

**Relatório Final de Pesquisa
(PIBIC – Julho 2008/ Julho 2009)**

Mauro Caramé Dahruj

Orientador: William Eid Júnior

Ações de Valor versus Ações de Crescimento

**São Paulo
Julho
2009**

SUMÁRIO

1. Resumo	3
2. Introdução	4
3. Objetivo	5
4. Referencial Teórico	6
5. Metodologia	11
6. Conclusão	14
7. Comentários	18
8. Referências bibliográficas	19

1. Resumo

Ao longo de décadas, muitos estudos mostraram que as estratégias de investimento baseadas em ações de valor apresentaram um resultado melhor que as baseadas em crescimento. Entretanto, há muitas divergências no que diz respeito às razões que possam explicar tal fato.

Muitos são os aspectos considerados por estudos ao redor do mundo como fatores correlacionados com o fato de que estratégias de valor apresentam rendimentos esperados maiores do que os esperados em estratégias de crescimento. Dentre eles, podemos destacar o tamanho das empresas analisadas; seus respectivos betas; fundamentos das companhias; irracionalidade do mercado; e indicadores como *sales to price*, *book value of equity*, *debt to equity ratio*.

Este trabalho procurou melhor entender a relação risco retorno por trás de estratégias de investimento baseadas em valor e em crescimento. Ademais, o estudo busca investigar o quão eficientes são alguns fatores na explicação dos retornos esperados através da captação dos respectivos riscos envolvidos.

Palavras-chave: Estratégias de investimento; Valor; Crescimento; Relação risco retorno; Fatores; Explicação dos retornos; Captação dos riscos envolvidos.

2. Introdução

Para muitos profissionais e acadêmicos, ao considerarmos um ambiente racional de risco e retorno - pioneiramente estabelecido pelos estudos de Markowitz ao longo da década de 50 e que serviram como base para a Teoria Moderna do Portfólio - estratégias de investimento baseadas em valor apresentam melhor desempenho do que as estratégias baseadas em crescimento. Dessa maneira, este relatório tem como finalidade a realização de um estudo empírico, de modo a desmistificar e melhor entender a relação risco retorno por trás de ambas as estratégias de investimento, assim como desenvolver um modelo fatorial capaz de explicar com eficiência os resultados encontrados.

Para tanto, a primeira parte do trabalho consistirá na confecção do Referencial Teórico, de modo a estabelecermos as bases conceituais necessárias para melhor entendimento; manuseio; e análises dos dados coletados e resultados adquiridos. Esta etapa inicial do trabalho se dará através da busca e leitura de uma extensa gama de materiais acerca do assunto, publicados principalmente no âmbito internacional.

Num segundo momento, coletaremos e processaremos os dados necessários para suportar empiricamente as análises, de acordo com os critérios de metodologia - período, fonte, e demais parâmetros - que serão cuidadosamente detalhados nas próximas etapas deste relatório.

Após isto, iremos confrontar os resultados obtidos com o que fora postulado anteriormente, de modo a chegarmos a resultados objetivos e conclusivos acerca do tema em questão.

3. Objetivo

O objetivo central deste relatório é analisar e melhor entender a relação risco-retorno que existe por trás das estratégias de investimento em ações de valor e de crescimento. Além disso, o estudo visará o aprofundamento das razões e fatores que possam justificar o maior retorno das ações de valor em detrimento das de crescimento. Grande parte dos estudos acerca do tema em questão concentra-se no mercado norte americano, de modo que seria muito interessante a realização de projeto semelhante com o mercado acionário brasileiro.

4. Referencial Teórico

A estratégia de investimento adotada é uma das principais decisões a ser tomada no processo desenvolvido por gestores de portfólios. Estratégias de investimentos baseadas em valor, disseminadas e conhecidas como *Value Investing*, são um dos estilos mais utilizados no processo de *Stock Picking* (escolha dos ativos que irão compor o portfólio).

Na visão inicialmente abordada por Graham e Dodd (1934) a estratégia de investimento em valor se baseia no princípio de que os mercados não são eficientes (preços não refletem toda a informação relevante), sendo possível assim, encontrarmos discrepâncias nos preços praticados nos mercados e o valor encontrado através dos fundamentos da ação – também chamado de valor intrínseco. Desse modo, o também conhecido como “pai do value investing”, Benjamin Graham propunha uma margem de segurança, na qual o investidor só deveria comprar a ação caso o valor de seus fundamentos (qualitativos e quantitativos) apontassem significativamente acima do valor corrente de mercado.

