

---

# Análise de estilos de investimentos em ações no mercado da América Latina

---

Mauro Halfeld Ferrari Alves  
Luiz Antonio Fernandes da Silva  
Akihiko Sato

O objetivo no presente trabalho é investigar quais estilos de investimentos em ações têm sido vitoriosos nos principais mercados da América Latina. As transformações vivenciadas nesses países na década de 1990 trouxeram grandes fluxos de investimentos nas Bolsas latino-americanas, demandando pesquisas e análises mais profundas sobre o comportamento desses mercados emergentes.

Nos Estados Unidos, a partir de 1950, a literatura de Finanças começou a distinguir dois diferentes estilos de investimentos: *Growth* e *Value*. Pode-se dizer que a *Growth Strategy* está associada à aplicação de recursos em ações que apresentam valores elevados na relação Preço/Lucro por Ação (P/L), alta rentabilidade e crescimento constante dos lucros. Denomina-se *Value Strategy* a estratégia em que o preço da ação é um fator crítico. Nesse segundo estilo, o investidor procura ações com preços deprimidos, mesmo que as empresas venham oferecendo baixos lucros. O objetivo maior é antecipar-se a eventual reviravolta nos resultados da ação.

Observa-se que não existem critérios rígidos para definir o que são ações tipo *Growth* e ações tipo *Value*. No entanto, alguns autores usam diferentes indicadores fundamentalistas para diferenciar esses dois estilos de investimentos em ações, como consta no quadro 1.

Sob o ponto de vista estratégico, Claudi (1995) considera as ações tipo *Growth* como sendo, geralmente, ações de empresas que produzem diferentes produtos em diferentes unidades de negócio e, assim, atendem a diferentes mercados. Essa característica faz com que as ações sejam não cíclicas, isto é, estejam menos imunes a dificuldades apresentadas por ciclos econômicos.

Para Fletcher (1995), a *Value Strategy* é um processo de busca de ações desvalorizadas, não necessariamente de empresas que estão em má situação, mas daquelas que vêm apresentando melhora nas suas variáveis fundamentalistas. Esse processo integra a procura de variáveis qualitativas, como o julgamento sobre o comportamento futuro da empresa, com o uso de técnicas quantitativas, como a formação de *rankings* de variáveis fundamentalistas.

Para Sanders (1995), a *Value Strategy* está baseada em alguns pressupostos característicos da decisão do investidor. Ao adquirir ações que

O primeiro autor agradece à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp) pelo suporte oferecido pelo programa 1997/5198-9.

Recebido em dezembro/1999  
2ª versão em setembro/2000

---

Mauro Halfeld Ferrari Alves é Professor Titular da  
Universidade Federal do Paraná.  
E-mail: maurohalfeld@aol.com

Luiz Antonio Fernandes da Silva é Mestre em  
Engenharia de Produção pela Escola Politécnica da  
Universidade de São Paulo.  
E-mail: lafsilva@usp.br

Akihiko Sato é Engenheiro de Computação pelo  
Instituto Tecnológico da Aeronáutica (ITA).  
E-mail: akihiko@dauer.net

**Quadro 1**

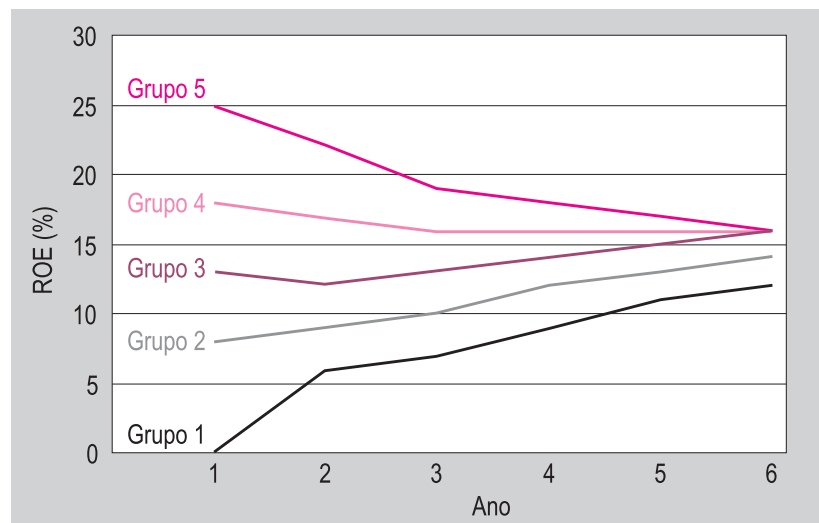
**Comparativo entre Ações Tipo “Value” e Ações Tipo “Growth”**

