

## **VALOR DE MERCADO COMO INDICADOR DE COMPETITIVIDADE:**

identificação de empresas brasileiras com alto desempenho no longo prazo

Ilson Luiz Pereira<sup>1</sup>

Sergio Feliciano Crispim<sup>2</sup>

José Roberto Ferreira Savoia<sup>3</sup>

### **RESUMO**

O mercado de ações no Brasil tem se desenvolvido de forma consistente nos últimos anos, o IBOVESPA saiu de um patamar de 4000 pontos em janeiro de 1988 para mais de 50 mil pontos em 2012. O objetivo deste trabalho é identificar empresas nacionais que tenham alcançado retornos excedentes de mais de 200% em relação ao mercado e ao setor onde estão inseridas, por um período ininterrupto mínimo de quinze anos, após um período de valorização próxima da média do mercado. A pesquisa é descritiva, quantitativa, com delineamento documental. Foram identificadas sete empresas que, formando um portfólio, teriam apresentado um rendimento de 981% no período compreendido entre 1997 e 2012, um retorno

<sup>1</sup> Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Administração (USCS, sanduíche com USP), Especialista em Administração Geral e Relações Industriais, Administração Financeira e Marketing (EAESP-FGV), Consultor de Empresas (Profip).

<sup>2</sup> Livre Docente em Gestão de Marketing (USP); Pós-doutorado em Administração (USP); Doutor em Administração (FEA-USP); Mestre em Administração (FEA-USP); graduado em Administração de Empresas (FEA-USP); graduado em Economia (FEA-USP). Professor do Programa de Mestrado da USCS-Universidade de São Caetano do Sul e professor associado, ms-5, turno parcial, da EACH-Escola de Artes, Ciências e Humanidades da USP, no curso de Marketing. Membro da Congregação da EACH/USP.

<sup>3</sup> Pós-Doutorado pela SIPA-Columbia University; Doutor em Administração pela Universidade de São Paulo; Mestre em Administração pela Universidade de São Paulo; graduado em Administração de Empresas pela Universidade de São Paulo. Atualmente é professor doutor da FEA-USP. Foi Visiting Scholar (2005) e Adjunct Professor (2007 e 2009) na SIPA-Columbia University e Visiting Professor na Open University (2012). Foi Diretor Superintendente do Instituto de Previdência de São Paulo - IPREM, de 2010-2012 e Secretário da Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social, de 2001 a 2003. Tem experiência na área de Administração, com ênfase em Previdência, Infraestrutura e Mercado de Capitais.

excedente de 389% sobre o IBOVESPA nesses quinze anos. Concluiu-se que o valor de mercado utilizado como indicador de competitividade pode auxiliar na identificação de empresas que apresentam estabilidade na condução dos fundamentos da administração operacional e financeira.

**PALAVRAS CHAVE:** COMPETITIVIDADE.VALOR DE MERCADO. MERCADO DE AÇÕES.INDICADORES DE DESEMPENHO.RENTABILIDADE.

## INTRODUÇÃO

O mercado de ações no Brasil tem se desenvolvido de forma consistente nos últimos anos. As empresas brasileiras passaram a receber mais investimentos estrangeiros, principalmente depois da obtenção do *Investment Grade* em abril de 2008. O índice IBOVESPA saiu de um patamar de cerca de 4000 pontos no início de 1988 para mais de 50 mil pontos em 2012, uma alta de mais de 1000% no final desse período, depois de ter atingido um pico de mais de 90 mil pontos em maio de 2008 (ECONOMÁTICA, 2013).

É natural que algumas empresas tenham conseguido se beneficiar do crescimento do mercado de capitais no Brasil, de forma a melhorar suas operações e conquistar posições sólidas no mercado. Nem todas conseguiram transformar essas oportunidades em crescimento sustentado, quer seja por estarem operando num setor econômico que apresente maiores dificuldades no Brasil, quer seja porque seus administradores não conseguiram acertar o caminho para a consolidação desse crescimento.

Porter (1980) destacou a importância da análise do setor onde a empresa está inserida para o desenvolvimento de sua estratégia competitiva, cuja finalidade é tornar a empresa melhor do que o setor e conseqüentemente que suas concorrentes. A atratividade do setor e o sucesso diante da concorrência definirão o

sucesso ou o fracasso de uma empresa. A análise da concorrência ampliada deve dedicar atenção não apenas aos concorrentes tradicionais, mas a todos os *players* do setor, entrantes, novas tecnologias e produtos substitutos. Essa análise também deve considerar fatores como preços, custos e investimentos.

Existem duas abordagens teóricas sobre o foco estratégico para que as empresas consigam auferir retornos acima da média do seu setor, sendo a primeira abordagem a identificação de um setor atraente e a correta definição estratégica conforme as características desse setor, observando-se as cinco forças competitivas definidas no modelo de Porter (1980). A segunda abordagem é a do cultivo e maximização da utilização de competências essenciais raras, difíceis de imitar, segundo o modelo baseado em recursos (HITT, 2005).

Treacy & Wiersema (1995) defendem que a empresa precisa alcançar uma posição única perante o cliente, com base em um conjunto particular de atividades bem desempenhadas (competências essenciais, segundo Porter) e para não ser facilmente copiada. Defende ainda que a empresa precisa se esmerar na criação de uma proposta de valor, o que, conforme Porter já explicara anteriormente, exige opções excludentes, pois não é possível entregar o melhor em todos os atributos. As opções são excludentes, pois se adotadas simultaneamente geram inconsistência de imagem e reputação e também podem confundir os consumidores e levar à perda de credibilidade e conseqüentemente de valor.

Collins (2001) estudou a valorização das empresas em comparação com o mercado e com o seu setor de atuação, buscando empresas que, após um longo período de valorização mediana, mantiveram por pelo menos 15 anos a sua curva de valorização acumulada acima da valorização acumulada do mercado e do setor, conquistando mais de 200% de valorização excedente a essas duas médias (retornos de três vezes acima tanto do mercado como do setor de atuação). Definiu o período de 15 anos por considerar que elimina o fator sorte, e porque normalmente durante esse período ocorre pelo menos uma troca de comando na empresa, o que garante que os resultados não ocorrem unicamente por causa da presença de um líder específico. Definiu ainda o patamar de 200% por constatar que as empresas



consideradas boas são as que apresentam em média 150% de valorização num período de 15 anos.

A motivação que justifica este trabalho é a existência de poucos estudos sobre a valorização em longo prazo das empresas brasileiras, bem como de estudos comparativos de valorização das empresas brasileiras com a evolução do mercado e do setor de atuação. O mercado de ações no Brasil era pouco desenvolvido antes da estabilização econômica em 1986, sofreu alguns ajustes em 1987 e desde então vem apresentando maior robustez. A soma dos valores das empresas negociadas na BM&FBOVESPA em 1988 era de aproximadamente R\$162 milhões (valores atualizados monetariamente) e ultrapassou R\$ 2,5 bilhões em 2012 (ECONOMÁTICA, 2013).

Diante do exposto, idealizou-se uma pesquisa que pudesse identificar empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA que apresentem valorização consistentemente acima da média da valorização acumulada do mercado e do seu setor de atuação, por um período de 15 anos e com retornos excedentes acima dos 200%, conforme o adotado por Collins (2001).

