

$\beta_i$  = risco sistemático do ativo  $i$  (grau de movimento do retorno do ativo como resposta à mudança no retorno de mercado); e

$R_m$  = retorno esperado da carteira de mercado.

Diversas pesquisas empíricas mostram, diferentemente do que afirma a Hipótese de Mercados Eficientes, a possibilidade de existência da *golden opportunity*, no mercado de ações. Sendo esta, então, decorrente de anomalias de mercado, como, por exemplo, as anomalias técnicas, de calendário, fundamentais, entre outras.

Dentre as diferentes anomalias de mercado, as anomalias fundamentais, também conhecidas como anomalias de valor, são as mais conhecidas e abordadas pela literatura de finanças. Estas, conforme Fregnani; Faneco e Famá (2008), existem porque os investidores sobrevalorizam e subvalorizam as empresas de acordo com o passado destas.

As empresas com passado atraente, cujas ações são conhecidas como *growth stocks* ou *glamour stocks*, são empresas jovens, inseridas em mercados ou setores com boas perspectivas de crescimento. Essas são negociadas a preços elevados no mercado, apesar de oferecerem baixa rentabilidade aos investidores, pois boa parte dos lucros é utilizada para reinvestimento (NEVES, 2006).

Embora sejam negociadas a preços mais elevados e ofereçam rentabilidade mais baixa, as *growth stocks* são procuradas pelos investidores, pois estes acreditam que estas sejam mais rentáveis no longo prazo, uma vez que, essas ações têm maiores perspectivas de crescimento. Ou seja, estas ações são

---

<sup>14</sup> SHARPE, W.F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, v.19, n.3, p.425-442, 1964.

supervalorizadas pelos investidores, consistindo, assim, em uma anomalia de mercado.

A alocação de recursos em *growth stocks* (ações de crescimento) é conhecida como estratégia de crescimento (*growth investment*), isto é, investir em empresas com elevado potencial de crescimento. Estas empresas são, normalmente, selecionadas através do índice preço/lucro, ou seja, o crescimento do lucro por ação, situando-se, nesse grupo, boa parte das empresas de tecnologia.

Diferentemente, ainda conforme Neves, a alocação de recursos em ações de empresas consideradas maduras é conhecida como estratégia de valor (*value investment*). Essas empresas são consideradas “empresas de valor”, e, apesar de apresentarem bons indicadores, possuem poucas perspectivas de crescimento. As ações dessas empresas são conhecidas como ações de valor (*value stocks*).

Normalmente, as *value stocks* são negociadas, no mercado, a preços mais baixos, pois são subavaliadas pelos investidores, o que representa, então, uma anomalia de mercado, também. As empresas de valor crescem, apenas, o suficiente para manter sua participação no mercado, uma vez que já possuem boa fatia deste. As ações destas empresas proporcionam alta rentabilidade aos acionistas, pois são boas pagadoras de dividendos, representando, assim, uma renda certa. As ações das empresas de valor são selecionadas, normalmente, de acordo com a relação valor patrimonial/valor de mercado.

Neves ressalta que, como opção intermediária entre *value investment* e *growth investment*, existe a estratégia conhecida como *growth at a reasonable price* (*GARP*), que consiste em investir em empresas cujas ações são *growth stocks*, mas negociadas a preços razoáveis. Normalmente, são empresas com elevado potencial de crescimento e subavaliadas pelo mercado.

Segundo a autora, a classificação exata de *value stocks* e *growth stocks* é motivo de discussão entre profissionais da área de investimentos em ações. Principalmente, distinguir ações de valor de *GARP* e ações de crescimento de *GARP*.

## 5.1 ESTUDOS REALIZADOS EM MERCADOS DO EXTERIOR

O investidor, no momento de alocar seus recursos, no mercado de ações, deve questionar-se sobre qual estratégia de investimento (*value investment* ou *growth investment*) pode lhe oferecer maior rentabilidade e menor risco associado ao investimento.

Sendo assim, de acordo com Fama e French<sup>15</sup> (1998 apud NEVES, 2006, p. 165-167), pesquisas acadêmicas evidenciam que a estratégia *value investment* pode oferecer rentabilidade superior aos investidores, no longo prazo, quando comparada à estratégia *growth investment*.

