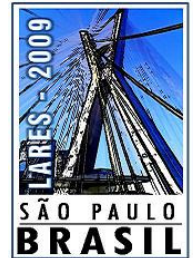




9ª Conferência Internacional da LARES

REAL ESTATE E OS EFEITOS DA CRISE FINANCEIRA



Avaliação da Eficiência Organizacional e sua Influência nos Preços das Ações das Empresas de Real Estate no Brasil.

Assessment of Organizational Efficiency and its Influence on Stock Prices of Real Estate Companies in Brazil.

Leandro Seffair Lins de Albuquerque¹ e Claudio Tavares Alencar²

¹ Escola Politécnica da USP – Núcleo de Real Estate, Av. Prof. Almeida Prado – Trav. 2, 83 – São Paulo, Brasil – leandro.albuquerque@poli.usp.br

² Escola Politécnica da USP – Núcleo de Real Estate – claudio.alencar@poli.usp.br

Palavras-chave: Eficiência organizacional, *real estate* residencial, preço de ações, comportamento, influência.

ABSTRACT

This article seeks to recognize the influence between the values of the stocks of real estate companies focused on the residential market with the results for the organizational efficiency index of the company read from their quarterly reports. Taking as a central objective to investigate the organizational efficiency of the companies and this reflects the market values them. The analysis is based on the quarterly reports submitted by the companies drawing up the figures spent for general and administrative expenses (G & A) and the operating result, read as EBITDA generated by this in that period. On the other side is analyzed the behavior of the stocks in the periods before and after the publication of these results, assessing the impact of disclosure, correlating it with index presented. This article is part of research that examines the organizational performance, and that part which deals with quantitative data concerning the efficiency of the management systems of the company.

RESUMO

Este artigo busca reconhecer a influência existente entre os valores das ações das empresas de *real estate* focadas no mercado residencial com os resultados relativos ao índice de eficiência organizacional da empresa lido a partir de seus relatórios trimestrais. Tendo-se como objetivo central investigar a eficiência organizacional das empresas e o reflexo desta nos valores de mercado das mesmas. A análise é feita com base nos relatórios apresentados trimestralmente pelas empresas extraíndo-se os valores gastos com despesas gerais e administrativas (DG&A) e com resultado operacional, lido como o EBITDA produzido por esta naquele período. Do outro lado se analisa o comportamento das ações nos períodos anteriores e posteriores a divulgação destes resultados, avaliando o impacto da divulgação, correlacionando-o com índices apresentados. Este artigo é parte integrante da pesquisa que analisa o desempenho organizacional, sendo esta parte que trata de dados quantitativos, referentes a eficiência dos sistemas de gestão da empresa.

1. INTRODUÇÃO

Atraídas pelo melhor momento do mercado de capitais brasileiro, mais de 25 empresas que atuam no setor de *real estate*, embarcaram na oportunidade de captar recursos via mercado de capitais e multiplicar sua capacidade de investimento.

A idéia linear de que para se conseguir demonstrar ao final de cada ciclo trimestral resultados maiores diretamente proporcionais a sua estrutura, *a priori*, parecia comum a maioria das empresas. Logo, seria suficiente para que o mercado enxergasse a capacidade da empresa de gerar de riqueza à medida que esta aumentava de tamanho e produzia mais.

Passada a euforia, a grande maioria das empresas de *real estate* que abriu capital nos últimos dois anos, sentiram que havia um descolamento entre seu tamanho, sua eficiência e sua capacidade de entregar resultados. Muito se viu, enquanto capitalizadas, a estratégia de se contratar um grande volume de profissionais para justificar a nova necessidade da empresa. Além disso, a corrida na aquisição de terrenos utilizando os recursos captados nos IPOS para formação dos bancos de terrenos era a promessa de que os resultados a serem colhidos adiante seriam aqueles projetados pelas empresas que fizeram, a sua maneira, a *valuation* na abertura de capital.

Porém a velocidade entre os ciclos de incorporação e construção também são, de certa forma, incompatíveis com necessidade de se mostrar resultados em uma S/A no novo mercado. No início do segundo semestre de 2008, foi perceptível que o preço da ação de várias empresas de *real estate* caiu vertiginosamente, criando um desconforto no ambiente interno das empresas e, externamente, uma sensação de necessidade de readequação das estruturas das empresas.

Outro fato relevante é aquele referente de que apesar queda geral do valor das empresas, há de se notar que em alguns casos houve queda mais acentuada e outras se mantiveram acompanhando pelo menos não muito abaixo das variações gerais do índice da Bovespa (IBOVESPA).

