

2

Referencial Teórico

2.1

Considerações Iniciais

Com o objetivo de subsidiar decisões de investimento em empresas, nota-se a tentativa de desenvolvimento de modelos de avaliação que procuram ser cada vez mais precisos a fim de fornecer bases mais confiáveis para as decisões de investimento, tradicionalmente feitos através dos métodos de fluxo de caixa operacional descontado ou, de maneira mais sofisticada, através do método de opções reais.

A capacidade de fornecimento de resultados corretos destes modelos é evidentemente impactada por questões bastante discutidas no âmbito das finanças corporativas, como o método de cálculo da taxa de desconto, especialmente do custo do capital próprio, e também pelas limitações relativas à credibilidade de rubricas contábeis essenciais, tais como receitas e lucros dos demonstrativos das empresas.

Resta ao analista então, fazer as melhores estimativas possíveis, baseadas num julgamento consciente, que leve em consideração todos os fatos pertinentes quanto à capacidade futura da empresa de gerar lucros e quanto ao valor da taxa de desconto, incluindo, é claro, a natureza e as condições das propriedades, o histórico dos lucros passados, a capacidade gerencial da empresa e todas as circunstâncias que indicam se este desempenho é uma indicação, válida ou não, da performance futura.

Os lucros futuros serão o produto da interação de vários fatores e forças que não estão somente dentro da empresa. Eles irão depender, por exemplo, das taxas de crescimento ou declínio secular na indústria e comércio, que serão determinadas por modificações nas condições econômicas subjacentes.

Outros destes fatores são de natureza física, como o crescimento da população, suas idades ou o volume da produção, existindo ainda aqueles que pertencem ao

domínio político e social, como o status da propriedade privada, do trabalho e das políticas fiscais. Tudo isso será afetado também por flutuações cíclicas nos negócios, pelas condições de crédito, comércio internacional e um número incontável de considerações de maior ou menor importância e suas possíveis ramificações. Esse estudo que contempla as condições gerais precisa ainda ser completado por um estudo similar sobre a indústria à qual a empresa pertence.

Quando o analista finalmente consegue estimar os lucros futuros de uma empresa específica, ele irá se confrontar com mais uma grande quantidade de problemas difíceis de serem resolvidos. Por exemplo, a sua alocação entre dividendos pagos ou lucros retidos e reinvestidos. Estas questões não serão tratadas aqui. Elas são mencionadas apenas para se mostrar a complexidade de se tratar taxas de crescimento nos seus numerosos e diversos aspectos.

Conforme já mencionado, a contabilização das receitas deve ser feita com cuidado e as regras contábeis empregadas na empresa também devem ser estudadas a fundo, devendo-se direcionar esforço especial na detecção de métodos e práticas contábeis que podem levar a uma determinação pouco realista dos lucros, devendo-se examinar o balanço da empresa com bastante minúcia.

As dificuldades em se determinar os lucros futuros, mesmo quando o futuro é limitado a apenas um ano, são geralmente muito grandes e elas são multiplicadas muitas vezes pelo fato de que o futuro não é limitado a um ano somente. Apesar de a regra do valor presente reduzir paulatinamente a influência dos valores futuros pela aplicação consecutiva da taxa de desconto, o analista logo perceberá que a diminuição de suas dificuldades pode ser ilusória. O número de anos pode cair de 200 para 20, mas ainda assim excederá em muito a visibilidade que ele tem do futuro.

De acordo com Keynes (apud Molodovsky 1953),

O fato dominante é a extrema precariedade da base de conhecimentos sobre a qual nossas estimativas de ganhos futuros são feitas. Nosso conhecimento a respeito dos fatores que irão governar os ganhos no futuro é usualmente muito pequeno. Falando francamente, temos que admitir que nossa base de conhecimento para estimar os ganhos de daqui a dez anos de uma estrada de ferro, de uma mina, de uma fábrica de tecidos, da patente de um remédio, de um transatlântico ou de um prédio na cidade de Londres, é muito pouco ou nulo; até mesmo quando consideramos um período de cinco anos.