Assim, podemos definir ações de valor como sendo títulos que estão subavaliados pelo mercado, de modo a apresentar elevados índices de *book-to-market equity* (valor patrimonial/valor de mercado), *earnings-to-price* (lucro líquido/valor de mercado), *cash flow-to-price* (fluxo de caixa/valor de mercado) e *dividend yield* (dividendos distribuídos/valor de mercado).

O sucesso do *Value Investing* e do legado deixado principalmente por Benjamin Graham e David Dodd é Warren Buffet. O investidor, conhecido por seus investimentos bem sucedidos, notadamente se utiliza da estratégia de valor na gestão de seus recursos.

Outra estratégia tradicional de investimento, muito popular no período pós-guerra cuja economia mundial experimentou altas taxas de crescimento é a estratégia baseada em ações de crescimento. São consideradas ações de crescimento aquelas cujos preços apresentam-se super estimados, devido às expectativas dos investidores

de que a empresa irá experimentar elevados crescimentos de seus ganhos futuros. Estas empresas geralmente não geram altos retornos através do pagamento de dividendos aos seus acionistas, uma vez que os ganhos crescentes são reinvestidos na companhia, que geralmente apresenta um alto retorno sobre patrimônio Líquido (ROE).

Dessa maneira, podemos definir ações de crescimento como sendo títulos que estão com altos preços, uma vez que o mercado estaria precificando as expectativas de valorização através de altas taxas de crescimentos futuros dos ganhos corporativos. Estes papéis apresentam indicadores com comportamento opostos aos das ações de valor, como por exemplo, baixos índices de *book-to-market equity* (valor patrimonial/valor de mercado), *earnings-to-price* (lucro líquido/valor de mercado), *cash flow-to-price* (fluxo de caixa/valor de mercado), *dividend yield* (dividendos distribuídos/valor de mercado).

Para o cálculo do chamado valor intrínseco – valor dos fundamentos – temos como principal método o Discounted Cash Flow (DCF). Segundo Brealey e Myers (2006) o valor presente de um ativo é a soma dos fluxos de caixa livres futuros esperados, no caso das empresas, descontados por uma taxa que representa o grau de risco inerente aos fluxos de caixa estimados. Esta taxa é dada através do custo médio ponderado do capital, ou seja, o custo dos diversos componentes de financiamento utilizados pela empresa. A fórmula do DCF, a saber:

$$PV = \frac{FCF_1 + FCF_2 + FCF_3 + \dots + FCF_n}{(1 + WAAC)}$$

Onde:

PV = Valor presente do ativo ou projeto

FCFn = Fluxo de Caixa Livre (*Free Cash Flow*) do período n

WAAC = Custo médio do capital ponderado

Apesar da maior parte das empresas possuírem uma vida útil indeterminada e sem motivo conhecido ou prazo para acabar, não é comum se projetar um fluxo de caixa por infinitos anos. Isso ocorre, pois, a partir de determinado momento, a empresa atinge a estabilidade de seus fluxos. Nesse sentido, utiliza-se um horizonte de projeto finito.

Ações de Valor versus Ações de Crescimento

Esse horizonte varia em função de diversos aspectos como o risco do empreendimento, ramo do negócio, estágio da empresa, etc. Após o período projetivo, é determinado um valor residual, definido como sendo o valor presente dos fluxos de caixa livres após o horizonte de projeto.

Adicionalmente, o modelo mais utilizado para a avaliação do valor residual é o modelo de crescimento de Gordon, que nos mostra que o valor presente do valor residual é calculado através do fluxo de caixa livre do período subsequente descontado pelo custo médio ponderado do capital menos uma taxa constante de crescimento dos fluxos. Desse modo, diferentes companhias apresentam taxas de crescimento distintas para seus fluxos de caixa devido a inúmeros fatores como tamanho da empresa, indústria na qual estão inseridas, estágio de maturidade do negócio (GORDON, 1959).

$$VR = \frac{FCF_{n+1}}{(r - g)}$$

Onde:

VR = Valor presente do valor residual

FC_{n+1} = Fluxo de caixa livre no primeiro ano após o período projetado

r = Taxa de desconto (WACC)

g = Taxa de crescimento dos fluxos de caixa livre na perpetuidade

Com isso, o valor da empresa é equivalente à soma do valor presente dos fluxos de caixa livres projetados e do valor residual.

