



VALOR VS CRESCIMENTO: UM ESTUDO COM AÇÕES BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 1996 A 2009

Felipe Müller Ziliotti, Rosângela Ballini

E-mails: fziliotti@gmail.com, ballini@eco.unicamp.br

Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico – CNPq

Palavras-Chave: valor, crescimento, gestão de carteiras, risco, retorno, Bovespa.



INTRODUÇÃO

O processo de alocação de capital é complexo. Os agentes atuantes na indústria de gerenciamento de ativos são munidos de informações reduzidas num ambiente de alta incerteza, elevada competitividade, racionalidade limitada e existência de conflitos de interesse. Obter sucesso nessa indústria não depende somente do conhecimento de técnicas e de um grupo brilhante de analistas, depende sobremaneira daquilo que se passa na economia, nas indústrias, na sociedade e nas próprias firmas (issuers).

Nesse contexto, modelos e estilos de investimento são criados buscando atingir retornos acima da média. Esse projeto seguindo a proposta de Fama & French (1992) criou carteiras do tipo Valor e Crescimento, analisando o desempenho de ambos estilos de investimento, seus retornos, riscos e características alocativas.

Fama & French (1992) conduziram um primeiro e importante trabalho que culminou com a evidente conclusão sobre o desempenho das ações de Valor sobre aquelas consideradas Crescimento. Essa evidência deriva-se da análise das três principais bolsas nos Estados Unidos, a New York Stock Exchange, Nasdaq e Amex. Construindo 10 grupos de portfólios, eles ordenaram cada grupo com as ações que apresentassem os maiores múltiplos P/VP (preço por ação / valor patrimonial por ação) até aqueles com os menores valores para o mesmo múltiplo. Ou seja, classificaram as ações de acordo com seu tamanho de valor patrimonial proporcional ao seu preço.

Dessa análise despreendeu-se duas conclusões: as ações cujos múltiplos P/VP eram os menores (ou VP/P maiores) apresentaram consistentemente maiores retornos e menores betas. Essa descoberta contradizia o CAPM, o modelo mais utilizado até então.

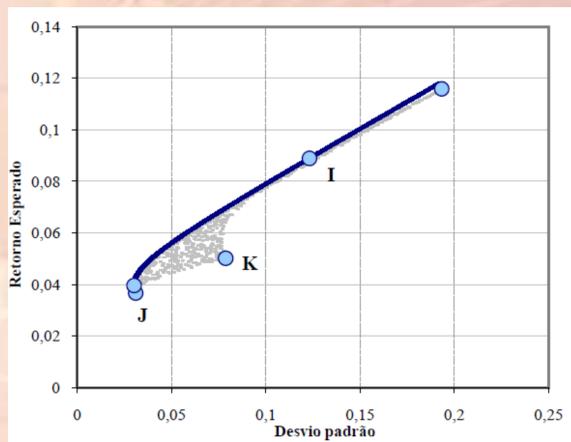


Figura 1 - Fronteira Eficiente.

Segundo o CAPM para cada nível de risco haveria um retorno esperado. Os resultados desse projeto, seguindo a proposta de Fama & French (1992), contrariam esses resultados.

Em seguida, Capaul, Rowley e Sharpe (1993) analisaram seis países desenvolvidos (Alemanha, França, Reino Unido, Japão e Suécia) na busca das mesmas evidências, utilizando, porém o índice Sharpe como medida de risco. A conclusão foi idêntica.

Fama & French (1996) foram ainda além e apresentaram a mesma análise a nível internacional. Analisou-se ambos, mercados desenvolvidos e emergentes de 1975 a 1995 entre os primeiros e 1985 a 1995 nos últimos, inclusive Brasil e Argentina. A conclusão foi a mesma. Entre os mercados desenvolvidos analisados, 12 entre 13 apresentaram o mesmo comportamento. Ações classificadas como Valor continuaram superando aquelas classificadas como Crescimento. Importante notar que a análise inclui também os indicadores P/L (preço por ação / lucro líquido por ação), sem prejuízo da análise e conclusão.

A proposição principal desse trabalho é a de que as ações classificadas como Valor apresentam retornos superiores em relação àquelas classificadas como Crescimento. Procuraremos demonstrar que a evidência encontrada por Fama & French (1992 e 1996) continua válida quando estendemos a análise até 2009. Seguindo os trabalhos de Mescolin, Braga e Costa Jr. (1997) que encontram a mesma evidência de Fama & French (1992) e Braga e Leal (2002) que analisam o índice Sharpe para os portfólios de Valor e Crescimento, concluindo a superioridade das ações de Valor.

RESULTADOS

Os resultados obtidos com ambas as carteiras, Crescimento e Valor, para ambos os múltiplos foram positivos como já esperado num ambiente onde a bolsa cresceu mais de sete vezes no período analisado. Há, porém, diferenças muito significativas relativas aos retornos, principalmente às carteiras criadas com o múltiplo P/L. A carteira Valor-P/L apresentou retorno anual médio de 69%, já a carteira Crescimento-P/L 48%, enquanto o Ibovespa obteve média de 20%. Evidentemente, um resultado exageradamente alto. Quando observamos o retorno acumulado em todo o período, a carteira Valor-P/L atinge 18.396% de retorno acumulado e a carteira Crescimento-P/L, 3.243%.