A franqueza desta colocação de Keynes nos traz de volta a realidade. O futuro nunca é certo. E o resultado de guerras, de políticas sociais, de descobertas científicas e de invenções que mudam os processos industriais trazendo rápida obsolescência faz com que a visibilidade do futuro seja substancialmente reduzida.

A natureza de nossa época é tal que pouca credibilidade pode ser dada a projeções de longo prazo. O tempo de vida provável de indústrias e corporações se tornará mais difícil de estimar do que em tempos passados e a perspectiva de seu crescimento através de ciclos de vida dos negócios, até mesmo sua sobrevivência, é menos clara.

Neste sentido, é impossível satisfazer na prática todos os requisitos teóricos mencionados para a estimativa do valor do investimento. Os investidores não têm muito por onde escolher. Eles precisam encontrar uma maneira que seja objetiva e que efetivamente funcione de fazer esta análise.

A literatura sobre as taxas de crescimento das empresas se inicia basicamente na década de 60, com os trabalhos de Little (1962), que procura estudar o comportamento das taxas de crescimento para as receitas das empresas britânicas e Little e Rayner (1966), que com o mesmo objetivo, procuram verificar se o desempenho passado das ações influencia o seu comportamento futuro, concluindo que as mudanças nos lucros seguem um *random walk*. Linter e Grauber (1967) divulgaram que menos de dois por cento da variação do crescimento dos lucros eram explicados pelo crescimento no período anterior. Ball e Watts (1968) fazem o mesmo estudo de Little (1962), focando em empresas norte-americanas.

Na década de 70 encontramos Beaver (1970), baseado também em resultados de empresas norte-americanas, e Albrecht, Lookabill e McKeown (1977). Estes trabalhos iniciais, no entanto, analisavam a previsibilidade e a persistência dos resultados de empresas, sem apresentar testes estatísticos consistentes, o que enfraquecia a credibilidade das conclusões propostas.

No trabalho de Lev (1969), observa-se a utilização de um modelo estatístico mais elaborado, com o estudo de 245 empresas americanas no período 1947-1966, no qual procura analisar o comportamento dos índices financeiros das mesmas, procurando testar a hipótese de que as empresas ajustariam seus índices de acordo com a média da indústria na qual se inserem. O estudo não chega a ser conclusivo,

mas procura fornecer insumos para modelos posteriores. Outras evidências de que os lucros têm um comportamento de *random walk* são encontrados também em Watts e Leftwich (1977); Albrecht, Lookabill e McKeown (1977); Deschamps e Mehta (1980); McKeown e Shalchi (1988); e Wu, Kao e Lee (1996).

Encontram-se ainda estudos em outros lugares do mundo, também concluindo pelo comportamento *random walk* das séries de lucros, como na Austrália com Ball e Brown (1970); Whittred (1978); Finn e Whittred (1982); e Taylor e Tress (1988) e na Nova Zelândia com Caird e Emanuel (1981); Firth (1982); e Austin e Graydon (1993) e na Finlândia com Kinnuen (1991). Em Singapura, Ariff e Aw (1987) mostraram que os lucros pareciam mudar aleatoriamente. Bao e Bao (1990); e Bao, Bao e Firth (1996) encontraram evidências de que o modelo de *random walk* era o mais apropriado para os dados de Taiwan.

2.2

O poder de previsibilidade do Preço

Num mercado eficiente, os preços das ações possuem a habilidade de prever as mudanças de lucros futuros, já refletem as expectativas de mercado, tornando-os mais ricos em termos de previsão do que as séries de lucros passados. Mudanças de preços através do tempo refletem uma revisão das expectativas do mercado de lucros futuros assim como dos lucros realizados ao longo dos períodos. Em comparação, lucros contábeis através dos tempos, resumem: (I) o efeito das transações de vendas durante o período fiscal que geraram caixa ou que quase certamente irão gerar caixa; (II) o efeito de atividades dos períodos passados (como por exemplo a depreciação); (III) saídas de caixa para investimentos que irão gerar benefícios futuros incertos (ex: pesquisa e desenvolvimento).