Ao compararmos *value stocks* e *growth stocks* à luz dos fatos apresentados, temos que para as empresas de valor os primeiros fluxos são mais representativos para o VP, enquanto nas empresas de crescimento, o valor está concentrado nos fluxos mais distantes ou no próprio valor terminal, dependendo do horizonte de projeção.

Segundo Dodd e Granham (1934), os fluxos iniciais são mais seguros e previsíveis, enquanto os fluxos mais distantes são mais incertos e, portanto, deve-se investir em empresas com maior geração de caixa inicial.

Um dos conceitos de precificação de ativos mais utilizados por profissionais e acadêmicos até os dias atuais é o Capital Asset Pricing Model (CAPM) proposto por Sharpe (1964), Linter (1965) e Black (1972) que se trata de um modelo linear o qual se propõe a explicar a relação risco e retorno esperado de um ativo. Segundo Fama e French (1992) um ponto central do CAPM é a eficiência da carteira de mercado, nos moldes de Markowitz. Na visão destes autores “a eficiência do portfólio de mercado implica que o retorno esperado de um título é uma função positiva e linear do seu beta de mercado [...] e o beta de mercado é suficientemente para explicar os retornos esperados” (FAMA; FRENCH, 1992, p. 427, tradução nossa).

Sendo assim, o modelo de um fator singular propõe que o retorno esperado de uma ação é dado através do *risk-free* (retorno alcançado por títulos que não apresentam riscos aos seus investidores), somado ao beta desta ação (calculado através de uma regressão de seus retornos históricos com o mercado) multiplicado pelo prêmio de mercado (retorno excedente do mercado em relação ao *risk-free*).

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

Onde:

$E(R_i)$ = Retorno esperado da ação

R_f = Taxa de retorno livre de risco

β_i = O coeficiente beta representa a sensibilidade dos retornos do ativo aos retornos do mercado

$E(R_m)$ = Retorno esperado do mercado

$E(R_m) - R_f$ = Prêmio de Risco de Mercado

Brigham (2005) afirma que:

O CAPM é mais do que um simples modelo abstrato descrito em livros, e sim é largamente utilizado por analistas investidores e corporações. Entretanto, apesar de seu apelo intuitivo, um número crescente de estudos sobre sua validade vem aparecendo. Em particular um estudo realizado por Eugene Fama – da Universidade de Chicago – e Kenneth French – de Yale – colocou em cheque o CAPM (BRIGHAM, 2005, p.161, tradução nossa).

A frase acima deixa claro que, apesar de ser utilizado em larga escala até os dias atuais – devido à sua praticidade - o modelo uni fatorial CAPM vêm sendo fortemente combatido por demais estudos e pesquisas. Fama e French (1992) propuseram um modelo com três fatores capazes de estimar o retorno esperado. O primeiro deles se tratava do próprio beta (através de uma regressão entre os retornos do ativo e os retornos do mercado) proposto pelo CAPM anteriormente. O segundo fator capaz de explicar o retorno esperado de uma ação para os autores se tratava do tamanho da companhia, medido através de seu valor de mercado, pois se uma companhia menor é mais arriscada do que uma empresa maior, assim, seu respectivo retorno requerido também deve ser mais elevado. O terceiro e último fator do modelo é o indicador *book-to-market*, o qual é obtido através da divisão do valor contábil do patrimônio líquido da companhia pelo seu valor de mercado. Caso o valor contábil seja maior que o valor de mercado, os investidores estão pessimistas em relação ao futuro da ação, e é provável que a mesma esteja experimentando maus períodos operacionalmente ou financeiramente.

Sendo assim, uma ação com um alto indicador *book-to-market* é uma ação mais arriscada, de modo que deve prometer retornos esperados maiores aos seus acionistas. Já uma ação que apresenta um baixo indicador *book-to-market*, ou seja, possui um valor de mercado superior ao seu valor de livro, é uma empresa cujos investidores estão otimistas em relação à ação.