No entanto, Neves ressalta que, para os defensores da hipótese dos mercados eficientes, os agentes atuam de forma racional, não havendo imperfeições de mercado. Ou seja, os preços são justos (o preço de um ativo reflete seu valor fundamental), não haveria, então, neste mercado, como uma estratégia de investimento proporcionar ganhos anormais aos investidores.

Conforme abordado anteriormente, Fama e French (1992 apud ROSTAGNO; OLIVEIRA SOARES e COSTA SOARES, 2005, p.4) iniciaram os estudos sobre a rentabilidade obtida pelas estratégias de investimento. Os autores estudaram todas as ações negociadas em três bolsas de valores dos EUA, de 1963 a 1990, sendo elas: *NYSE (New York Stock Exchange)*, *AMEX (American Stock Exchange)* e *NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)*.

Os autores formaram dez carteiras, ordenadas de acordo com as dimensões valor patrimonial/valor de mercado (VPA/P) e lucro/preço (L/P). As carteiras foram ordenadas de acordo com maior valor das dimensões (primeira carteira) e menor valor das dimensões (última carteira).

Os resultados dos desempenhos das carteiras mostraram que as carteiras com maior valor das dimensões (formadas por ações de valor) apresentaram retornos médios anuais superiores às carteiras com menor valor das dimensões (formadas por ações de crescimento).

Para a avaliação do risco de cada carteira, os autores utilizaram o *beta* com relação ao índice de mercado *S&P500* (índice que reúne as maiores empresas

---

<sup>15</sup> FAMA,E.; FRENCH,K. Value versus Growth: the international evidence. **Journal of Finance**, v.53, p. 1975-1999, 1998.

norte-americanas). Os resultados obtidos mostraram que as ações de valor apresentaram risco menor que as ações de crescimento.

Assim, o estudo realizado por Fama e French (1992) contraria a tradicional visão do modelo CAPM, que associa à taxa de retorno de um investimento a taxa de retorno de um ativo sem risco e o prêmio pelo risco do investimento. Pois, neste trabalho, as ações que tiveram retornos maiores, tiveram riscos menores.

Fama e French (1998 apud ROSTAGNO; OLIVEIRA SOARES e COSTA SOARES, 2005, p.5), em seus estudos, avaliaram o desempenho das ações de valor e de crescimento. Nestes, foram analisadas as ações negociadas em bolsas de valores de treze países (Alemanha, Itália, Holanda, Bélgica, Suíça, Suécia, França, Reino Unido, Japão, Austrália, Hong Kong, Singapura e EUA), durante o período de 1975 a 1995. Analisados individualmente, em doze dos treze países, as ações de valor (selecionadas pelo índice VPA/P) apresentaram retornos superiores às de crescimento. Sendo que, numa análise global, formada por todos os países, o *portfólio* formado por ações de valor obteve um retorno anual médio de 7,68% superior ao de ações de crescimento.

Sharpe et al.<sup>16</sup> (1993 apud PEDREIRA, 2005, p.2) analisaram, também, se o desempenho das ações de valor é superior ao das ações de crescimento. Para isso, estudaram o mercado acionário de seis países (França, Alemanha, Reino Unido, Suécia, Japão e EUA), de janeiro de 1981 a junho de 1982. Os resultados obtidos confirmaram o trabalho de Fama e French (1992), ou seja, as ações de valor apresentaram desempenho superior às ações de crescimento (maior retorno e menor risco).

Outros autores que avaliaram se o desempenho das ações de valor é superior ao das ações de crescimento foram Lakonishok et al.<sup>17</sup> (1994 apud ROSTAGNO; OLIVEIRA SOARES e COSTA SOARES, 2005, p.5). Esses procuraram analisar, além da razão VPA/P, outros indicadores, como, por exemplo, as variáveis fluxo de caixa/preço de mercado e taxa média de crescimento das vendas. A partir destes indicadores, foram criadas e mantidas constantes, por cinco anos, carteiras formadas por ações de valor e de crescimento, no mercado norte-americano. Os

---

<sup>16</sup> SHARPE, W.F.; CAPAUL, C.; ROWLEY, I. International Value and Growth Stock Returns. **Financial Analysts Journal**. v.49, p.27-36, 1993.