Quando comparados aos preços das ações, segundo Kothari e Sloan (1992) os lucros têm uma habilidade limitada de refletir as expectativas do mercado sobre os fluxos de caixa futuros. Esta limitação é atribuída ao conservadorismo, objetivismo e outras convenções das normas contábeis. Por exemplo, os lucros de um período provavelmente não refletirão o fluxo de caixa líquido esperado de uma nova oportunidade de crescimento que a firma possui. Uma vez que, na

média, as expectativas de mercado irão se refletir nos lucros, mudanças de preços antecipam mudanças de lucros.

A capacidade de previsão do preço das ações é documentado em vários trabalhos. Artigos como: Beaver, Lambert e Morse (1980), Beaver, Lambert e Ryan (1987), Collins, Kothari (1989) e Freeman (1987), documentaram que o preço das ações influenciariam os lucros contábeis. Estas pesquisas levam a conclusões de que os preços das ações fornecem informações sobre os lucros que ocorrerão no futuro. Beaver e Morse (1978) mostraram que o índice P/L não apenas prevê as mudanças nos lucros futuros como eles identificam aspectos transitórios dos lucros correntes.

Segundo Beaver, Lambert e Morse (1980) o preço das ações é usado como um substituto de informações adicionais disponíveis aos participantes do mercado. Desta maneira, ele forneceria bases para inferir os lucros a partir dos preços, levando a modelos de previsão que, segundo os autores, seriam mais robustos do que modelos *random walk with a drift*. O artigo conclui que há evidências que indicam que os preços das ações são significativamente diferentes de um simples processo de *random walk*.

Campbell e Shiller (1988) também atestam a utilidade de índices financeiros, no caso, dividendo-preço e preços ajustados-lucro na previsão de preços de ações. Segundo eles, esta utilidade se daria devido a sua grande disponibilidade para o mercado americano e porque eles relacionam os preços das ações a valores fundamentais da corporação.

2.3

Índice Preço de Mercado da Ação - Lucro por Ação (P/L)

O índice Preço-Lucro por Ação (P/L), constitui, na verdade, um dos indicadores mais tradicionais no processo de análise de ações, sendo muito utilizado por investidores. Traduz-se no quociente entre o preço corrente da ação e o lucro líquido por ação, podendo este ser o do último ano, dos últimos doze meses ou o projetado, mostrando o quanto se paga pela ação de uma empresa em relação ao lucro que a mesma gera e quanto os investidores estão dispostos a pagar por R\$ de lucro obtido. Esta é a medida mais comum de quão cara ou barata a ação está em relação às outras ações.

As razões P/L são comumente tidas como boas estimativas do crescimento esperado dos dividendos ou lucros, sendo uma regra comum no mercado financeiro de que a taxa de crescimento dos seus lucros deve ser aproximadamente igual à razão P/L.

Segundo Peter Lynch (apud Bodie, Kane e Marcus, 1999):

A razão P/L de qualquer empresa que está corretamente precificada deverá ser igual à sua taxa de crescimento. Está-se falando em taxa de crescimento dos lucros. Se o P/L da Coca Cola é de 15% você deveria esperar que a empresa estivesse crescendo a 15% ao ano, mas se o P/L for menor que a taxa de crescimento, pode ser que você tenha achado uma pechincha.

De acordo com a literatura financeira, considerando-se os outros fatores iguais, as ações com maiores riscos terão P/L menores. Isto ocorre porque empresas sujeitas a riscos maiores necessitarão ter maiores taxas de retorno. Isto é verdade para qualquer fluxo de lucros ou dividendos esperados, já que o valor presente destes fluxos de caixa será menor quando tais fluxos forem considerados como mais arriscados. Conseqüentemente o preço da ação e a razão P/L serão menores.

Pode ocorrer de se observar empresas pequenas, de alto risco e iniciantes, com múltiplos P/L altos. No entanto, isto não contradiz a afirmação que o P/L deve diminuir de acordo com o risco; ao contrário, é evidente que o mercado espera altas taxas de crescimento para estas empresas. Desta maneira, pode-se dizer que empresas de alto risco vão ter um P/L menor, quando mantidos todos os outros fatores, como tamanho por exemplo, constantes.