Desta forma, o modelo tri fatorial desenvolvido por Fama e French, pode ser considerado uma evolução do CAPM, uma vez que para estes autores o retorno esperado de uma ação é explicado não somente pelo *market risk Premium* (medido pelo beta no modelo CAPM), mas também por fatores como o tamanho da empresa analisada e a razão entre seu valor patrimonial contábil e seu valor de mercado.

No capítulo seguinte, definiremos os parâmetros e critérios necessários para a coleta dos dados e processamento dos mesmos. Serão montadas duas carteiras de investimento (uma de valor e uma de crescimento), assim como a criação de um modelo multifatorial capaz de explicar os retornos das mesmas.

5. Metodologia

Para o desenvolvimento deste projeto foram coletadas, no próprio site da Bolsa de Valores de São Paulo, as composições históricas do índice IBOVESPA no período que compreende o início do ano de 2002 até o final do ano de 2008. Isto feito, tais composições foram ajustadas para uma base trimestral, já que originalmente são disponibilizadas em uma periodicidade quadrimestral.

Num segundo momento foram coletados os dados trimestrais dos parâmetros abaixo para cada um dos papéis componentes do índice de ações IBOVESPA no período estudado. Os dados foram retirados integralmente da base de dados do sistema Económica, disponibilizado pela Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas.

- Preço de fechamento;
- Preço / valor patrimonial;
- Preço / lucros;
- Valor de mercado;
- Preço / fluxo de caixa livre;
- Dívida líquida

Nesta etapa, encontrou-se bastante dificuldade na coleta de dados devido ao fato de que alguns dos códigos das ações retirados do site da BOVESPA não foram encontrados pelo sistema Económica devido, principalmente, a mudanças nos códigos das respectivas empresas e fusões e aquisições entre as mesmas. Neste caso, os códigos antigos foram substituídos pelos respectivos novos. Ademais, outro entrave que se fez válido nesta etapa foi o fato de que alguns dos parâmetros não estavam disponíveis no sistema Económica para o período desejado. Neste caso, tais ações foram excluídas da análise para o período em questão.

Após a realização desta etapa, as ações foram divididas em três carteiras distintas, a saber: carteira de ações de valor; carteira de ações de crescimento; e carteira de ações outras. O estabelecimento de cada carteira baseou-se no indicador preço / valor

Relatório Parcial de Pesquisa

Ações de Valor versus Ações de Crescimento

patrimonial seguido pelo indicador preço / lucros, de modo que o terço dos papéis cujos índices apresentavam os maiores valores foram classificadas como ações de crescimento; o terço dos papéis cujos índices apresentavam os menores valores foram classificados como ações de valor; e o terço restante foi classificado como ações outros. Estabeleceu-se que cada ação possuiria o mesmo peso das demais dentro de sua respectiva carteira.

Este processo foi repetido período a período (trimestralmente) ao longo dos anos, de modo que a composição destes três portfólios foi alterada devido às mudanças na base de ações que compuseram o índice IBOVSPA ao longo do tempo, assim como a mudanças na razão entre preço de mercado e valor contábil das empresas, o que acarretou na mudança de grupo por parte dos papéis.

Após a formação destes três portfólios distintos – cada um deles composto igualmente entre as ações que o compõem – foi realizada uma análise de risco retorno destas ações. Primeiramente, calculou-se o retorno no período de cada uma destas ações através da divisão do preço de fechamento do papel ao final do período pelo preço de fechamento do papel no início do período. De posse dos retornos individuais de cada ação componente dos portfólios, computou-se o retorno médio da carteira para cada período. Para tanto, efetuou-se o método da média aritmética simples dos retornos dos papéis de cada carteira de ações, uma vez que cada empresa possui o mesmo peso dentro de cada carteira.

Concomitantemente ao cálculo dos retornos de cada carteira de ações para cada trimestre do período estudado, efetuou-se uma análise de risco das carteiras formadas. Esta se valeu da utilização da medida de volatilidade (desvio-padrão) para mensurar o risco de cada carteira.