Nome do Indicador	Fórmula	Tipo de Ações		Autores
		Value	Growth	
Valor Patrimonial da Ação/Preço	VPA/P	Baixo	Alto	Fama & French (1992)
Preço/Lucro	P/L	Baixo	Alto	Basu (1977)
Preço/Fluxo de Caixa	P/FC	Baixo	Alto	Lakonishok, Shleifer & Vishny (1994)
Preço/Dividendo	P/D	Baixo	Alto	Rozeff (1984)

**Nota:** P = Preço de Mercado da Ação  
 L = Lucro Líquido por Ação  
 D = Dividendo Oferecido por Ação  
 FC = Fluxo de Caixa Gerado por Ação  
 VPA = Valor Patrimonial da Ação

apresentam preços deprimidos, se comparados a outros ativos, o investidor julga que terá boas chances de obter retorno acima da média. Em segundo lugar, os resultados obtidos nessa estratégia são consequência de fenômeno comportamental do investidor.

As vantagens resultantes da prática da *Value Strategy* estão intimamente relacionadas a dois axiomas comportamentais que Sanders (1995) denomina de “ansiedade” e de “reversão para a média”. No primeiro axioma, o autor ex-



**Nota:** Retorno sobre o Patrimônio Líquido apresentado por mil empresas norte-americanas no período de 1963 a 1992. Dados agrupados conforme o ROE.

**Reversão para a Média do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)**

Fonte: Sanders (1995)

plica que os investidores buscam investir em ativos financeiros que produzem retorno e não perdas. Caso o ativo financeiro não ofereça um retorno como o esperado, haverá desapontamento. A expectativa de retorno será revisada e o preço da ação será reduzido. No entanto, se o ativo financeiro oferecer um retorno acima do esperado, haverá satisfação e o preço do ativo financeiro elevar-se-á.

No segundo axioma, “reversão para a média”, o autor mostra que o retorno de uma ação tende a convergir para um valor médio. Pesquisando o Retorno sobre o Patrimônio Líquido <sup>(1)</sup> (ROE) de aproximadamente mil empresas norte-americanas, no período de 1963 a 1992, Sanders (1995) classificou os resultados em cinco grupos, do maior ao menor retorno nesse período. O gráfico abaixo mostra a posição inicial do retorno desses cinco grupos e o retorno apresentado em cada

um deles nos anos seguintes. Observa-se a tendência de o Retorno sobre o Patrimônio Líquido reverter-se para um valor médio ao longo do tempo.

**DESEMPENHO DAS AÇÕES VALUE VERSUS DESEMPENHO DAS AÇÕES GROWTH**

Com a finalidade de encontrar variáveis fundamentalistas capazes de justificar o retorno apresentado pelas ações, foram realizados estudos sobre o desempenho apresentado pelas ações tipo *Value* e pelas ações tipo *Growth*. Diversos pesquisadores que examinaram o retorno oferecido pelas ações no mercado norte-americano encontraram significativa relação entre o retorno oferecido por elas e algumas variáveis fundamentalistas analisadas.

Basu (1977) mostra que no mercado norte-americano, no período de abril de 1957 até março de 1971, ações com baixa relação Preço/Lucro (P/L) apresentaram retorno médio superior àquelas ações em que essa relação era elevada.

Banz (1981) relata que ações de empresas pequenas em termos de Valor de Mercado <sup>(2)</sup> (VM) apresentam retorno superior às ações de empresas consideradas grandes.