Figura 2 – Retornos acumulados da carteira de Valor, Crescimento e do índice Ibovespa.

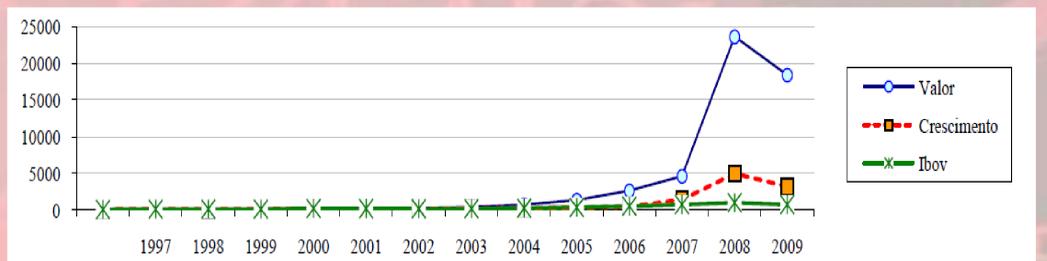


Tabela 1 – Resultados relativos aos retornos das carteiras Valor e Crescimento, utilizando o múltiplo P/VP.

Ano	Retorno, mediana, prêmio anual(%) e desvio padrão utilizando o múltiplo P/L												
	P/L				P/L				Prêmio Q1-Q4		Prêmio de Mercado		
	Retorno Anual	Mediana	Beta	Desvio Padrão	Retorno	Mediana	Beta	Desvio Padrão	Retorno Anual	Mediana	Retorno Ibov	Q1-Ibov	Q4-Ibov
1997	28,6%	16,5%	0,03	0,15	21,7%	5,6%	0,72	0,16	6,9%	10,9%	44,8%	-16,2%	-23,2%
1998	15,0%	2,7%	0,36	0,28	-25,7%	-19,1%	0,54	0,35	40,7%	21,8%	-5,8%	20,8%	-19,9%
1999	-17,7%	-42,5%	0,08	0,37	34,2%	4,5%	0,10	0,86	-51,9%	-47,0%	15,0%	-32,8%	19,1%
2000	60,3%	36,5%	0,80	0,33	53,6%	54,2%	0,68	0,27	6,7%	2,4%	39,8%	20,4%	13,8%
2001	15,8%	-7,9%	0,56	0,29	-2,0%	-31,1%	0,83	0,27	17,8%	-3,9%	-4,3%	20,1%	2,3%
2002	13,4%	7,7%	0,56	0,22	-26,1%	-26,8%	0,88	0,27	39,5%	34,5%	-14,4%	27,8%	-11,7%
2003	52,1%	53,7%	0,28	0,30	26,7%	7,4%	0,47	0,19	25,3%	46,3%	4,5%	47,6%	22,2%
2004	92,6%	23,9%	0,67	0,37	35,1%	30,9%	0,68	0,17	57,5%	-7,0%	47,8%	44,9%	-12,6%
2005	81,3%	60,8%	0,69	0,63	45,4%	34,1%	0,87	0,21	35,9%	26,7%	32,8%	48,3%	12,6%
2006	94,0%	32,9%	0,47	0,14	42,4%	40,4%	0,84	0,20	51,6%	-7,5%	45,5%	48,5%	-3,0%
2007	74,7%	44,9%	0,88	0,17	198,7%	21,9%	0,97	0,25	-123,9%	23,0%	41,5%	33,2%	157,1%
2008	412,0%	12,8%	0,53	0,30	249,8%	-8,1%	0,82	0,22	162,3%	20,9%	34,6%	377,4%	215,2%
2009	-22,1%	-19,5%	0,66	0,26	-35,2%	-36,8%	1,03	0,40	13,1%	17,3%	-24,2%	2,1%	-10,9%
1997-2009	18396%	16,5%	0,16	-	3243%	0,06	0,17	-	15133%	17,3%	774%	17622%	2469%
1997-2002	256%	5,2%	0,12	-	135%	0,01	0,25	-	121%	6,6%	180%	76%	-45%
2003-2009	7182%	32,9%	0,25	-	2402%	0,22	-0,03	-	4779%	20,9%	430%	6751%	1972%
Média 1997-2009	69%	19%	-	-	48%	8%	-	-	22%	11%	20%	49%	28%

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho foi analisado um período de 13 anos, 52 carteiras, sendo 26 do tipo Valor e 26 do tipo Crescimento. Assim como em outros trabalhos nacionais e internacionais, a estratégia de Valor (para ambos os múltiplos, Preço/Lucro ou Preço/Valor Patrimonial) é superior a estratégia oposta e ao Ibovespa. A análise de risco pelo Beta mostra que as carteiras Valor são menos arriscadas, já a análise do Desvio-Padrão não foi conclusiva, uma vez que em 53% dos casos foi menos volátil que a estratégia oposta.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- DE BONDY, W.F.M. e R. THALER. Does the stock market overreact? Journal of Finance, 40, p. 793-805, 1985.
- FAMA, Eugene F. e FRENCH, Kenneth R. The cross-section of expected stock returns. The Journal of Finance, 47, 427-465, 1992.
- Fama, E. F. and K. R. French. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33, 3-56, 1993.