O objetivo deste trabalho é identificar empresas nacionais que, após um período de valorização próxima da média do mercado, tenham conseguido conquistar uma valorização acumulada superior ao mercado e ao setor onde estão inseridas de forma ininterrupta, por um período mínimo de quinze anos, acumulando retornos de mais de 200% superiores ao mercado e ao setor no final do período compreendido entre os anos de 1988 a 2012.

Esta pesquisa poderá servir como base para outros estudos sobre valorização de capitais investidos em ações de empresas brasileiras e também sobre fatores organizacionais que levam as empresas brasileiras a atingir um padrão de excelência administrativa, permitindo retornos bem acima da média para os seus acionistas.

## **1 REFERENCIAL TEÓRICO**

O objetivo da administração financeira é maximizar a riqueza dos proprietários do capital. Para alcançar este objetivo, os acionistas, detentores do capital, nomeiam um administrador para exercer atividades estratégicas e para conduzir as operações, tanto no curto como no longo prazo, norteadas por suas decisões de forma a maximizar a valorização do capital investido e a distribuição de dividendos (BRIGHAM; GAPENSKI e EHRHARDT, 2001).

## 1.1 Fidelidade dos administradores e dos investidores

Os administradores são agentes com poderes delegados pelos detentores do capital para tomar decisões que atendam seus interesses. Devem se preocupar em agir em conformidade com as leis e buscar tomar decisões que atendam os interesses dos acionistas sem prejudicar os outros *stakeholders*. As empresas bem administradas são lucrativas, possuem colaboradores leais e clientes satisfeitos e possuem boa reputação em relação à forma como fazem negócios e cumprem com as obrigações assumidas. Se a força de trabalho ou os clientes estiverem descontentes a empresa provavelmente sofrerá redução de lucros ou de valor das suas ações no longo prazo. Uma empresa com a reputação danificada pode arcar com custos enormes, que podem corroer seu valor e sua lucratividade. (BREALEY; MYERS e ALLEN, 2008).

Pode ocorrer de os administradores deixarem de atender os interesses dos acionistas em prol de interesses próprios, como por exemplo, a maximização de seus próprios ganhos, associados ou não a ganhos de outras partes que não os detentores de capital. Neste caso os administradores não estão atendendo aos objetivos pelos quais foram contratados, criando uma situação denominada conflito de agência (JENSEN, 1986).

As ferramentas de governança corporativa servem para ajudar os acionistas na tarefa de controlar a qualidade do trabalho dos administradores em relação ao objetivo de defender os interesses dos primeiros. Se não estiverem satisfeitos com os resultados auferidos pela empresa bem como com os planos apresentados pelos administradores para os resultados futuros, podem tentar substituí-los na próxima



eleição, mas essa tentativa pode ser cara e ter poucas chances de sucesso. Por isso, acionistas descontentes em geral não iniciam esse tipo de batalha, simplesmente vendem suas ações para investir seu capital onde se sintam mais confortáveis (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008).

## 1.2 Valor de Mercado

Van Horne (1995) coloca que, segundo a teoria econômica, o valor de um bem varia conforme a oferta e a demanda. O valor de mercado de uma companhia é dado pelo preço atual de suas ações. Logo, uma administração que espante os acionistas estará reduzindo a demanda das ações da empresa e conseqüentemente seu valor.

Alguns analistas adotam diversos indicadores financeiros para avaliar o desempenho de uma empresa, tais como: lucro, lucro por ação, crescimento nos lucros por ação, taxa de retorno, lucro econômico, fluxo de caixa descontado, etc. A grande maioria desses indicadores apresenta uma avaliação limitada, pois está baseada em um único período. A exceção fica por conta do fluxo de caixa descontado, que apresenta o valor presente da empresa com base nas expectativas de fluxos de caixa futuros, descontados a uma taxa (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

O valor de mercado pode migrar de uma empresa para uma concorrente, de acordo com a expectativa de resultados futuros de cada companhia. Essa expectativa varia principalmente de acordo com a concepção do negócio. Empresas com uma concepção de negócio mais alinhada com as expectativas dos consumidores, que apresente maiores possibilidades de resultados futuros conseguirão manter o influxo de valor (SLYWOTZKY, 1997).

O valor de mercado compõe o valor da empresa juntamente com o seu passivo (crédito utilizado), mas não é utilizado diretamente nos processos de avaliação, sendo consequência e não causa. O processo de avaliação de uma empresa é complexo, pois deriva da composição de valores de inúmeros ativos

tangíveis e intangíveis e demanda a utilização de várias ferramentas técnicas. Ao proceder-se a avaliação de uma empresa busca-se encontrar um valor econômico justo, que considere todas as perspectivas da empresa avaliada. O processo de avaliação, por mais que se utilize de dados exatos, também envolve alguns aspectos comportamentais, o que torna impossível a apresentação de um resultado preciso e comprovado (PEREZ; FAMÁ, 2004).

Existem diversos métodos para avaliação de empresas, e em geral um processo de *valuation* resulta da utilização de vários deles. Um dos métodos mais confiáveis é o do valor presente líquido (VPL), ou fluxo de caixa descontado (DCF) que considera a expectativa de geração de caixa futuro, descontado o risco do negócio. A expectativa de geração de caixa futuro vem da capacidade da empresa em gerar mais receitas do que custos e despesas e o risco é uma medida da confiança que o mercado tem em honrar com seus compromissos. Para o acionista, o caixa futuro é representado pelas expectativas de distribuição de dividendos e o risco considera o valor do dinheiro no tempo somado ao prêmio exigido para investir no negócio (DAMODARAN, 2007).

Os resultados passados não são determinantes na avaliação de uma empresa, mas sim uma previsão dos resultados futuros. Máquinas, estoques e marcas são valiosos pelo potencial de geração de fluxo de caixa futuro, independentemente de quanto tenham custado no passado. A avaliação de uma empresa depende de uma profunda avaliação da operação, da estratégia e dos negócios da empresa, mas é um exercício de previsão do futuro e sempre terá um componente subjetivo na composição das projeções estimadas. Estas projeções podem ser pouco realistas, pois fatos inesperados podem alterar o cenário considerado (MARTELANC; PASIN e CAVALCANTE, 2005).

A avaliação econômica de uma empresa não tem como objetivo estabelecer um preço final exato, mas estabelecer uma tendência para um valor aproximado ou uma faixa de valores de referência, considerando as perspectivas de atuação das forças de mercado e a resultante dessa atuação (FALCINI, 1995). Uma empresa está constantemente sendo avaliada pelo mercado como um todo. Quanto maior a

confiança do mercado nos resultados futuros de uma companhia, maior a demanda por suas ações e conseqüentemente maior o seu valor.

### **1.3 A Hipótese dos Mercados Eficientes e o Desempenho das Empresas**

Para Copeland; Koller e Murrin (2002), os administradores devem orientar suas decisões levando em conta a abordagem do Fluxo de Caixa Descontado e considerando que o mercado de capitais é eficiente para determinar o valor das empresas. Reconhecem a existência de algumas anomalias na tese da eficiência do mercado de capitais, mas destacam que, quando tais anomalias são identificadas, elas são eliminadas quase que instantaneamente, devido à grande agilidade dos mecanismos de operação, fazendo com que as ações passem a representar de forma fiel o valor de mercado da companhia.