É certo que há muitos critérios objetivos que contribuem para a divergência entre a desvalorização dos preços das ações das empresas do setor, diversas são as variáveis a serem analisadas pelo investidor ao se tomar a decisão em investir em uma ação de uma empresa no mercado de capitais, para as empresas do setor de *real estate* não seria diferente.

Dentro do Núcleo de Real Estate (NRE) muito já se discutiu sobre a precificação das ações das empresas de *real estate* e a maneira pela qual se foi feita a *valuation* dessas empresas, inicialmente em um cenário improvável pelo seu otimismo exagerado e, mais tarde, em um cenário igualmente pouco provável, por um pessimismo de mesmo nível.

Um demonstrativo de resultado trimestral ou revisão de metas é também suficiente para alavancar ou derrubar o preço de uma ação, principalmente no curto prazo onde a pressão especulativa ordena esse preço pós IPO.

Não se pretende aqui discutir acerca da metodologia ou especificamente sobre *valuation* ou até mesmo sua importância, trata-se na verdade de uma análise de dados com o intuito de se buscar se há ou não relação entre os níveis de eficiência organizacional, destacado através do volume de resultado produzido em determinado período com o volume de despesa consumido pelas contas da administração, expressos pelas DG&A.

Este artigo é parte integrante de uma pesquisa que se pretende avaliar o reflexo do desempenho organizacional das empresas de *real estate* nos valores de mercado da mesma. Verificando as questões estruturais do corpo corporativo da empresa no que se refere à eficiência, eficácia e desempenho organizacional. Neste artigo, será tratado exclusivamente uma única variável das quais compõe o desempenho organizacional, segundo a técnica de avaliação proposta pela Fundação Nacional da Qualidade (FNQ), adaptada para este artigo.

2. METODOLOGIA

2.1. O Índice de Eficiência Organizacional

Para se atingir o objetivo proposto neste artigo buscou-se suporte nas principais bibliografias acerca das técnicas atuais de avaliação de desempenho organizacional além da leitura dos preços das ações das empresas de *real estate* focadas na incorporação residencial.

Dentre as inúmeras técnicas de avaliação de desempenho organizacional, a técnica proposta pela Fundação Nacional da Qualidade (ex-Fundação para o Premio Nacional da Qualidade) mostrou-se aplicável, pois, entre outros aspectos de avaliação, trata da influência da eficiência organizacional no desempenho organizacional, avaliando os resultados relativos aos processos de apoio, os quais não se misturam com os processos de produção e medem a eficiência organizacional do corpo corporativo.

Sinteticamente, o método de avaliação de desempenho organizacional proposto pelo FNQ busca avaliar a organização por meio dos seguintes aspectos: – [i] Resultados relativos à satisfação dos clientes e ao mercado; [ii] Resultados financeiros; [iii] Resultados Relativos às pessoas; [iv] Resultados relativos a fornecedores; [v] Resultados relativos ao produto; [vi] Resultados relativos a sociedade; [vii] Resultados relativos a processos de apoio (não relacionados diretamente a produção). Indicadores de produtividade, eficiência e eficácia organizacional.

Neste artigo, este último aspecto foi a única variável analisada, feita a partir da razão do EBITDA e dos custos diretos da organização (contas gerais da administração), nomeados nos relatórios de “Despesas Gerais e Administrativas” (DG&A)¹ produzidos em determinado período de periodicidade trimestral, o que gera um determinado número que aqui chamamos de Índice de Eficiência Organizacional (I.E.O.).

O I.E.O. é um número que expressa a quantidade de resultado produzido para cada real empregado no corpo corporativo da empresa. Dispostos estes dados, foram analisados os preços das ações nos períodos anteriores e posteriores a divulgação destes relatórios.

Os preços das ações das empresas foram lidos em periodicidade mensal a partir da base de dados disponível na Bovespa.

Eq.1 Índice de Eficiência Organizacional

$$I.E.O. = \frac{EBITDA_k}{DG\&A_k} \quad (1)$$

2.2. As empresas selecionadas e a base de dados.

As empresas que foram selecionadas para esta pesquisa possuem grande representatividade mercadológica, sendo também a maioria destas com atuação dispersa no cenário nacional.

A metodologia utilizada para a seleção das empresas foi a partir da classificação das dez empresas do setor imobiliário focadas no mercado residencial com maior patrimônio líquido em julho de 2009. A tabela a seguir mostra esta classificação bem como as empresas selecionadas.