Por fim, com o intuito de obter uma visão mais clara acerca da relação risco retorno em cada um dos três portfólios distintos criados e do desempenho dos mesmos, realizou-se uma análise capaz de comparar qual das carteiras apresenta a melhor relação. Para tanto foi utilizado o índice de Sharpe, dado através da divisão do retorno excedente da carteira em relação ao seu respectivo *benchmark* pelo desvio padrão da

própria carteira. Foi utilizado como *benchmark* para o cálculo do indicador de Sharpe o CDI do período respectivo, coletado da base de dados do sistema Economática.

O procedimento descrito anteriormente foi repetido com a utilização de períodos anuais, de modo que foi analisado o comportamento de cada carteira – estabelecida no início do ano – ao longo de cada ano. Também se efetuou a divisão do período estudado em dois triênios distintos para que a análise fosse realizada.

Ademais, foi feita uma análise global, com o intuito de simular um investidor que ao início do período estudado optasse por uma carteira considerada de valor, crescimento ou outras (de acordo com o seu perfil) e a carregasse ao longo do período estudado.

Assim, com a utilização deste parâmetro, foi possível estabelecer uma análise mais concreta acerca do desempenho de cada carteira de ações no que tange tanto o retorno quanto o respectivo risco envolvido. Dessa maneira foi possível comparar o comportamento das ações consideradas de valor e das ações consideradas de crescimento e das ações consideradas outras.

Por fim, foi realizada uma regressão múltipla a fim de estabelecer relações ao longo do tempo entre os retornos obtidos pelas ações e seus respectivos parâmetros estudados anteriormente. Para tanto, foi realizado um painel estatístico, de maneira a definir como se comportou a relação entre estas variáveis durante o período estudado.

5. Conclusão

Após a realização das etapas anteriores deste projeto, que envolveram tanto uma vasta leitura do material acadêmico e profissional já publicado sobre o assunto no mercado brasileiro e internacional assim como a coleta e análise dos dados do mercado acionário brasileiro, foi possível estabelecer algumas conclusões.

Vale ressaltar o fato de que a análise de desempenho de cada uma das carteiras distintas – crescimento, valor, e outras – através do indicador de Sharpe é bastante interessante no que concerne não somente os retornos obtidos por tais papéis, mas também a volatilidade destes ativos, ou seja, o risco envolvido. Ademais, outro fator muito sensível nos resultados encontrados é o período em que as análises são realizadas. Sendo assim, foi essencial a realização de diversos estudos com intervalos distintos dentro do período estudado, o que possibilitou diferentes abordagens das análises.

Inicialmente, na análise realizada trimestralmente, conforme podemos observar na Tabela 1 abaixo, as carteiras compostas pelas ações consideradas de crescimento apresentaram retornos superiores às demais em 11 dos 27 trimestres estudados, enquanto as ações consideradas outras apresentaram retornos superiores em 9 trimestres, e as ações consideradas de valor em apenas 7 trimestres apresentaram retornos superiores às demais carteiras.

Entretanto, devido a maior volatilidade apresentada pelas carteiras de valor, quando é analisado o Sharpe de cada carteira trimestralmente, é possível observar que tanto as ações consideradas de crescimento como as ações consideradas outras apresentam o melhor Sharpe do período durante 7 trimestres cada. Já as ações consideradas de valor apresentam somente 3 observações com o melhor desempenho.

Sendo assim, ao analisarmos os resultados em intervalos trimestrais, conforme mostra a tabela abaixo, é possível concluirmos que ao longo do período estudado

Ações de Valor versus Ações de Crescimento

as ações de crescimento e ações outras apresentaram uma melhor relação risco retorno do que as ações consideradas como sendo de valor.