O valor das ações de uma empresa representa o valor pelo qual a empresa vem sendo negociada e é formado conforme a avaliação dos agentes do mercado. O valor corrente da empresa no mercado é um indicador do progresso e um índice do desempenho da empresa, pois é um reflexo da avaliação que os acionistas estão fazendo sobre como a atuação da administração vem defendendo os seus interesses. “Leva em conta tanto os lucros correntes como os lucros futuros, por ação, sua distribuição no tempo, suas implicações fiscais e tributárias, a política de dividendos da empresa, e diversos outros fatores.” (SANVICENTE, 1977, p. 26).

O valor de uma empresa depende de variáveis como: taxa de crescimento das vendas, margem de lucro operacional, investimento em ativos fixos, investimento em capital de giro, alíquota de impostos e custo do capital (RAPPAPORT; MAUBOUSSIN, 2002).

Como as decisões dos investidores são tomadas considerando todas as informações disponíveis e como os investidores são avessos a riscos, segundo a Hipótese de Mercados Eficientes, desenvolvida por Eugene Fama (1998), o preço de mercado de um ativo corresponde ao seu preço real, baseado nos fundamentos daquele ativo. Eventuais disparidades são provocadas pela eventual ação de

investidores não totalmente racionais, mas são logo corrigidas pela ação de agentes racionais, conhecidos como *smart traders*, que percebem o erro e montam estratégias, que acabam trazendo o ativo para seu valor fundamental correto.

Utilizando o valor de mercado como medida de desempenho, Collins (2001) conduziu um estudo entre as empresas com ações negociadas nas bolsas americanas, sobre fatores internos que influenciem uma valorização consistente e significativamente acima da média do mercado, por um período de pelo menos 15 anos, em empresas que até então apresentavam um desempenho médio, que ele denominou *Good to Great* (ou Empresas Feitas Para Vencer, na tradução oficial). Em outro trabalho, Collins (2011) estudou empresas com crescimento maior do que dez vezes a média do mercado e do setor econômico onde atuam, denominando essas empresas como *Great by Choice – Vencedoras por Opção*, na tradução oficial, e identificou entre elas alguns fatores de sucesso semelhantes aos do seu estudo de 2001. Esses trabalhos de Collins exemplificam como a evolução do valor de mercado das empresas pode ser utilizada como indicador de competitividade.

Considerando o valor de mercado como medida que representa a expectativa dos agentes do mercado e dos acionistas, com relação ao fluxo de caixa esperado e aos ganhos futuros descontados a valor presente por uma taxa que já considera o custo do capital e os riscos do negócio, e considerando ainda a Hipótese de Mercados Eficientes de Fama, este trabalho também adota o valor de mercado como indicador de competitividade para a identificação das empresas nacionais de alto desempenho.

## **2. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Pesquisas que buscam descobrir associações entre variáveis são pesquisas descritivas e pesquisas que se utilizam de dados extraídos de fontes secundárias e que podem ser reelaborados para atender aos objetivos da pesquisa possuem delineamento documental. (GIL, 2011). Logo, esta é uma pesquisa descritiva, quantitativa, com delineamento documental.

Foram levantados os dados de valor do mercado num período de 24 anos, entre 1988 e 2012, de todas as empresas nacionais com ações negociadas na BM&FBOVESPA, buscando-se identificar empresas que tenham histórico de valorização de pelo menos quinze anos acima da média de mercado e do setor econômico onde estão inseridas, com acúmulo de retornos de no mínimo 200% acima tanto do mercado como do setor, após um período de no mínimo quatro anos de valorização próxima da valorização média do mercado.

O objeto deste estudo é a valorização das empresas e o universo é composto pelas empresas de nacionalidade brasileira e capital privado, que tem ou tiveram ações negociadas na BM&FBOVESPA no período entre 1988 e 2012.

Os dados foram levantados entre os dias 02 e 04 de maio de 2013, utilizando a ferramenta Economática® e foram tratados com uma planilha de cálculo utilizando a ferramenta Excel®. Foram estudados os dados de valorização de 633 empresas, que não necessariamente estiveram presentes simultaneamente na bolsa, pois foram consideradas todas as empresas nacionais que tiveram suas ações negociadas em qualquer momento dentro do período estudado.

Conforme as informações obtidas no manual eletrônico da Economática®:

O indicador Valor de Mercado é obtido através da multiplicação da cotação de fechamento da ação pela quantidade de ações da empresa. Para o cálculo do Valor de Mercado (e de seus derivados como Firm Value) a quantidade de ações é ajustada (além de bonificações, desdobramentos, agrupamentos e reduções de capital) também pelas emissões de ação como ofertas públicas, subscrições, etc. com data EX entre a data do demonstrativo do qual se extraiu a quantidade de ações e a data para a qual se está calculando o Valor de Mercado. Esta correção ocorre obrigatoriamente independente do que estiver definido no parâmetro Ajuste por Proventos uma vez que não fazer tal ajuste resultaria em valores incorretos.

**Ajuste por proventos:** As cotações estão armazenadas na base de dados conforme seu valor original, entretanto, conforme explicado no capítulo Cotações > Em janela específica, através da função Parâmetros o sistema permite ajustar os dados históricos por proventos (dividendos, bonificações, etc.).

**Deflator:** Embora as cotações sejam originalmente imputadas na moeda do país onde a bolsa está localizada, o sistema permite converter os dados para outras moedas, atualizar valores pela inflação, etc. (ECONOMÁTICA, 2013).

Foram utilizados no levantamento de dados os parâmetros de ajuste por proventos e de atualização por inflação, que utiliza o índice IPCA da FIPE, tanto para o levantamento dos dados de valor de mercado das empresas como para o levantamento do índice IBOVESPA na data correspondente. O indicador de valor de mercado de cada companhia, com periodicidade trimestral, foi extraído diretamente da base de dados da Economática®, sendo considerada a última cotação de cada empresa em cada trimestre. O valor de mercado anual foi obtido pelo cálculo da média aritmética dos fechamentos dos valores trimestrais apresentados para cada companhia. Este procedimento foi adotado para minimizar eventuais efeitos de sazonalidade que pudessem influir no valor das empresas.

O indicador IBOVESPA foi adotado como referência para a média do mercado. Foram levantados os dados de encerramento trimestral no período de 1988 a 2012, corrigidos pela inflação, da mesma forma que os valores das empresas. A média dos valores de encerramento dos quatro trimestres foi adotada como média anual do IBOVESPA e a valorização acumulada dessa média foi adotada como valorização acumulada do mercado.

Para a avaliação por setor foi utilizada a divisão setorial da ferramenta Economática®. O indicador de média por setor foi calculado pela evolução da média do valor de todas as outras empresas que participam do mesmo setor da empresa analisada, sem considerar o valor da própria empresa no setor, ou seja, a comparação foi feita entre a empresa e a média ponderada pelo valor das suas concorrentes diretas. Este cálculo equivale à média ponderada por valor utilizada na metodologia dos estudos de Collins (2011).