A literatura acadêmica se divide quanto à valorização das ações com base no índice P/L, com alguns autores atribuindo maior valorização para empresas com maior índice P/L enquanto outros o fazem para empresas com menores índices P/L, conforme veremos a seguir.

2.3.1.

Pesquisas que indicam a valorização para ações com índice P/L baixo

Muitos analistas e acadêmicos defendem que entre ações com um P/L menor, há uma maior probabilidade de se encontrar ações sub-valorizadas do que entre ações com P/L maior.

Para testar esta hipótese, Nicholson, em 1960 (apud Molodovsky 1967), no seu Estudo Número 1, usou uma amostra de 100 ações de grandes empresas. O período de 21 anos (1939-1959) foi sub-dividido em onze sub-períodos. As ações foram arrumadas em cinco grupos em ordem decrescente de seu P/L, no começo de cada sub-período, e foi mostrada a variação dos preços em cada sub-período de acordo com o grupo de P/L. As ações com as vinte razões menores tiveram um ganho de preço maior que as ações com as vinte razões maiores. Deste modo, Nicholson conclui que os investidores devem comprar ações com baixo P/L ¹.

Outro estudo mencionado por Molodovsky (1967) é o do banco de investimentos Drexel & Co. da Philadelphia, feito em 1963, que aplicou o critério de preço-lucro para diversas ações dentro de uma amostra de 30 ações do DJIA (Dow Jones Industrial Average) . As ações foram observadas durante um ano, sendo 30 de junho a data de verificação de cada ano. De modo a tornar o experimento mais conclusivo, dois cálculos foram feitos. Um baseado nos lucros do ano anterior e outro estimado nos lucros do ano corrente. Estes estudos mostram que os grupos de menores razões P/L tiveram consistentemente uma performance superior, com margem significativa.

Molodovsky (1967) menciona ainda o estudo de Paul F. Miller e Ernest R. Widman. A pesquisa coleta dados de 1948 a 1964 de empresas industriais com vendas anuais que excedessem US\$ 150 milhões, agrupando estas ações em cinco classes de P/L. A seleção foi restrita a empresas que tinham seu ano fiscal terminando entre 30 de setembro e 31 de janeiro, tendo sido excluídas as empresas sem lucros ou com déficits . As razões P/L foram calculadas usando preços do

¹ O estudo é criticado por ter utilizado apenas ações de alto valor.

final do ano e lucros do ano fiscal. Foi então calculada a performance para cada quintil de P/L. O desempenho dos preços foi comparado usando-se segmentos de um, três e cinco anos dentro do período de 1948-1964. De acordo com os autores: “o grupo com baixo índice Preço/Lucro consistentemente demonstrou melhor desempenho que o grupo com alto índice P/L. Existe uma tendência evidente de correlação inversa entre a valorização da ação e o seu índice P/L”.

Evidências adicionais apóiam as conclusões de Nicholson e Drexel. Algumas podem ser encontradas no trabalho de McWilliams de 1966 (apud Molodovsky 1967), no qual se avalia a utilidade das razões P/L como ferramentas úteis para a previsão do comportamento das ações. Analisando 390 empresas no período de 1953-1964, o estudo revela um pior desempenho para um portfolio composto de ações com alto P/L em comparação com um portfolio com baixo P/L. Sua amostra se constituía apenas de ações industriais que tivessem um histórico completo de doze anos. Os dados foram classificados em decis de P/L e foram computados os seus retornos médios e desvios-padrão.

A simulação constou no investimento hipotético de US\$ 10.000 em 30 de abril de 1952 em cada um dos decis, sendo anualmente reinvestidos. Neste aspecto, McWilliams seguiu o método de Nicholson de reinvestimento cumulativo periódico, reclassificando as ações a cada ano de acordo com o seu P/L.

O resultado foi que o valor originalmente investido no grupo de maior decil de P/L valorizou 353% até 30 de abril de 1964. O mesmo valor aplicado originalmente investidos no grupo de menor decil de P/L aumentou 939%.