Tabela 1: Retorno e Sharpe trimestral das carteiras

Período	Retorno			Sharpe		
	Cresc.	Outros	Valor	Cresc.	Outros	Valor
1T2002	-	-	-	-	-	-
2T2002	-3,99%	-4,51%	-25,99%	-0,53	-0,59	-1,66
3T2002	-16,17%	-14,35%	-21,06%	-1,31	-1,26	-1,40
4T2002	25,86%	19,26%	28,29%	1,33	0,96	1,28
1T2003	1,93%	3,89%	-4,99%	-0,24	-0,12	-0,59
2T2003	14,36%	14,41%	22,10%	0,55	0,58	0,90
3T2003	27,98%	21,38%	32,38%	1,43	1,06	1,47
4T2003	44,67%	45,77%	44,14%	2,57	2,77	2,18
1T2004	2,31%	6,41%	-10,33%	-0,09	0,18	-0,77
2T2004	-1,72%	-5,76%	-5,82%	-0,34	-0,63	-0,52
3T2004	-15,44%	10,66%	15,33%	-1,23	0,46	0,63
4T2004	17,87%	14,68%	3,70%	0,89	0,72	-0,02
1T2005	8,97%	-0,37%	-5,99%	0,31	-0,31	-0,56
2T2005	-4,16%	-2,99%	-7,63%	-0,56	-0,51	-0,67
3T2005	27,88%	27,15%	12,77%	1,48	1,50	0,44
4T2005	17,51%	7,55%	10,55%	0,84	0,22	0,34
1T2006	12,61%	17,91%	7,84%	0,55	0,93	0,21
2T2006	-1,17%	-3,54%	-6,71%	-0,30	-0,48	-0,57
3T2006	8,01%	-1,03%	2,51%	0,29	-0,30	-0,06
4T2006	22,19%	23,43%	17,49%	1,22	1,36	0,79
1T2007	4,38%	3,01%	-0,41%	0,09	0,00	-0,19
2T2007	16,60%	20,69%	23,71%	0,87	1,19	1,14
3T2007	8,22%	2,00%	3,72%	0,35	-0,05	0,05
4T2007	-1,19%	-3,01%	0,10%	-0,24	-0,38	-0,14
1T2008	-3,58%	-6,94%	1,38%	-0,39	-0,64	-0,07
2T2008	4,91%	8,09%	-1,11%	0,14	0,36	-0,21
3T2008	-14,72%	-20,09%	-30,79%	-1,14	-1,56	-1,87
4T2008	-23,97%	-19,08%	-26,62%	-1,74	-1,50	-1,64
desv. Pad	15,68%	14,92%	18,20%			

Fonte: Autoria Própria

Na análise realizada com base em intervalos anuais, como mostra a Tabela 2 a seguir, dos seis anos estudados a carteira de ações considerada Outras apresenta o melhor indicador Sharpe durante três anos, enquanto tanto as ações de valor como as ações de crescimento apresentam o melhor desempenho durante um ano somente cada uma. Em um dos anos a análise não pôde ser realizada, pois o indicador Sharpe apresentou-se negativo para as 3 carteiras envolvidas.

Ações de Valor versus Ações de Crescimento

Tabela 2: Retorno e Sharpe anual das carteiras

Período	Retorno			Sharpe		
	Cresc.	Outros	Valor	Cresc.	Outros	Valor
2002	-	-	-	-	-	-
2003	86,65%	87,34%	180,87%	1,67	1,49	2,29
2004	23,07%	34,98%	10,25%	0,18	0,44	-0,09
2005	30,94%	20,16%	23,55%	0,31	0,03	0,07
2006	31,44%	38,63%	28,90%	0,43	0,55	0,20
2007	20,93%	33,86%	33,10%	0,24	0,51	0,31
2008	-32,96%	-46,32%	-11,74%	-1,19	-1,36	-0,35
Desv. Pad	38,05%	43,13%	68,91%			

Fonte: Autoria Própria

Por fim, quando o estudo volta suas análises para períodos com intervalos mais longos, como é o caso das duas análises finais, nas quais a primeira divide o período estudado em dois intervalos e a última estabelece um único intervalo para o período completo), fica evidente a superioridade do desempenho das ações consideradas de valor. Sendo assim, conforme mostra a Tabela 4, um investidor que optou por alocar seus recursos em uma carteira de ações considerada de valor em 2002 e manteve seus investimentos até o final de 2008 (período estudado) obteve uma relação de risco e retorno de sua aplicação significativamente superior a um investidor que tenha optado por uma carteira formada por ações de crescimento ou ações outras.