Algumas empresas tiveram suas ações negociadas em períodos muito curtos de tempo, gerando, em alguns casos, históricos de valor de apenas um ou dois anos. Apesar disso, todos os valores levantados foram utilizados para o cálculo da média do setor, pois esse valor estava efetivamente aplicado naquele setor.

Os cálculos comparativos de retornos obedeceram à equação de retornos excedentes de Fisher (1930):

$$Rex = \left\{ \frac{(1+Re/100)}{(1+lv/100)} - 1 \right\} \times 100$$

Onde:

Rex = Retornos excedentes (%)

Re=Retornos acumulados da empresa (%)

Ibv = Retornos acumulados do Ibovespa (%) (ou do setor)

Foram utilizados os seguintes requisitos para identificar as empresas com desempenho superior ao mercado e ao setor:

1. Empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA pelo menos no período de 15 anos, entre 1997 e 2012, com negócios realizados em todos os anos.
2. Empresas não classificadas no setor “outros”, pois não haveria como comprá-las com concorrentes diretas.
3. Empresas de capital privado (não estatal).
4. Empresas que, após um período de pelo menos quatro anos de valorização próxima da média do mercado, a partir de algum ponto entre 1988 e 1997 mantiveram a sua curva de valorização acumulada acima da curva de valorização acumulada do IBOVESPA e da curva de valorização acumulada da média do setor durante todo o tempo, até o ano de 2012, o que resulta num período de no mínimo 15 anos.
5. A empresa identificada deve apresentar tendência de alta, pelo menos após o ano de 2011 até a data do levantamento dos dados.

Do universo inicial de 633 empresas apenas 134 empresas atenderam aos dois primeiros requisitos. A evolução do valor de cada uma dessas 134 empresas no período de 1988 a 2012 foi analisada em comparação com a evolução do respectivo setor e do IBOVESPA. Para cada empresa foi avaliado se há um ponto em sua curva de valorização, anterior ao ano de 1998 (quinze a menos do que o último do estudo), a partir do qual sua valorização acumulada se mantém acima da valorização acumulada do setor e do IBOVESPA.

Para essa análise foram construídos gráficos de evolução comparada, contendo a curva de evolução do valor da empresa, a curva de evolução do IBOVESPA e a curva de evolução do setor. Para cada empresa foi feita uma análise gráfica estabelecendo-se o ponto de transição (ponto de início da contagem acumulada) em todos os anos entre 1992 e 1997, o que permitiu que se identificasse

se a partir de um momento específico a empresa apresentou a valorização acumulada permanentemente acima da valorização acumulada do IBOVESPA e da valorização acumulada do setor onde a empresa atua até o final do período estudado, atingindo a meta de retornos excedentes de mais de 200% em relação a ambos.

### 3. ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

Após todas as análises gráficas foram identificadas sete empresas que atenderam a todos os requisitos mencionados no capítulo anterior. Para facilitar a análise de desempenho de cada uma das sete empresas, foram calculados os seguintes indicadores:

- 1- O período de valorização superior ao mercado e ao setor (em anos).
- 2- O ano onde ocorreu a valorização máxima em relação ao ponto de inflexão.
- 3- O retorno máximo, dado pelo retorno entre a média do valor da empresa no ano do ponto de inflexão e a média de valor da empresa no ano da máxima valorização.
- 4- O retorno final, dado pelo retorno entre a média do valor da empresa no ano do ponto de inflexão e a média de valor da empresa no ano de 2012.
- 5- A queda final de valor, dada pela queda percentual do retorno máximo até o retorno final.
- 6- O retorno máximo excedente ao Setor, dado pelo retorno acumulado da empresa excedente ao retorno acumulado do Setor entre o ano do ponto de inflexão e o ano da máxima valorização. O retorno final excedente ao Setor, dado pelo retorno acumulado da empresa excedente ao retorno do Setor entre o ano do ponto de inflexão e o ano de 2012.
- 7- A variação de excedente ao Setor, dada pela variação de excedentes entre o ano da máxima valorização e o ano de 2012.

8- O retorno máximo excedente ao IBOVESPA, dado pelo retorno acumulado da empresa excedente ao retorno acumulado do IBOVESPA entre o ano do ponto de inflexão e o ano da máxima valorização.

9- O retorno final excedente ao IBOVESPA, dado pelo retorno acumulado da empresa excedente ao retorno acumulado do IBOVESPA entre o ano do ponto de inflexão e o ano de 2012.

10- A variação de excedente ao IBOVESPA, dada pela variação de excedentes entre o ano da máxima valorização e o ano de 2012.

Observa-se que a variação de excedente pode ser positiva nos casos onde o valor da empresa, após o ano de máxima valorização, cai de forma menos acentuada do que uma eventual queda do setor ou do mercado no mesmo período. Esse indicador facilita a análise da tendência de desempenho da empresa após o ano da máxima valorização em relação ao desempenho do mercado ou do setor no mesmo período.

Tabela1

Resumo dos resultados encontrados para as sete empresas.

Empresa	Setor	Período de Valorização Superior ao setor e ao Mercado						Rend. Exced. Setor			Rend. Exced. Ibovespa		
		Início	Período	Ano Máx	Rend Máx	Rend Final	Queda	Máx	Final	Var	Máx	Final	Var
Weg	Máquinas Indust	1997	15 anos	2007	1423%	1174%	-16%	966%	4492%	331%	461%	476%	3%
Gerdau Met	Siderur & Metalur	1996	16 anos	2008	5878%	3008%	-48%	728%	852%	15%	1360%	740%	-42%
Tupy	Veiculos e peças	1993	19 anos	2012	3876%	3876%	0%	2406%	2406%	0%	656%	656%	0%
BRF Foods	Alimentos e Beb	1992	20 anos	2012	28335%	28335%	0%	1447%	1447%	0%	3536%	3536%	0%
Alpargatas	Textil	1997	15 anos	2012	2028%	2028%	0%	549%	549%	0%	862%	862%	0%
Guararapes	Textil	1993	19 anos	2006	4720%	3785%	-19%	2334%	627%	-70%	937%	639%	-29%
Embraer	Veiculos e peças	1992	20 anos	2004	39014%	18505%	-52%	27559%	3971%	-85%	8462%	2279%	-72%

Fonte: produzido pelo autor a partir dos dados retirados da Economática (2013).

Um resumo com os resultados dos cálculos acima mencionados para cada uma das sete empresas está apresentado na Tabela 1, que foi ordenado pela variação excedente ao setor de atuação da empresa. Três das sete empresas atingiram a máxima valorização no ano de 2012, o último ano estudado, e não apresentam variação de excedente em relação ao setor após o pico de valorização, pois mantiveram a tendência de alta. Estas três empresas são Tupy, BRF Foods e Alpargatas.

A BRF Foods foi dentre as empresas identificadas aquela que apresentou a maior valorização no final do período, com 28335% de valorização, sendo essa valorização 3536% acima do IBOVESPA e 1447% acima do setor de alimentos e bebidas, no período de 20 anos, entre 1992 e 2012. Uma informação que deve ser levada em conta é que a BRF Foods participa do mesmo setor econômico da Ambev.