<sup>17</sup> LAKONISHOK, J.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. **Journal of Finance**. v.49, p.1541-1578, 1994.

resultados mostraram, também, retornos superiores das ações de valor em relação às ações de crescimento, confirmando, assim, os estudos de Fama e French (1992).

## 5.2 ESTUDOS REALIZADOS NO MERCADO BRASILEIRO

Várias pesquisas acadêmicas foram desenvolvidas no Brasil a fim de se verificar os retornos e riscos de carteiras formadas por ações de valor e de crescimento. Esses trabalhos visavam identificar se a estratégia *value investment* é superior à estratégia *growth investment*, no mercado brasileiro.

Mescolin et al.<sup>18</sup> (1997 apud ROSTAGNO; OLIVEIRA SOARES e COSTA SOARES, 2005, p.6) construíram carteiras formadas por ações de valor e de crescimento para avaliar a relação risco-retorno, no mercado brasileiro, no período de 1989 a 1996. As carteiras foram formadas a partir dos índices valor patrimonial por ação/preço de mercado (VPA/P), lucro por ação/preço de mercado (LPA/P) e *dividend yield* (dividendo por ação/preço da ação).

Para o índice VPA/P, os resultados obtidos mostraram que a carteira formada por ações de valor obteve um retorno médio anual de 3,7% superior ao retorno anual da carteira formada por ações de crescimento. Para o período total da análise, os retornos médios acumulados mostraram uma diferença de 25,86% a favor da carteira de valor. Embora a diferença entre riscos tenha sido insignificante, a diferença entre os retornos confirma o trabalho realizado por Fama e French (1992).

Quanto às carteiras formadas pelos outros índices, os resultados foram contraditórios. As carteiras de ações de valor, selecionadas a partir do índice *dividend yield*, apresentaram, por exemplo, retornos superiores, mas riscos também superiores. Enquanto que para as carteiras selecionadas pelo índice LPA/P ocorreu o oposto. Ou seja, as ações com maior retorno apresentaram, também, maior risco, confirmando, assim, a teoria proposta pelo modelo CAPM.

Em outro estudo realizado no Brasil, Rodrigues<sup>19</sup> (2000 apud ROSTAGNO; OLIVEIRA SOARES e COSTA SOARES, 2005, p.7) analisou uma amostra formada

---

<sup>18</sup> MESCOLIN, A.; BRAGA, C.; COSTA Jr., N. Risco e Retorno das Value e Growth Stocks no Mercado de Capitais Brasileiro. **XXI ENANPAD**, Anais., 1997.

<sup>19</sup> RODRIGUES, M. O Efeito Valor, O Efeito Tamanho e o Modelo Multifatorial: evidências do caso brasileiro. **XXIV ENANPAD**, Anais., 2000.

por 180 ações negociadas na BOVESPA, de junho de 1991 a maio de 1999. Foram construídas carteiras de ações com base no indicador valor de mercado/valor patrimonial, sendo rebalanceadas ano a ano. O autor constatou como resultado, também, superioridade dos retornos das ações de valor em relação aos das ações de crescimento. No entanto, os riscos das ações de valor também foram superiores.

Halfeld e Procianny<sup>20</sup> (2000 apud ROSTAGNO; OLIVEIRA SOARES e COSTA SOARES, 2005, p.8) testaram, também, as performances das carteiras de valor e de crescimento, no mercado brasileiro, no período de janeiro de 1992 a junho de 1998. Os resultados confirmaram desempenho superior da carteira formada por ações de valor, no que se refere aos retornos. Entretanto, neste trabalho, a carteira de ações de valor apresentou risco menor.

Em todas as pesquisas analisadas para a realização desta etapa do trabalho, seja nos mercados de outros países ou no mercado brasileiro, a estratégia de valor demonstrou ser superior à estratégia de crescimento quanto aos retornos obtidos, no longo prazo. No entanto, não há um consenso, para o mercado brasileiro, principalmente, se o maior retorno das ações de valor está associado a um maior risco desta estratégia de investimento, ou se há, no mercado de ações, a chamada *golden opportunity*. Sendo necessária, assim, a realização de mais trabalhos empíricos a cerca do assunto, principalmente no que diz respeito à análise de risco da utilização das estratégias abordadas.