Tabela 3: Retorno e Sharpe trienal das carteiras

Período	Retorno			Sharpe		
	Cresc.	Outros	Valor	Cresc.	Outros	Valor
2003-2005	150,30%	232,49%	290,18%	5,10	10,86	12,08
2006-2008	8,8%	28,6%	23,7%	-2,28	-1,07	-1,14

Fonte: Autoria Própria

Ações de Valor versus Ações de Crescimento

Tabela 4: Retorno e Sharpe no período completo das carteiras

Período	Retorno			Sharpe		
	Cresc.	Outros	Valor	Cresc.	Outros	Valor
2002-2008	188,76%	263,01%	316,39%	0,46	5,46	7,41

Fonte: Autoria Própria

Em que pese que os investidores que aplicam seus recursos em ações consideradas de valor são investidores focados prioritariamente nos retornos de longo prazo (tornam-se sócios das empresas que compram em detrimento de movimentos especuladores), é bastante adequado observar a sua substancial melhora de desempenho conforme o intervalo estudado aumenta.

Sendo assim, após a observação e análise dos resultados obtidos com o projeto em questão, é possível concluirmos que em investimentos no mercado acionário brasileiro com prazos mais longos é possível se esperar uma relação mais favorável entre retorno e risco em carteiras formadas por ações consideradas de valor.

6. Comentários

A realização deste estudo em pesquisa foi muito proveitosa para mim em diversos aspectos.

Inicialmente, tive a oportunidade de ler exaustivamente sobre o mesmo assunto, na visão de diversos autores nacionais e estrangeiros, o que fez com que eu aprofundasse meus conhecimentos sobre o tema – que é de meu grande interesse.

Ademais, outro ponto que julgo de grande valor foi a etapa prática do projeto, no qual tive que coletar e processar os dados das ações estudadas. Nesta etapa, pude aprender a melhor utilizar alguns sistemas e ferramentas de coletas de dados como o Economática e a Bloomberg, além de perceber o quão difícil é manusear as bases de dados disponíveis do mercado acionário brasileiro devido a alguns entraves como a desorganização, falta de muitos dados, entre outros.

De qualquer modo, o trabalho teve grande valor para mim, pois, além de aprender bastante, pude tirar conclusões bastante interessantes sobre o tema em questão.

7. Referências bibliográficas

ALLEN, Franklin; MYERS, Stewart C; BREALEY, Richard A. **Principles of Corporate Finance**. 8ª edição. New York: McGraw-Hill Companies Inc, 2006.

BABSON, David L. The Case of Growth vs. Income Stocks on a Yield Basis. **Weekly Staff Letter**, Set/1951.

BAUMAN, W. Scott; MILLER, R.E., Investor expectations and the performance of value stocks versus growth stocks, **Journal of Portfolio Management**, 1997. Disponível em: http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/Bauman/Investor_Expectations_and_the_Performance_of_Value_Stocks_Versus_Growth.pdf. Acesso em: 21/09/2008.

BLACK, Fischer. Capital Market Equilibrium with restricted borrowing. **Journal of Business**, 45, 444-455, 1972.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Investments**. 7 ed. Boston: Irwin/McGraw-Hill, 2008.

DURAND, David. What Price Growth?. **Journal of Portfolio Management**, pp 84-90, 1997.

EHRHARDT, Michael C., BRIGHAM, Eugene F. **Financial Management: Theory and Practice**. 11ª edição. South Western: Thomson, 2005.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R.. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, **Journal of Financial Economics**, 33, 3-56, 1993.

Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies, **Journal of Finance**, 51, 55-84, 1996.

Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns, **Journal of Finance**, 50, 131-155, 1995.

The Cross-section of Expected Stock Returns, **Journal of Finance**, 47, 427-465, 1992.

Value versus Growth: The International Evidence, **Journal of Finance**, 53, pp. 1975-1999, 1998.

GHARGHON, P; STRYJKOWSKI, S.; VEERARAGHAVAN, M. **Value versus Growth: Australian Evidence**. 2005. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=984382. Acesso em: 21/09/2008.

GORDON, M. J; SHAPIRO, E. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. **Management Science**, pp. 102-110, Out/1956.

LITNER, Jonh. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **Review of Economics and Statistics**, 47, 13-37, 1965

MARKOWITZ, Harry M. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**. Março/1952.

SHARPE, William F. Capital assets price: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, 19, 425-442, 1964.

SOARES, K.T.C; SOARES, R.O.; ROSTAGNO, L. **Value and Growth Strategies in Bovespa Stocks: an analysis of seven risk**. 2006. Disponível em: http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad42/luciano_karina_rodrigo_pg7a21.pdf. Acesso em: 21/09/2008.

INCLUIR ECONOMATICA