A Ambev apresentou um crescimento de 21440% entre 1988 e 2013 e só não está selecionada neste estudo porque apresentou valorização constantemente acima das médias de mercado e de setor, sem apresentar um momento que pudesse caracterizar uma transição. Em 2013 a Ambev atingiu um valor de mercado de mais de R\$ 250 bilhões, entrando na disputa com a Petrobrás pela posição de empresa brasileira com o maior valor de mercado.

A BRF Foods com um valor de cerca de R\$ 40 bilhões em 2013 é cerca de seis vezes menor do que a Ambev, e, portanto, tem um peso menor no setor. Mesmo assim, com os ganhos excedentes ao setor em 1447% não deixa dúvidas da assertividade de sua gestão e apresenta a melhor curva de rentabilidade entre as empresas estudadas, conforme ilustrado no gráfico 1.

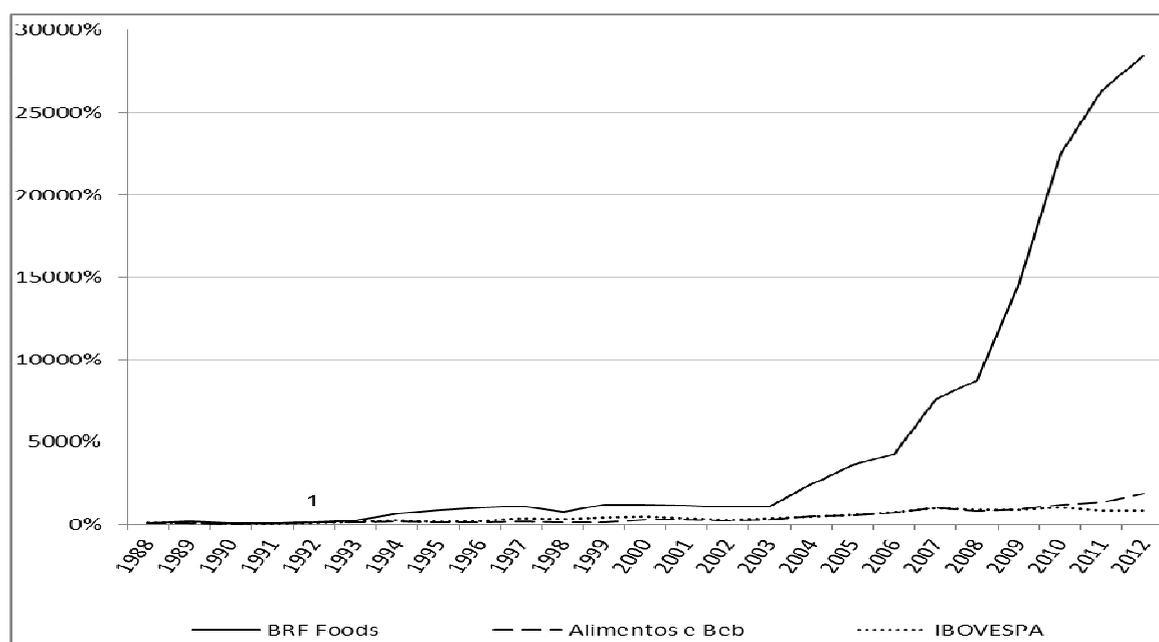


Gráfico 1: Curva de valorização da BRF Foods comparada ao Setor e ao IBOVESPA.  
Fonte: produzido pelo autor.

A Tupy, que valorizou 3876% entre 1993 e 2012, com ganhos excedentes de 2406% sobre o setor de veículos e peças e de 656% sobre o IBOVESPA, tem sua curva de valorização ilustrada no gráfico 2, onde se verifica que, apesar da desvalorização entre os anos de 2001 a 2004, a Tupy manteve a valorização acumulada desde 1993 muito acima do mercado e do setor nesse período.

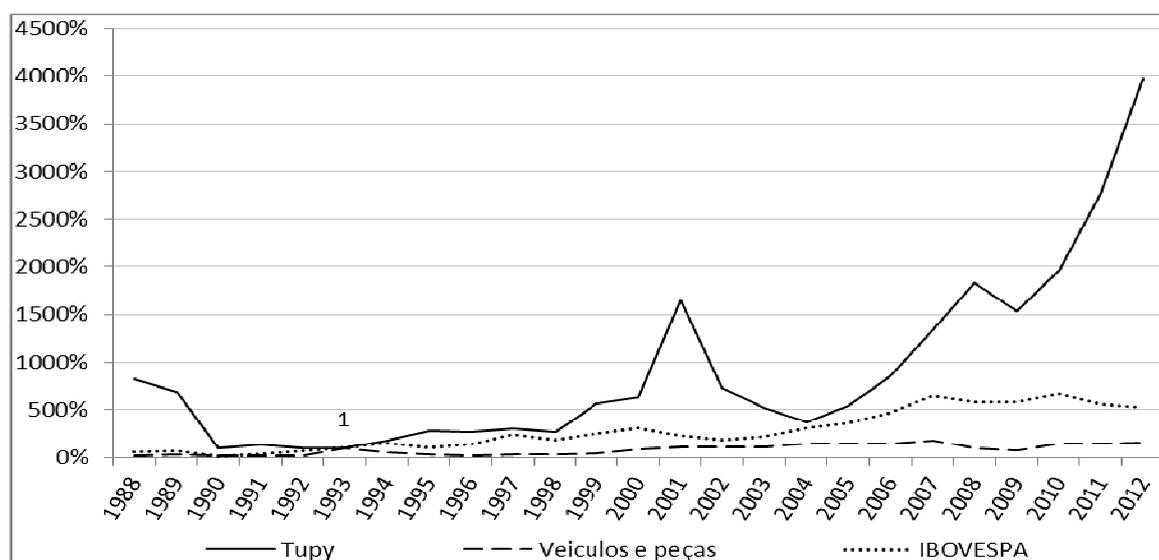


Gráfico 2: Curva de valorização da Tupy comparada ao Setor e ao IBOVESPA.

Fonte: produzido pelo autor.

A terceira empresa deste grupo, que apresentou o pico de valorização no final do período estudado foi a Alpargatas, com valorização total de 2028% entre 1997 e 2012, período no qual apresentou retornos excedentes de 549% sobre o setor Têxtil e de 862% sobre o IBOVESPA, conforme ilustrado no gráfico 3.