Outro autor que procura testar a hipótese de que portfolios com baixos P/L teriam retornos superiores foi Basu (1977). Ele procura demonstrar empiricamente a relação entre a performance das ações e seus índices de P/L ao analisar empresas constantes no NYSE durante os anos de 1956 a 1971. Sua conclusão é de que portfolios com baixos P/L realmente conseguiram retornos superiores.

Em sua pesquisa, O'Shaughnessy (1998) separa as ações em quatro grupos: ações de todas as empresas, ações das grandes empresas, ações com baixo índice P/L, mas selecionadas a partir de todas as empresas e ações com baixo índice P/L selecionadas a partir das ações das grandes empresas. Ele conclui que os investidores consistentemente preferem ações de grandes empresas com baixos índices P/L, possivelmente porque seus preços são mais realistas em relação a sua perspectiva de crescimento futuro. O autor destaca a diferença entre as ações das

grandes e pequenas empresas no que tange a este índice, já que, segundo ele, uma vez que baixos índices P/L indicam baixas expectativas do investidor no que se refere ao crescimento dos lucros, uma pequena empresa com baixo índice P/L, deve ter perspectivas limitadas.

2.3.2.

Pesquisas que indicam a valorização para ações com índice P/L alto

A outra vertente da literatura se baseia no fato de que quando os investidores querem pagar mais por um dólar de lucro em alguma ação em vez de investir em outra ação, eles esperam conseguir benefícios adicionais por terem pago este prêmio. Sendo assim, existe a expectativa de que ações com alto P/L terão um crescimento superior e esta expectativa pode ser reforçada por outra: a de que lucros com crescimento mais rápido também se mostrem mais estáveis.

Hammel e Hodes (1967) testaram esta dupla expectativa. Os resultados foram baseados em um estudo estatístico usando técnicas de correlação-regressão para analisar os dados financeiros de mais de 400 das maiores empresas. A análise relacionava medidas de crescimento e a variação dos lucros por ação com a razão P/L das empresas estudadas. Esta dupla análise mostra que a variação dos lucros passados é um fator de razoável importância no P/L e que o crescimento esperado dos lucros influencia fortemente esta razão.

Esta corrente defende ainda que ações com P/L menor sejam mais frágeis, já que apenas a confiança de que o crescimento dos lucros será sustentado em altas taxas por um longo período pode mantê-las em alta, caindo rapidamente caso esta expectativa não se realize.

Este grupo alega também que a comparação relativa entre altos e baixos P/L ficará distorcida quando as ações incluídas em todos os grupos são de boa qualidade e quando as ações demonstrando até mesmo déficits são excluídas, premissas utilizadas em vários dos estudos. Isto tende a reforçar o desempenho do grupo com menor P/L por eliminar ações com lucros constantes ou negativos e que pertenceriam ao grupo dos índices baixos.

Além disso, partindo-se do conceito de que o mercado é eficiente, a idéia de que uma estratégia de investimento em ações com baixos P/L irá resultar em uma

taxa de retorno esperada maior do que o investimento em uma ação com alto ou médio P/L, não terá fundamentos, já que o conceito de mercado eficiente, onde os preços das ações refletiriam as informações disponíveis de maneira rápida e sem viés, não permitiria o ganho excessivo em uma ação. A evidência empírica sobre este assunto não é conclusiva, mas mesmo que a estratégia tenha funcionado no passado, ela não deveria funcionar no futuro, porque muitos investidores a estariam seguindo.

É importante ter em mente, no entanto, que os lucros atuais podem ser bastante diferentes dos lucros futuros. Assim como ações com P/L baixo podem ser consideradas sub-avaliadas, ações com P/L alto podem ser atraentes, caso se tenha a expectativa de que os lucros e dividendos tenham altas taxas de crescimento.

2.3.3.

O poder de previsibilidade do Lucro

Outra discussão interessante acerca do índice Preço-Lucro diz respeito à qualidade da variável lucro no que se refere à previsão.

Algumas pesquisas mostram que as variáveis baseadas no lucro tem um valor limitado para a previsão do retorno das ações, porque, freqüentemente, os lucros publicados estão sujeitos a influências que diminuem sua credibilidade como um indicador do potencial de lucros da empresa no longo prazo relativamente ao seu preço corrente. Estas influências incluem os fatos de que o lucro seria uma variável mais cíclica que as vendas e de que a informação contábil/financeira disponibilizada pelas companhias é pobre, tanto na sua qualidade como na sua quantidade.