Fama & French (1992) mostram que, no mercado norte-americano, a variável Valor Patrimonial da Ação/Preço (VPA/P) tem uma forte relação com o retorno esperado da ação.

Fora dos Estados Unidos, Chan, Hamao & Lakonishok (1991; 1993) mostram que, no Japão, o retorno esperado para as ações é positivamente relacionado com o fator Valor Patrimonial da Ação/Preço, após estudarem 1.570 ações no período de janeiro de 1971 a dezembro de 1988.

De acordo com Fama & French (1992) e Jegadeesh (1992), na análise de dados internacionais não havia correlação entre os fatores risco (beta) e tamanho da empresa (VM). Fama & French (1995) estudaram as ações de companhias norte-americanas no período de junho de 1963 a junho de 1992 para verificar a relação entre o retorno apresentado e o tamanho da empresa. Ao mesmo tempo, investigaram a relação entre o retorno da ação e o fator VPA/P, verificando que, individualmente, as ações com alto VPA/P apresentavam melhor retorno.

**No presente estudo, analisa-se o comportamento do retorno apresentado pelas ações na América Latina, ante quatro tradicionais variáveis fundamentalistas.**

Capaul, Rowley & Sharpe (1993) mostram que as ações tipo *Value* apresentam maior retorno do que as ações do tipo *Growth* em países como França, Alemanha, Japão, Suíça, Inglaterra e Estados Unidos.

Fama & French (1992; 1996) e também Lakonishok, Shleifer & Vishny (1994) indicam que nos Estados Unidos as ações tipo *Value* apresentam maior retorno do que as ações tipo *Growth*.

Haugen & Baker (1996) argumentam que o prêmio das ações tipo *Value* tende a aumentar porque o mercado desvaloriza essas ações e valoriza as ações tipo *Growth*. Quando essas imperfeições de preço são corrigidas, as ações tipo *Value* apresentam alto retorno e as ações tipo *Growth* apresentam baixo retorno.

Por outro lado, Fama & French (1993; 1996) afirmam que o valor do prêmio nada mais é do que uma compensação pelo risco estabelecido pelo modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) de Sharpe (1964) e Lintner (1965).

Black (1993) diz que o prêmio das ações tipo *Value* encontrado em muitos trabalhos anteriores não passa de uma escolha inadequada da amostra. Segundo ele, sua ocorrência, verificada nos Estados Unidos, é improvável novamente no futuro. Entretanto, em pesquisa realizada em 21 países (não incluindo os Estados Unidos e o Brasil), por um período de dez anos, Bauman, Conover & Miller (1998) constatam que os portfólios com ações tipo *Value* superam em larga margem os portfólios contendo ações

tipo *Growth*. Dessa forma, esses autores constatarem que também fora dos Estados Unidos as ações tipo *Value* apresentam retorno superior às ações tipo *Growth*. Além disso, quando portfólios contendo ações do tipo *Value* apresentam altos retornos, eles tendem a superar os portfólios que contêm ações tipo *Growth* com uma larga margem. Contudo, as ações tipo *Value* como um grupo não vencem todos os anos em todos os mercados.

Bauman, Conover & Miller (1998) afirmam que no período estudado, de 1986 a 1996, o retorno médio anual apresentado pelas empresas consideradas pequenas era de 22%, enquanto o apresentado pelas empresas grandes era de 10,8%. Os autores acabam confirmando a superioridade do retorno das ações tipo *Value* sobre o das ações tipo *Growth*.

O efeito tamanho é observado em todos os anos estudados. As diferenças entre o retorno apresentado por ações tipo *Value* de grandes empresas e o das ações tipo *Growth* de grandes empresas são maiores do que as diferenças entre o retorno das ações tipo *Value* de pequenas empresas e o apresentado por ações tipo *Growth* de pequenas empresas, conforme pode ser observado na tabela 1.