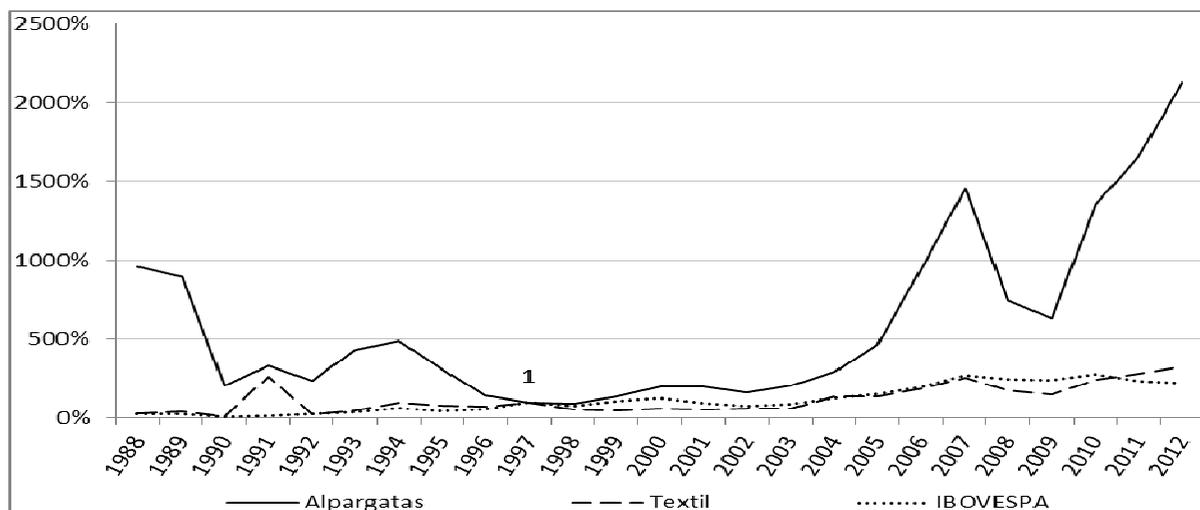


Gráfico 3: Curva de valorização da Alpargatas comparada ao Setor e ao IBOVESPA.

Fonte: produzido pelo autor.

Duas empresas apresentaram queda de valor menor do que a queda de valor do seu setor de atuação após o pico de valorização, o que resultou numa variação positiva, que indica que cada empresa apresentou melhor desempenho nos últimos anos do período estudado, do que a média do setor que atua, apesar da tendência de baixa no valor da empresa no final desse período. São elas: Weg e Gerdau Metalúrgica.

Dentre as empresas aqui identificadas a Weg foi a que apresentou o melhor desempenho frente ao seu segmento, com 4492% de retornos excedentes ao setor de máquinas industriais entre 1997 e 2012. Ocorre que o retorno da média do setor foi muito menor que a valorização do IBOVESPA no período.

Mesmo participando de um setor que apresentou muitas dificuldades desde 2003 e principalmente depois de 2007, e tendo apresentado uma queda de valor de 16% entre 2007 e 2012, a Weg apresentou retorno de 1174% aos investidores entre 1997 e 2012, o que representa um excedente de 476% sobre o IBOVESPA. Após o ano de 2009 a Weg retomou a tendência de alta, como ilustra o gráfico 4.

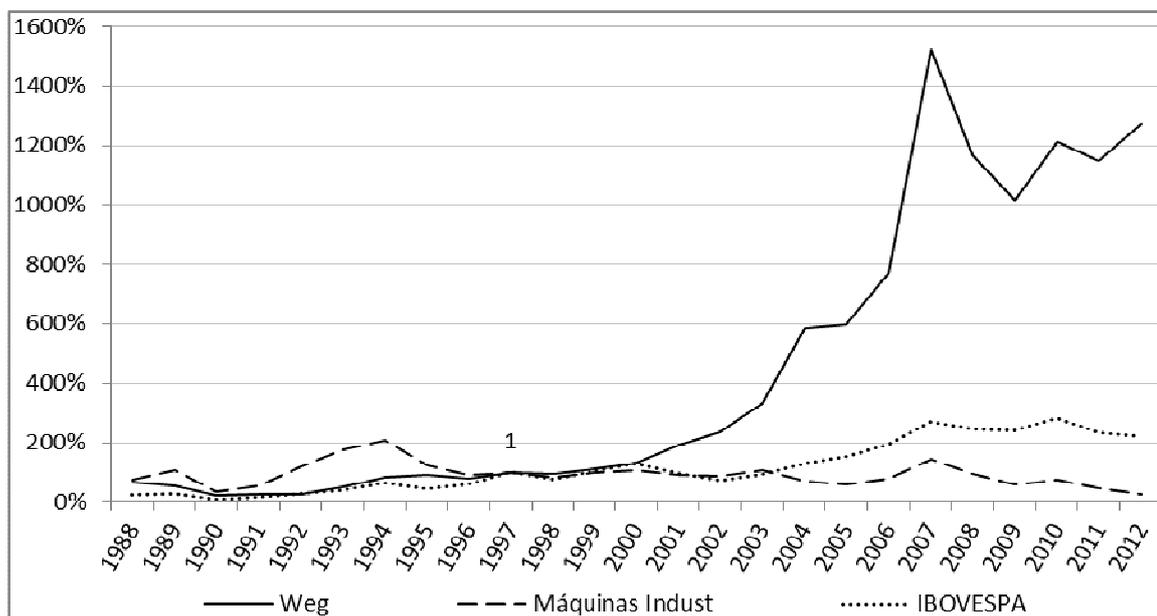


Gráfico 4: Curva de valorização da Weg comparada ao Setor e ao IBOVESPA.

Fonte: produzido pelo autor

A Gerdau Metalúrgica, com valorização de 3008% entre 1996 e 2012, chegou a um pico de valorização de 5878% em 2008, quando apresentava retornos excedentes de 728% sobre o setor e de 1360% sobre o IBOVESPA. Em 2012, mesmo perdendo 48% da valorização acumulada entre 1996 e 2008 e apesar de ter recuado para 740% de retornos excedentes sobre o IBOVESPA, avançou para 852% de retornos a mais do que o setor, o que indica que a empresa sofreu menos impacto com a crise do que o setor como um todo e, mesmo participando de um setor que enfrentou dificuldades, conseguiu oferecer a seus investidores um retorno muito acima da média do mercado entre 1996 e 2012. O gráfico 5 ilustra a curva de valorização da Gerdau Metalúrgica, que em 2012 já esboçou uma pequena reação à queda recente.

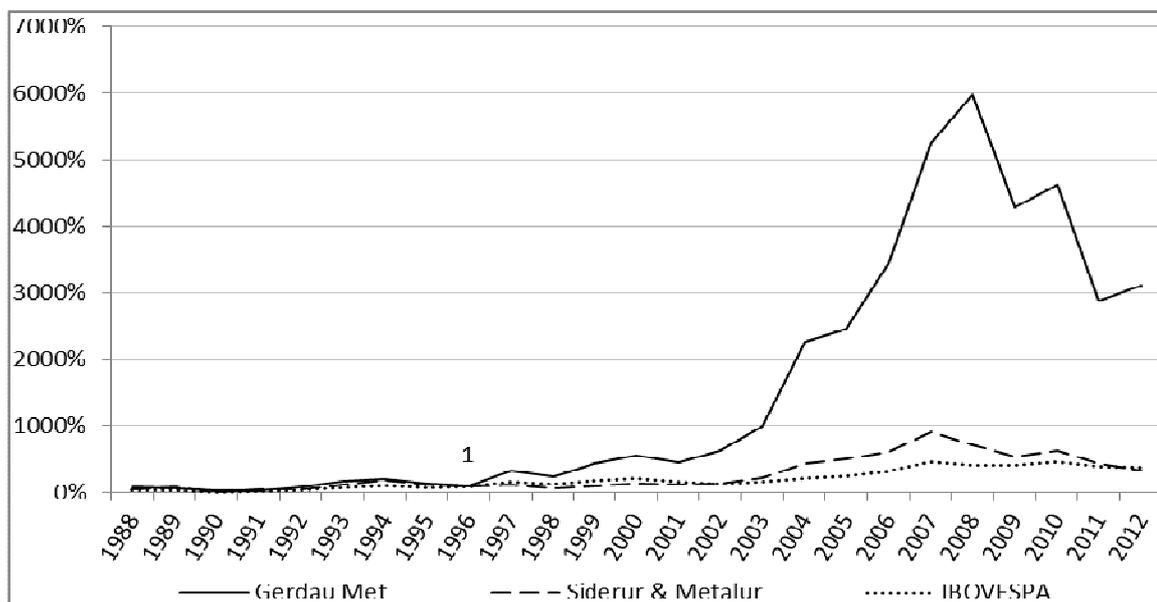


Gráfico 5: Curva de valorização da Gerdau Metalúrgica comparada ao Setor e ao IBOVESPA.