Barros et al.<sup>21</sup> (1998 apud NEVES, 2006, p.170), por exemplo, mostraram, em trabalho realizado, a existência da *golden opportunity* para o mercado brasileiro, contrariando, assim, a teoria do CAPM. Já Braga e Leal<sup>22</sup> (2002 apud ROSTAGNO; OLIVEIRA SOARES e COSTA SOARES, 2005, p.9) mensuram o risco das ações negociadas no mercado brasileiro (através do índice Sharpe) e concluíram que a estratégia *value investment* obteve retornos maiores, mas também riscos maiores.

---

<sup>20</sup> HALFELD, M.; PROCIANNOY, J. A Ineficiência nos Mercados do Brasil e de outros países da América Latina. In: HAUGEN, R. **Os Segredos da Bolsa**. São Paulo: Pearson, 2000.

<sup>21</sup> BARROS, P.S.; PISCANÇO, M.B. e DA COSTA Jr., N.C.A. **Retornos e Riscos das Value e Growth Stocks no Mercado Brasileiro**. Texas: Balas. Anais., 1998.

<sup>22</sup> BRAGA, C.M.; LEAL, R.P.C. Ações de Valor e de Crescimento nos Anos 1990. In: BONOMO, M. **Finanças Aplicadas ao Brasil**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2002.



## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diferentemente do que pensa a grande maioria da população, a possibilidade de ganhos, no mercado de ações, não depende de mais ou menos sorte nos investimentos. Os retornos obtidos, pelos investidores, dependem, sim, da escolha da melhor estratégia na alocação de recursos.

Sendo assim, o objetivo geral deste trabalho foi apresentar as estratégias de valor (*value investment*) e de crescimento (*growth investment*) como instrumentos de análise de investimentos, no mercado de ações. Além de concluir sobre qual estratégia de investimentos pode oferecer maiores retornos aos investidores.

Para se chegar ao objetivo, iniciamos com uma abordagem mais ampla. Primeiramente, apresentamos o mercado financeiro, onde podemos classificar o mercado de capitais. Procuramos, assim, destacar a relação do setor financeiro com a economia e ressaltar a importância do mercado de capitais para a economia de um país, principalmente, como agente propulsor do desenvolvimento econômico e fonte de recursos para empresas e investidores.

Como se sabe, os métodos mais conhecidos de análise de investimentos em ações são as análises técnica e fundamentalista. Assim, abordamos, a seguir, estes dois métodos, com suas principais características e diferenças e os enfoques utilizados pela análise fundamentalista conhecidos como *Top-Down* e *Bottom-Up*. Este segundo método possibilita, aos investidores, a alocação de recursos nas estratégias de valor e de crescimento.

Para a escolha da melhor estratégia de investimento, o investidor profissional deve ter conhecimento de como se administrar as aplicações financeiras. Por isso, após a apresentação dos métodos mais conhecidos de análise de investimentos, tratamos de como se dá, principalmente, a mensuração do risco e retorno de ativos financeiros. Assim, como, também, a importância da correlação entre investimentos e da diversificação, como forma de minimizar riscos.

Finalizando o trabalho, no capítulo cinco, iniciamos com uma exposição acerca da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), que afirma não haver possibilidade de ganhos anormais nas aplicações no mercado acionário, pois, segundo esta hipótese, neste mercado, os preços são estão ajustados. Neste ponto, os diversos trabalhos pesquisados demonstraram que existem anomalias de

mercado, que possibilitam ganhos anormais, contrariando a HME. Como afirma a teoria das finanças comportamentais, que incorpora psicologia e sociologia à realidade dos mercados financeiros, estas anomalias existem porque os agentes econômicos não são racionais.

Após o conhecimento a respeito da existência das anomalias de mercado, que possibilitam ganhos anormais, estes podem ser adquiridos, então, através da utilização da melhor estratégia. Com base nos trabalhos pesquisados, podemos perceber que a estratégia de investimentos em empresas de valor demonstra ser mais rentável aos investidores quando comparada à estratégia de crescimento.

A superioridade da estratégia de valor é consequência de uma anomalia de valor, que ocorre porque os agentes superavaliam as empresas de crescimento e subavaliam as empresas de valor. Essa anomalia cria a chamada *golden opportunity*, contrariando, assim, a teoria proposta pelo modelo CAPM.