**Tabela 1**

**Retorno Anual Médio Apresentado por Portfólios com Ações Tipo "Growth" e Tipo "Value" no Período de 1986 a 1996 por Tamanho da Empresa**

Critério	Tamanho da Empresa (VM)	(1) Ação Tipo Value %	(2) Ação Tipo Growth %	(3) = (1) - (2) Value - Growth %
VPA/P	Pequena	27,50	22,10	5,40
	Grande	14,50	7,10	7,40
P/L	Pequena	17,70	17,80	-0,10
	Grande	14,90	5,50	9,40
P/FC	Pequena	18,50	18,60	-0,10
	Grande	14,30	6,10	8,20
P/D	Pequena	15,30	15,20	0,10
	Grande	13,70	6,10	7,60

Fama & French (1998) confirmam que as ações do tipo *Value* apresentam maior retorno do que as ações do tipo *Growth* em 12 dos 13 maiores mercados, após o estudo dessas ações no período de 1975 a 1995.

Arshanapalli, Coggin & Doukas (1998) documentam o melhor desempenho na compra de ações do tipo *Value* e na venda das ações do tipo *Growth* em 18 mercados, não contemplando o Brasil, no período de janeiro de 1975 a dezembro de 1995. Esses autores mostram, também,

que portfólios contendo ações do tipo *Value* apresentam retorno superior absoluto (e ajustado pelo risco) ao dos portfólios que contêm ações do tipo *Growth*.

Rouwenhorst (1998) mostra que nos mercados emergentes as ações apresentam *momentum* <sup>(3)</sup>, efeito tamanho, e que as ações do tipo *Value* superam as do tipo *Growth*. O autor utiliza uma amostra referente a 20 países, mas essa amostra inclui apenas 87 companhias brasileiras nos meses de janeiro de 1982 a abril de 1997, período em que os efeitos das crises Asiática e do México não haviam sido bem observados, pois ocorreram em 1998 e 1994 respectivamente.

No presente estudo, analisa-se o comportamento do retorno apresentado pelas ações na América Latina, ante quatro tradicionais variáveis fundamentalistas.

## DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

A fonte de dados utilizada foi a Economática. Para compor o universo da pesquisa foram selecionadas as ações negociadas pelo menos uma vez por mês, durante o período de setembro de 1993 até dezembro de 1998. No quadro 2 é apresentada a quantidade de ações que compõem a amostra de cada país.

Quadro 2

### Composição da Amostra

País	Quantidade de Ações		Bolsa de Valores
	Universo	Amostra	
Brasil	416	146	BOVESPA (São Paulo)
Argentina	82	70	BCBA (Buenos Aires)
Chile	179	118	BCS (Santiago)
Colômbia	62	32	BB (Bogotá)
México	212	66	BVM (México)
Peru	153	153	BVL (Lima)
Venezuela	67	53	BVC (Caracas)

Fonte: Economática

## METODOLOGIA

Para analisar o retorno apresentado pelas ações no mercado latino-americano e identificar as estratégias que se mostraram vencedoras no período estudado, foi adotada a metodologia descrita a seguir.

Selecionar, no começo de cada mês, todas as ações que apresentaram pelo menos uma negociação na Bolsa de Valores do país. Ordenar essas ações com base em determinada variável fundamentalista. A listagem assim obtida permitirá a constituição de dois portfólios:

- Portfólio Alto (A) — aquele contendo as ações que se encontram no um terço superior da relação, ordenada em consequência da variável fundamentalista escolhida.
- Portfólio Baixo (B) — aquele contendo as ações que se encontram no um terço inferior da relação, ordenada em consequência da variável fundamentalista escolhida.

Esse procedimento de escolha, ordenação e constituição dos portfólios Alto e Baixo deve ser repetido mês a mês, até o último mês do período em análise.

Uma vez calculado o retorno mensal durante todo o período para os portfólios Alto e Baixo, realiza-se um teste de hipóteses. Será testado se as diferenças entre as médias dos retornos oferecidos pelos portfólios Alto e Baixo são estatisticamente diferentes de zero.