Fonte: produzido pelo autor

As outras duas empresas apresentaram queda de valor maior do que o próprio setor após o pico de valorização individual, indicando que passaram por um momento de crise, mas conseguiram apresentar uma reação e retomar o processo de valorização em relação ao setor antes de 2012, já apresentando tendência de alta na época do levantamento dos dados desta primeira etapa da pesquisa. Foram elas: Embraer e Guararapes.

A Guararapes, dentre as empresas identificadas, assim como a Alpargatas que também pertence ao setor têxtil, apresenta uma curva de valorização irregular: chegou a uma valorização de 4720% entre 1993 e 2006 e perdeu cerca de 2/3 dessa valorização entre 2006 e 2009, voltando a recuperar valor após esse período, mas, diferente da Alpargatas, não chegou a recuperar totalmente o valor perdido até 2012, ficando ainda 16% abaixo do seu pico. Mesmo assim, conforme ilustrado no gráfico 6, manteve a valorização acumulada acima da acumulada do setor e do IBOVESPA, chegando a 2012 com retornos excedentes de 627% sobre o setor e 639% sobre o IBOVESPA.

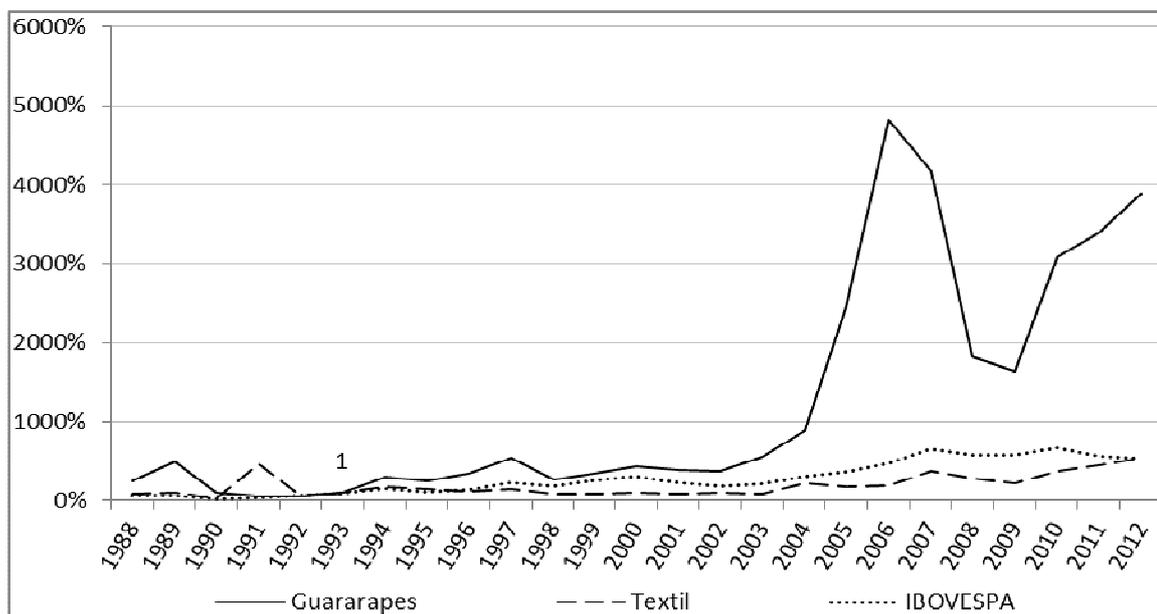


Gráfico 6: Curva de valorização da Guararapes comparada ao Setor e ao IBOVESPA.

Fonte: produzido pelo autor

A Embraer valorizou 39014% entre 1992 e 2004, a maior alta entre todas as empresas aqui identificadas, mas 52% dessa valorização até 2012. Esta perda havia sido ainda maior em 2009, mas ela voltou a recuperar valor entre 2009 e 2012, conforme ilustra o gráfico 7. No período de 20 anos entre 1992 e 2012 a Embraer proporcionou a seus investidores 18505% de valorização com retornos excedentes de 3971% sobre o setor e de 2279% sobre o IBOVESPA.

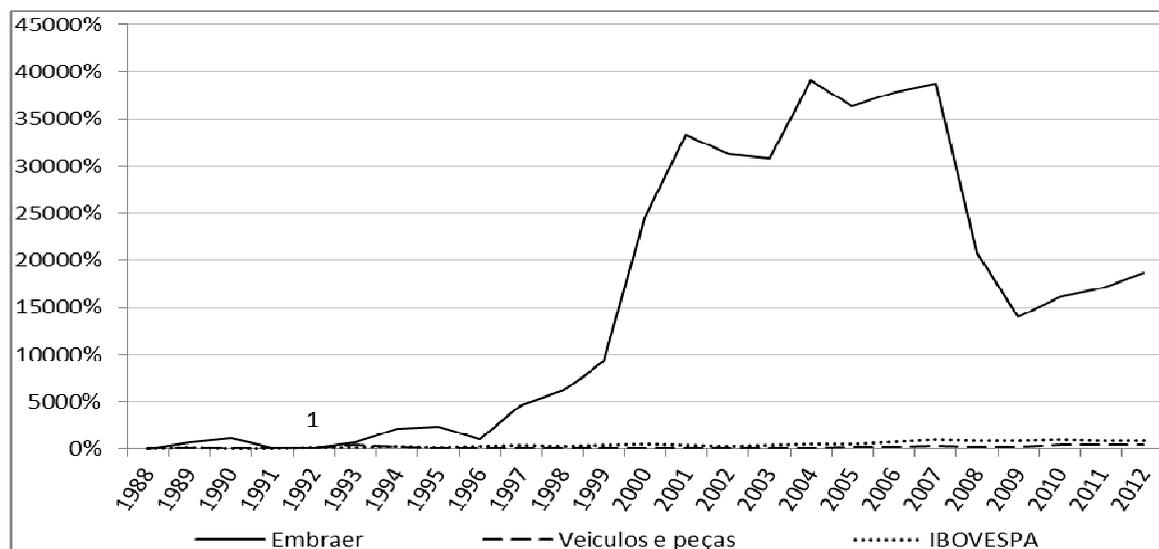


Gráfico 7: Curva de valorização da Embraer comparada ao Setor e ao IBOVESPA.