Em estudos realizados, em mercados de capitais do exterior, identifica-se a existência da *golden opportunity*. No mercado brasileiro, as empresas de valor, também, oferecem retornos maiores, mas, entretanto, não há um consenso quanto ao risco dos investimentos.

Para alguns autores, no mercado brasileiro, os retornos maiores das ações de valor devem-se a riscos maiores a que estão submetidas essas ações, confirmando a teoria do modelo CAPM. No entanto, para outros, existem possibilidades de retornos maiores com riscos menores (*golden opportunity*).

Podemos concluir, assim, com base nos trabalhos pesquisados, não haver dúvida acerca da superioridade da estratégia de valor, com relação aos retornos dos investimentos, no longo prazo. O fato de haver discordâncias com relação aos riscos das ações de valor, no mercado brasileiro, pode ser decorrente, por exemplo, da dificuldade em se estabelecer uma classificação exata entre empresas de valor e de crescimento. Isso ocorre porque o mercado brasileiro ainda está em processo de desenvolvimento e, com isso, mesmo as grandes empresas apresentam grande potencial de crescimento.

Entretanto, a melhor forma de auferir ganhos acima da média da grande maioria dos investidores, no longo prazo, é investir nas empresas consideradas maduras, sólidas e manter posição nestas empresas por um tempo considerável, sem querer obter ganhos extraordinários com empresas desconhecidas. As empresas de valor podem ser identificadas, por exemplo, apesar da dificuldade em

classificá-las, pelo grande volume das negociações financeiras diárias que estas têm nas bolsas de valores. Normalmente, são as empresas de primeira linha, conhecidas como *blue chips*.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BOVESPA. **Mercado de Capitais**: introdução. São Paulo: 2007. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em: 27 set. 2009.

BRUM, C. A. H. **Aprenda a Investir em Ações e a Operar na Bolsa Via Internet**. 5. ed. Rio de Janeiro: Ciência Moderna, 2008.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J. Y. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

FREGNANI, C.A.; FANECO, R.M.; FAMÁ, R. **Avaliação do Desempenho, em Termos de Risco e Retorno, das Ações Value e das Ações Growth no Mercado Acionário Brasileiro no Período Pós-Inflacionário, de 1995 a 2005**. In: SEMEAD, 12°. São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/11semead/resultado/trabalhosPDF/82.pdf>> Acesso em: 25 out. 2009.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

GLEIZER, D. L. O mercado de capitais: lições da experiência internacional. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contracapa, 2005. P.175-180.

LUQUET, M. **Guia Valor Econômico de Finanças Pessoais**. São Paulo: Globo, 2000.

NEVES, M. B. E. Estratégias *value* no Brasil. In: VARGA, G. e L., Ricardo (Org.). **Gestão de Investimentos e Fundos**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2006. P.165-181.

NOVAES, A. Mercado de Capitais: lições da experiência internacional. In: BACHA, E. L. e OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contracapa, 2005. P.33-112.

PEDREIRA, E. B. **Retornos e Riscos das Ações de Valor e de Crescimento no Mercado Brasileiro no Período de Janeiro de 2001 a Junho de 2004, com Base no Índice IBrX 50.** In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 5., São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos52005/132.pdf>> Acesso em: 25 out. 2009.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ROSTAGNO, L.; OLIVEIRA SOARES, R.; COSTA SOARES, K.T. **Estratégias de Valor no Mercado de Ações Brasileiro.** Ed. 48. 2005. vol.11. Disponível em <[http://www.read.adm.ufrgs.br/edicoes/download.php?cod\\_artigo=463&cod\\_edicao=48&autor=rostagno&pagina=1&acao=busca](http://www.read.adm.ufrgs.br/edicoes/download.php?cod_artigo=463&cod_edicao=48&autor=rostagno&pagina=1&acao=busca)> Acesso em: 25 out. 2009.

SANVICENTE, A. Z.; MELLAGI FILHO, A. **Mercado de Capitais e Estratégias de Investimento.** São Paulo: Atlas, 1988.

TEIXEIRA, N. O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros.** Rio de Janeiro: Contracapa, 2005. P.113-137.