As hipóteses são:

$$H_0 = \mu d = 0$$

$$H_1 = \mu d \neq 0$$

Onde

$(d_t) = (R_{tA}) - (R_{tB})$ , sendo:

$(R_{tA})$  = Retorno, no mês  $t$ , apresentado pelo portfólio A (Alto)

$(R_{tB})$  = Retorno, no mês  $t$ , apresentado pelo portfólio B (Baixo)

O teste estatístico a ser utilizado é o teste  $t$  de Student, para dados emparelhados, com nível de 5% de significância.

No presente trabalho foram utilizadas as seguintes variáveis fundamentalistas:

- **Tamanho** (VM)
- **Preço/Lucro** (P/L)
- **Valor Patrimonial da Ação/Preço** (VPA/P)
- **Retorno sobre o Patrimônio Líquido** (ROE)

## RESULTADOS DO TRABALHO EMPÍRICO

Os resultados da análise dos estilos de investimentos em ações nos maiores mercados da América Latina, durante o período de setembro de 1993 a dezembro de 1998, são apresentados no quadro 3.

### Brasil

A análise dos retornos apresentados pelas ações no Brasil, no período de setembro de 1993 a dezembro de 1998, mostra que os retornos das ações estão positivamente relacionados com os índices **Valor Patrimonial da Ação/Preço** e **Lucro Líquido/Patrimônio Líquido**, e negativamente relacionados com os índices **Tamanho** e **Preço/Lucro**.

## Quadro 3

## Resumo das Estratégias Vencedoras em Países da América Latina no Período de Setembro de 1993 a Dezembro de 1998

Retorno Médio Mensal por Tipo de Portfólio					
País	Portfólio	Variável Fundamentalista			
		Tamanho	Valor Patrimonial Preço	Preço Lucro	Lucro Líquido Patrimônio Líquido
Brasil	Alto	4,69	10,32*	2,82	7,57*
	Baixo	8,35*	2,02	7,47*	4,69
Argentina	Alto	5,73*	-2,29	4,68*	
	Baixo	1,39	7,97*	1,16	
Chile	Alto	2,05	2,84*	0,82	4,43*
	Baixo	4,17*	2,77	4,89*	1,52
Colômbia	Alto		-3,60		7,27*
	Baixo		-0,34*		-3,63
México	Alto	1,71*		0,85*	1,56*
	Baixo	-0,52		-1,81	-1,95
Peru	Alto	8,39*	-1,32	11,01*	10,46*
	Baixo	1,24	12,39*	2,00	1,18
Venezuela	Alto	6,03*	2,55		5,66*
	Baixo	1,95	8,24*		0,54

\* Estratégias vencedoras ao nível de significância de 5%. As células em branco indicam que não foi possível distinguir a estratégia vencedora ao nível de significância de 5%.

## Argentina

As estratégias que apresentaram significativas vantagens no mercado de ações da Argentina foram as referentes ao investimento em ações de empresas *Growth*, segundo os critérios do **Valor Patrimonial/Preço** e do **Preço/Lucro**, e em ações de empresas de **grande Tamanho**.

## Chile

As estratégias que apresentaram vantagens significativas foram: investir em empresas de **pequeno Tamanho** e baixo índice **Preço/Lucro**, e empresas com altos índices de **Lucro Líquido/Patrimônio Líquido** e de **Valor Patrimonial/Preço**.

## Colômbia

As estratégias vitoriosas no período analisado foram: investir em ações de empresas com alto índice de **Lucro Líquido/Patrimônio Líquido** e em ações com baixo **Valor Patrimonial/Preço**.

## México

As estratégias de aplicação em ações de empresas de **grande Tamanho**, compra de ações com alto índice de **Lucro Líquido/Patrimônio Líquido** e investimento em ações com alto índice **Preço/Lucro** foram as que apresentaram melhor desempenho no mercado mexicano.

## Peru

As estratégias de investimento em ações que apresentaram vantagens no período analisado foram: investir em empresas de **grande Tamanho**, em ações de empresas com elevado índice **Lucro Líquido/Patrimônio Líquido**, alto **Preço/Lucro** e baixo índice **Valor Patrimonial/Preço**.