Conforme já comentado, a arbitrariedade na aplicação de processos contábeis, o intervalo entre as divulgações e a incidência de manipulação contábil pelos administradores podem afetar de forma bastante séria a veracidade das informações e, portanto, a sua confiabilidade. Até poucos anos atrás, quando vários casos de manipulação contábil eclodiram, não havia nenhum movimento questionando a qualidade destas informações reportadas, sendo identificados atualmente o desenvolvimento de mecanismos em direção ao aperfeiçoamento e aumento da confiabilidade dos resultados divulgados.

Ao analisar este aspecto, Lev (1989) pesquisou 20 anos de estudos sobre o lucro e conclui que os lucros fornecem uma contribuição bastante modesta para a previsão de retornos das ações. Segundo ele, a baixa correlação entre retorno da ação e lucro podem ser explicadas ainda pelas seguintes razões: (i) deficiências metodológicas na previsão e análise dos resultados; (ii) como mencionado anteriormente, a ineficiência do mercado, ou seja, a informação disponível é passível de interpretação difusa, podendo os investidores super-avaliar, sub-avaliar ou até mesmo ignorar certo dado;

Dentro deste contexto, alguns estudos descartam o poder de previsão do índice Preço-Lucro. Reinganum (1986) mostrou que, mesmo após classificar as empresas segundo o tamanho, a razão preço-lucro não possui poder explanatório significativo. Fama e French (1992) também reportaram uma relação não significativa entre a razão P/L e retorno das ações. No entanto, Campbell e Yogo (2003) ao analisarem dados de empresas americanas no período 1871 a 2002, concluem que esta razão tem capacidade de previsão confiável para toda a amostra a partir de 1926.

2.4

Índice Preço de Mercado da Ação - Valor Patrimonial por Ação - (P/VPA)

O quociente preço de mercado-valor patrimonial por ação, também conhecido como o inverso da razão *book to market*, é igual ao preço da ação dividido pelo patrimônio líquido da empresa por ação. Analistas costumam considerar uma ação com baixo P/VPA como um investimento mais seguro, já que consideram o valor patrimonial da como um “pisso” do valor de mercado.

O valor patrimonial costuma ser visto como o nível mínimo, abaixo do qual o mercado não irá cair porque a firma sempre tem a opção de liquidar, ou vender os ativos pelo seu valor “de livro”. No entanto isto é questionável, já que o patrimônio líquido não representa necessariamente o valor de liquidação, de modo que algumas empresas podem ser vendidas abaixo do seu valor patrimonial.

Proponentes da razão P/VPA afirmam que, uma vez que todos os outros atributos relevantes sejam os mesmo para duas ações, aquela que possuir um P/VPA menor é mais segura.

A teoria de avaliação oferece alguns pontos sobre a importância da razão P/VPA. Um alto P/VPA é uma indicação de que os investidores pensam que uma empresa tem oportunidades de conseguir uma taxa de retorno maior que a do mercado.

Esta variável já foi utilizada por Fama e French (1998) no estudo da previsibilidade dos lucros, onde, através de regressões *cross-section*, encontraram indícios de que esta razão tem o poder de prever mudanças na lucratividade.

Lewellen (2004) procurou analisar se as taxas de retorno proporcionadas por dividendos, o valor patrimonial por ação-preço e índice lucro-preço são capazes de prever o retorno das ações. Ele demonstra que as taxas de retorno proporcionadas por dividendos conseguiram prever satisfatoriamente o retorno do mercado durante o período de 1946-2000. As razões valor patrimonial por ação – preço e lucro-preço só foram capazes de prever os retornos durante o período mais curto de 1963-2000.

Através da análise da razão VPA/P das empresas pertencentes ao Dow Jones Industrial Average, Pontiff e Schall (1997) concluem que esta tem a capacidade de prever os retornos dos mercados e de pequenas firmas no período de 1926-1994, principalmente no período pré - 1960. Constatam que esta razão possui informações sobre o retorno futuro que não são capturadas por outras variáveis como os spreads de juros e as taxas de retorno proporcionadas por dividendos.