Fonte: produzido pelo autor

Este conjunto de seteempresas apresentou um retorno 981% no período compreendido entre 1997 e 2012. No mesmo período o IBOVESPA valorizou 121%. Um portfólio composto por estas sete empresas, com investimento distribuído igualmente entre elas teria apresentado um retorno excedente ao IBOVESPA de 389% nesses 15 anos, conforme ilustra o gráfico 8.

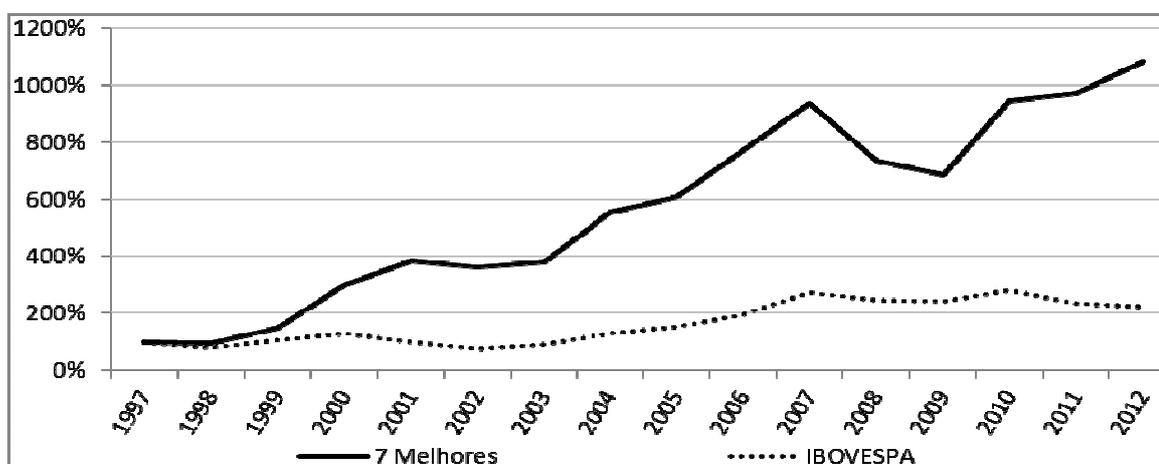


Gráfico 8: Curva de valorização de um portfólio das sete melhores comparada à do IBOVESPA.

Fonte: produzido pelo autor.

## CONCLUSÕES

Todas as sete empresas identificadas apresentaram retornos superiores ao Ibovespa e à média do setor onde estão inseridas ao final do período estudado. Os retornos propiciados aos investidores pela valorização acumulada até 2012, sobre um investimento inicial no momento do início da sequência de valorização estudada, superaram em mais de 200% tanto os retornos da média do setor de atuação de cada empresa como os do IBOVESPA, mesmo nos casos onde houve queda de valor após um pico de valorização.

Considerando a hipótese dos mercados eficientes (FAMA, 1998) e a utilização do valor de mercado como indicador de competitividade, essas sete empresas foram as que demonstraram melhores fundamentos de administração ao longo desse período e efetivamente conseguiram cativar os investidores e aproveitar o crescimento do mercado de capitais observado no Brasil até o ano de 2012.

Este estudo exemplifica as grandes possibilidades de retorno com aplicação de recursos em renda variável, fundamentado em ações de empresas com desempenho paulatinamente acima da média de mercado e do setor econômico onde estejam inseridas, apontando um possível caminho de análise para investidores, administradores de carteiras de investimento e pesquisadores na área de administração.

Uma limitação deste trabalho, que também representa uma oportunidade para estudos futuros, está relacionada aos setores de extrema valorização, como o de telecomunicações, que valorizou 678% entre 1988 e 2012 e que, de acordo com os critérios desta pesquisa, desclassificaram algumas empresas com valorização intensa. Essa valorização do setor pode ser um sinônimo de força política, o que também poderia ser um mérito da administração das empresas.

A conclusão final é que o valor de mercado, utilizado como indicador de competitividade, pode auxiliar na identificação de empresas que apresentam estabilidade na condução dos fundamentos da administração operacional e financeira.

**MARKET VALUE AS INDICATOR OF COMPETITIVENESS:  
IDENTIFICATION OF BRAZILIAN COMPANIES  
WITH HIGH PERFORMANCE IN THE LONG RUN.**

**ABSTRACT**

The stock market in Brazil has developed consistently in recent years; the BOVESPA Index went from a level of 4000 points to over 50 thousand points from January, 1988 to 2012. The objective of this work is to identify Brazilian companies that have achieved excess returns of over 200% compared to the market and sector in which they operate, for a minimum uninterrupted period of fifteen years, after a period with returns close to the average market appreciation. This is a descriptive, quantitative research with documental design. Seven companies were identified and a portfolio of them would have shown a yield of 981% in the period from 1997 to 2012, an excess return of 389% on the BOVESPA Index during those fifteen years. It was concluded that the market value, used as an indicator of competitiveness, can help identify companies that have stability in the conduct of operational and financial management fundamentals.

**KEYWORDS:**COMPETITIVENESS. MARKET VALUE. STOCK.  
MARKET.PERFORMANCE INDICATORS.YIELD.

## REFERÊNCIAS

- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. McGraw Hill Brasil, 2008.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, C. L.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo, Atlas, 2001.
- COLLINS, J. **Good to great: Why some companies make the leap... and others don't**. HarperBusiness, 2001.
- COLLINS, J.; HANSEN, M.T. **Great by Choice: Uncertainty, Chaos, and Luck--Why Some Thrive Despite Them All**. HarperBusiness, 2011.
- COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Pearson Makron Books, 2002.
- COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. Pearson Addison Wesley, 4 ed., 2005.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**; tradução de Sonia Midori Yama-moto e Marcelo Arantes Alvim. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2 ed., 2007.
- ECONOMÁTICA. <http://www.economica.com> - Acesso em 04/05/2013.
- FALCINI, P. **Avaliação Econômica de Empresas: Técnica e Prática**. São Paulo: Editora Atlas, 1995.
- FAMA, E. F. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. **Journal of financial economics**, v. 49, n. 3, p. 283-306, 1998.
- FISHER, I. **Theory of interest: as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it**. 1930.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. - 6. ed. - São Paulo, Atlas; 2008.
- HITT, M. **Administração Estratégica**. São Paulo, Thompson, 2005.
- JENSEN, M. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review**, v. 76, n. 2, 1986.
- MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de Empresas: Um Guia Para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.
- PORTER, M. **Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors**. New York, The Free Press, 1980.
- PEREZ, M. M.; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas eo balanço de determinação. **Revista Administração em Diálogo ISSN 2178-0080**, v. 6, n. 1, 2008.
- RAPPAPORT, A.; MAUBOUSSIN, M. J. **Análise de investimentos**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.



SANVICENTE, A.Z. **Administração Financeira**. São Paulo: Editora Atlas, 1977.

SLYWOTZKY, A. **Migração de Valor**. Campus, Rio de Janeiro, 1997.

TREACY, M. WIERSEMA, F. **A Disciplina dos Líderes de Mercado**. Rio de Janeiro, Rocco, 1995.

VAN HORNE, J. C. **Financial Management and Policy**, 10.ed. London: Prentice-Hall International, 1995.