## Venezuela

As estratégias vitoriosas no mercado de ações da Venezuela foram: investir em ações de empresas de **grande Tamanho**, de empresas com elevados índices de **Lucro Líquido/Patrimônio Líquido** e em ações com baixos índices de **Valor Patrimonial/Preço**.

## CONCLUSÕES FINAIS

A questão básica neste artigo era identificar as estratégias de investimento em ações vencedoras em diferentes países da América Latina nos últimos anos.

Procurou-se verificar as relações existentes entre os retornos oferecidos pelas ações e as variáveis fundamentalistas analisadas, na tentativa de localizar semelhanças e diferenças com os resultados de trabalhos acadêmicos recentemente publicados nos Estados Unidos.

Verificou-se, em especial, que os portfólios constituídos por ações com elevado índice de Lucro Líquido/Patrimônio Líquido (ROE) foram os que apresentaram maior retorno em todos os países analisados, exceção feita à Argentina. Pode-se afirmar que a estratégia de investimento em empresas com alto ROE superou a estratégia concorrente em todos os países analisados, exceto na Argentina. Mesmo nesse país, se houver ampliação do nível de significância para 6,5% assegura-se, também, a vantagem dessa estratégia. Esse surpreendente resultado reforça a importância atribuída aos resultados contábeis. Isso pode

também indicar que, nos países analisados, há demora excessiva na percepção dos bons resultados divulgados pelas empresas, certamente um sinal de pouca eficiência informacional.

Quanto à disputa entre os estilos *Value* e *Growth*, percebe-se haver sempre coerência nos resultados. Em outras palavras, a vitória do estilo *Value* assinalada por um critério é sempre coerente com o resultado obtido por outro crité-

rio. De forma semelhante, as vitórias do estilo *Growth* nunca são negadas por outro critério de análise. Entretanto, não há unanimidade entre os países: Brasil e Chile privilegiaram o estilo *Value*, enquanto nos demais houve prevalência do estilo *Growth*. A análise dos motivos que levariam a esses resultados ainda é uma questão em debate na literatura sobre o tema. No quadro 4 consta uma síntese dos estilos de investimentos vencedores em cada país. ♦

**Quadro 4**  
**Resumo dos Estilos de Investimentos Vencedores**

Critério	Estilo de Investimento Vencedor						
	Brasil	Argentina	Chile	Colômbia	México	Peru	Venezuela
Tamanho da Empresa	Pequena	Grande	Pequena		Grande	Grande	Grande
$\frac{\text{Valor Patrimonial}}{\text{Preço}}$	<i>Value</i>	<i>Growth</i>	<i>Value</i>	<i>Growth</i>		<i>Growth</i>	<i>Growth</i>
$\frac{\text{Preço}}{\text{Lucro}}$	<i>Value</i>	<i>Growth</i>	<i>Value</i>		<i>Growth</i>	<i>Growth</i>	
$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Alto		Alto	Alto	Alto	Alto	Alto

**NOTAS**

- (1) O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) é a relação Lucro Líquido/Patrimônio Líquido.
- (2) O Valor de Mercado (VM) é o resultado da quantidade de ações multiplicada pelo preço.
- (3) *Momentum* refere-se à inércia. Os preços de ações que estão subindo tendem a continuar a alta. Os preços de ações que estão caindo tendem a continuar a baixa.

**RESUMO**

O principal objetivo no artigo aqui apresentado foi identificar as estratégias de investimento em ações vencedoras em sete países da América Latina, no período de setembro de 1993 a dezembro de 1998. O trabalho foi realizado por meio da análise das relações existentes entre o retorno oferecido pelas ações e as principais variáveis da análise fundamentalista. Os resultados obtidos foram comparados com os de recentes estudos sobre anomalias no mercado de ações em países em que o mercado de capitais é maior e mais desenvolvido.

**Palavras-chave:** ações *value*, ações *growth*, mercado de ações brasileiro, mercado de ações latino-americano, estilos de investimentos.