O'Shaughnessy (1998) conclui, após analisar o mercado americano no período de 1951 a 1996, que investir nas 50 ações com menores P/VPA renderia um retorno de 15,05% a.a., maior que se o mesmo montante de recursos fosse investido em todas as ações do mercado. Segundo ele ações com alto P/VPA são geralmente investimentos ruins.

Em sua pesquisa, Chan, Kasciski e Lakonishok (2003) analisam as empresas americanas no período de 1951 a 1997 e comentam o perfil mais “comportado” do indicador VPA/P. Neste estudo, os autores tentam identificar a capacidade de previsão da taxa de crescimento das empresas a partir dos índices Lucro-Preço da Ação, Valor Patrimonial por Ação – Preço da Ação e Vendas – Preço da Ação, concluindo que os mesmos tem pouca habilidade em apontar empresas de alto ou baixo crescimento. No entanto, notam que empresas com alto crescimento passado costumam ser valorizadas, enquanto empresas com crescimento passado fraco costumam ter suas avaliações penalizadas.

2.5

Ações *Growth* e Ações *Value*

A partir dos índices P/L e P/VPA encontramos na literatura a classificação das ações em *growth* ou *value*.

Ações *growth* são aquelas das quais se espera um substancial crescimento dos lucros nos próximos anos. Ações *value* normalmente são consideradas pechinchas quando comparadas com seu valor patrimonial, sendo tipicamente precificadas a preços menores do que ações de empresas similares na mesma indústria. O preço baixo pode refletir uma reação do investidor a problemas recentes da empresa, como lucros desapontadores, publicidade negativa e problemas legais, que podem vir a trazer dúvidas sobre as perspectivas de longo prazo da empresa. Este grupo inclui ainda ações de empresas tradicionais, já conhecidas do mercado e ações de empresas novas que ainda não foram reconhecidas pelos investidores.

Com relação às razões de valor, ações *growth* usualmente possuem um alto índice Preço-Lucro e Preço-Valor Patrimonial da Ação, o que significa que os preços dessas ações são relativamente altos em comparação com o valor líquido dos seus ativos. Ao contrário, ações *value* possuem um índice Preço-Lucro e Preço-Valor Patrimonial da Ação relativamente baixo.

2.6

Índice Preço de Mercado da Ação - Vendas (P/V)

Esta razão é a relação entre as vendas da empresa e seu preço de mercado. A literatura sugere que valores relativamente baixos de P/V podem indicar que as ações não são populares com os investidores. Ao contrário, ações com altos P/V são populares na comunidade financeira e os investidores dessas ações tem a expectativa de altas taxas de crescimento dos lucros. Paradoxalmente, esses investidores podem receber baixas taxas de retorno porque mesmo que as vendas continuem a crescer, os lucros podem crescer a uma taxa menor.

Estudos envolvendo este índice são mais escassos, destacando-se Barbee (1989). Este estudo ele mostra que a razão Preço/Vendas pode ser valiosa na

seleção de portfólio e na previsão dos retornos das ações. Sua análise indica que se pode esperar uma relação positiva entre P/V e os retornos das ações.

Barbee, Mukherji e Raines (1996) defendem que o índice P/V pode ter um maior poder de explicação para os retornos das ações do que o índice P/L, já que as vendas anuais de uma empresa são um indicador mais confiável do potencial de geração de lucros da empresa do que os lucros divulgados. Isto se daria pelo fato de os lucros serem mais instáveis do que as vendas e poderem ser afetadas por uma maior quantidade de fatores, como gastos com o desenvolvimento do produto, condições cíclicas da indústria onde a empresa se insere, etc.

Argumentam ainda que uma vantagem do índice preço-vendas, diferentemente do índice preço-lucro, é que ele não pode ser negativo, facilitando a análise. No entanto, admitem que o P/V seria mais um reflexo da popularidade da empresa do que um indicador de lucros de longo prazo.