**ABSTRACT**

The main focus of the actual work is to identify the winning investment strategies in stocks in seven Latin American countries during the period of September 1993 to December 1998. This work is done through the analysis of the existing relations between the return offered by the stocks and the main variables of the fundamental analysis. The results are compared to recent studies about anomalies in stock markets in countries where the capital market is bigger and more developed.

**Uniterms:** value stocks, growth stocks, Brazilian financial market, Latin-America financial market, investment styles.

- ARSHANAPALLI, B.T.; COGGIN, D.; DOUKAS, J. Multifactor asset pricing analysis of international value investment strategies. *Journal of Portfolio Management*, p.10-23, Summer 1998.
- BANZ, R. Anomalies in relationships between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, n.9, p.3-18, 1981.
- BASU, S. The investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis. *Journal of Finance*, v.32, n.3, p. 444-455, July 1977.
- BAUMAN, W.S.; CONOVER, M.; MILLER, R.E. Growth versus value and large-cap versus small-cap stocks in international markets. *Financial Analysts Journal*, v.54, n.2, p.75-89, Mar. 1998.
- BLACK, F. Beta and return. *Journal of Portfolio Management*, Fall 1993.
- CAPPAUL, C.; ROWLEY, I.; SHARPE, W. International value and growth stock returns. *Financial Analysts Journal*, Feb. 1993.
- CHAN, L.; HAMAO, Y.; LAKONISHOK, J. Fundamentals and stock returns in Japan. *Journal of Finance*, v.46, n.5, p.1.739-1.764, Dec. 1991.
- \_\_\_\_\_. Can fundamentals predict Japanese stock returns? *Financial Analysts Journal*, v.49, n.4, p.63-69, July/Aug. 1993.
- CLAUDI Jr. *Growth stock investing today in value and growth styles in equity investing*. Alpharetta, GA, USA, PBD Inc., 1995. p.62
- FAMA, E. & FRENCH, K.R. The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, v.47, n.2, p.427-466, June 1992.
- \_\_\_\_\_. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, v.33, p.3-56, 1993.
- FAMA, E. & FRENCH, K.R. Size and book to market factor in earnings and return. *Journal of Finance*, v.50, p.131-155, 1995.
- \_\_\_\_\_. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *Journal of Finance*, v.51, p.55-84, 1996.
- \_\_\_\_\_. Value versus growth: the international evidence. *Journal of Finance*, v.53, n.6, 1998.
- FLETCHER, W.C. *Value investing in a style neutral world in value and growth styles in equity investing*. Alpharetta, GA, USA, PBD Inc., 1995. p.62
- HAUGEN, R. & BAKER, N. Commonality in the determinants of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, v.41, p.401-439, 1996.
- JEGADEESH, N. Does market risk really explain the size effect? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.27, p.337-351, 1992.
- LAKONISHOK, J.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*, v.49, p.1.541-1.578, 1994.
- LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, v.47, n.1, p.13-37, Feb. 1965.
- ROUWENHORST, K.G. *Local return factors and turnover in emerging stock markets*. Boston, MA, USA, M.I.T., 1998. [Working paper]
- ROZEFF, M. Dividend yields are equity risk premiums. *Journal of Portfolio Management*, v.11, n.1, p.68-75, 1984.
- SANDERS, L.A. *The advantage to value investing in value and growth styles in equity investing*. Alpharetta, GA, USA, PBD Inc., 1995. p.62
- SHARPE, W. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, v.19, p.425-442, July 1964.

# Consultoria

# Pesquisa

# Treinamento

## Competências que garantem soluções com qualidade, eficiência e visibilidade.

- Em 20 anos, cerca de 450 clientes atendidos e vasta experiência acumulada em mais de 1500 trabalhos realizados
- Equipes multidisciplinares coordenadas por professores da FEA/USP
- Sólido suporte administrativo, excelente estrutura de computação e salas de aula com modernos recursos de audiovisual e informática



**FUNDAÇÃO INSTITUTO DE ADMINISTRAÇÃO**

Telefones: (11) 815-5752 / 818-5905 - Fax: (11) 814-0439  
www.fea.usp.br/fia - e-mail: fale.com@fia.fea.usp.br