Neste estudo, os autores expandem a análise feita em 1989 ao comparar o poder de explicação da razão preço-vendas com outras variáveis financeiras e compreendendo um período de investigação maior. Analisando as empresas listadas na Bolsa de Nova York no período de 1979 a 1991, concluem que a razão Preço/Vendas possui um poder de explicação para o retorno das ações maior que o Valor Patrimonial por ação-Preço, capturando também o papel da razão dívida/capital próprio na justificação destes retornos.

O'Shaughnessy (1998) examinou as ações com os 50 maiores e 50 menores índices P/V no mercado norte-americano no período de 1952 a 1996 e concluiu que investimentos em ações com alto índice P/V neste período tiveram um retorno menor que os títulos do tesouro americano.

2.7

Literatura Financeira Nacional

Os trabalhos relacionados nas seções anteriores demonstram o interesse internacional no assunto e a existência de diversas vertentes quanto à capacidade de previsão das taxas de crescimento a partir das razões de valor.

No Brasil, talvez por possuir um ambiente econômico mais instável do que os dos países de primeiro mundo e uma base de dados, a partir da nossa Bolsa de Valores, mais tímida, nota-se a escassez de estudos que procurem analisar a previsibilidade de taxas de crescimento e a utilização das razões de valor para a análise das empresas.

Ariff, Lim e Skully (2001) reforçam a importância de trabalhos voltados para os mercados emergentes ao comentarem que o ambiente econômico e a estrutura de mercado diferenciados destes países desempenham um papel importante no comportamento dos lucros e fluxos de caixa das empresas, ressaltando a relevância desses mercados para as teorias financeiras e modelagem estatística.

Dentro deste contexto podemos ressaltar a pesquisa de Cunha (2004), que procura analisar as taxas de crescimento das empresas brasileiras de capital aberto no período de 1994-2002 e conclui pela variabilidade e pela não-persistência destas taxas de crescimento. Foi caracterizado como um processo clássico de *white noise*, com indícios de um comportamento típico de *random walk* ou *random walk with drift*, o que se constitui em um obstáculo às tentativas de previsão para este mercado.

Souza (2003) que procura contribuir para a criação de modelos de previsão através da análise das relações dos diversos níveis de lucros representados pela Receita Operacional Líquida, Lucro Bruto, Lucro Operacional Próprio, Lucro Operacional e Lucro Líquido obtidos pelos setores da indústria nacional e o nível de atividade econômica, representado pelo PIB nacional e mundial no período de 1996 a 2002, verificando alto nível de correlação entre os mesmos.

Na tentativa de prever os retornos das ações, Sarmiento (2000) procura estimar e analisar previsões dos retornos das ações utilizando o modelo multi-fatorial desenvolvido por uma empresa de consultoria. Para isso, o estudo emprega três metodologias no cálculo das projeções dos retornos dos fatores do modelo, sendo uma baseada em médias móveis e outras duas baseadas em regressões dos fatores

contra mudanças inesperadas em variáveis macroeconômicas. Estas projeções foram, então, traduzidas em previsões dos retornos das ações.

Em relação à utilização das razões de valor, Marcon (2002), que procura analisar o efeito do lançamento de ADR's sobre o custo do capital próprio, é um dos poucos trabalhos encontrados que utilizou as razões Preço-Lucro e Preço-Valor Patrimonial para a verificação do retorno das ações de empresas que emitiram ADR's. Alberton (2003), também utiliza os indicadores Preço-Lucro, Preço- Valor Patrimonial por ação (P/VPA) e retorno sobre as vendas (ROS), para a avaliação dos benefícios econômicos da implantação de um Sistema de Gestão Ambiental, concluindo que os mesmos apresentaram valorizações significativas de valor no período pós-certificação.

Nogueira (2000) examina a influência da variável *book-to-market* no desempenho dos títulos do mercado de capitais brasileiro, utilizando-se ações negociadas à vista na Bolsa de Valores de São Paulo no período pós Plano Real (1994). A autora observa que independentemente do período analisado, há uma superioridade dos retornos das empresas com altas razões *book-to-market*, e que o mercado parece estar reagindo ainda muito lentamente à divulgação das informações financeiras das empresas.