¹ Na média geral do setor, essas despesas representam os custos com encargos e salários, despesas de escritório, contas em geral e aluguel do escritório.

Tabela 1: Empresas selecionadas

Empresa	Sigla	Patr. Líquido	Ativo Total	Ativo Permanente	Nº de Ações - Mil
CYRELA REALT	CYRE	2.224.017	7.766.726	415.235	355.751
BRASCAN RES	BISA	1.728.816	4.419.294	245.073	350.390
GAFISA	GFSA	1.655.342	5.725.838	247.521	129.963
MRV	MRVE	1.603.237	2.940.425	71.947	135.936
PDG REALT	PDGR	1.595.345	3.480.377	378.211	146.833
ROSSI RESID	RSID	1.266.967	2.976.516	39.061	190.674
TENDA	TEND	1.075.274	1.565.551	22.927	400.652
AGRA INCORP	AGIN	908.302	1.997.385	117.024	239.297
JHSF PART	JHSF	870.865	1.597.200	756.305	426.319
EZTEC	EZTC	828.645	962.984	6.686	143.476
TECNISA	TCSA	816.797	1.574.661	79.599	145.435
EVEN	EVEN	791.610	1.802.647	25.309	178.500
INPAR S/A	INPR	763.122	1.817.525	69.986	197.809
CC DES IMOB	CCIM	640.909	1.868.176	123.859	113.000
RODOBENSIMOB	RDNI	611.487	1.119.701	54.721	48.575
TRISUL	TRIS	417.691	907.408	23.954	74.393
KLABINSEGALL	KSSA	377.781	1.421.300	111.481	61.498
HELBOR	HBOR	375.671	948.815	45.155	52.597
CR2	CRDE	372.678	640.110	16.770	46.136
COMPANY	CPNY	219.339	899.619	4.580	72.006
ABYARA	ABYA	195.359	1.153.844	24.313	50.852
JOAO FORTES	JFEN	168.989	486.310	27.587	100.000
SERGEN	SGEN	104.364	153.610	12.721	24.275.032
CONST A LIND	CALI	(26.682)	32.493	927	69
CIMOB PART	GAFF	(77.366)	90.472	32.033	9.882

Fonte: BOVESPA, 2009.

Informações apresentadas aqui são todas de caráter público, sem qualquer restrição de acesso, por este motivo não consideramos a necessidade de se ocultar os nomes das empresas.

Feita a seleção, buscou-se os dados necessários para avaliar a eficiência organizacional das empresas selecionadas. A grande maioria das informações foi extraída dos relatórios trimestrais intitulados *Earning Release* e na ausência deste, dos relatórios intitulados “ITR” ou “Informações Trimestrais”, que se destina a CVM. Os dados necessários para esta pesquisa foram: Receita Bruta, Despesas Gerais e Administrativas e EBITDA.

Devido a não uniformidade de ingresso das empresas no Novo Mercado, algumas empresas possuem mais relatórios que as outras, bem como possuem mais dados históricos referentes às suas ações. Visando uniformizar tal questão, os dados colhidos conduziram a seguinte divisão: Gafisa, Cyrela e Rossi terão seus relatórios analisados desde o primeiro trimestre de 2005 e o restante das empresas, desde o primeiro trimestre de 2006.

Os dados históricos foram analisados desde quando disponíveis², na periodicidade mensal, segundo os critérios do banco de dados da Bovespa.

3. ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DO I.E.O. DAS EMPRESAS E O COMPORTAMENTO DE SUAS AÇÕES NO MERCADO

As análises descritas a seguir devem ser interpretadas da seguinte maneira: A leitura dos I.E.O. são referentes a períodos trimestrais, conforme havíamos estabelecido, este se dá através dos relatórios trimestrais que contém as informações de EBITDA e DG&A. Portanto, nos gráficos, o I.E.O. aparece como faixas maiores, sugerindo que a corporação manteve durante o período de

² Exceto no caso da Rossi, que já possuía histórico de preços antes de seu ingresso no Novo Mercado.

três meses a mesma eficiência organizacional. De outra forma, o comportamento das ações é verificado na periodicidade mensal, no qual o valor da ação da empresa também sugere que este permaneceu estável no período do mês apresentado. O valor da ação apresentado é referente ao do fechamento do primeiro dia útil do mês, conforme a base de dados utilizada, e não uma média mensal, mesmo assim não consideramos a necessidade de trabalhar com menores intervalos de tempo para o valor das ações, uma vez que a curva formada na periodicidade mensal seguiu basicamente o mesmo comportamento da periodicidade semanal.

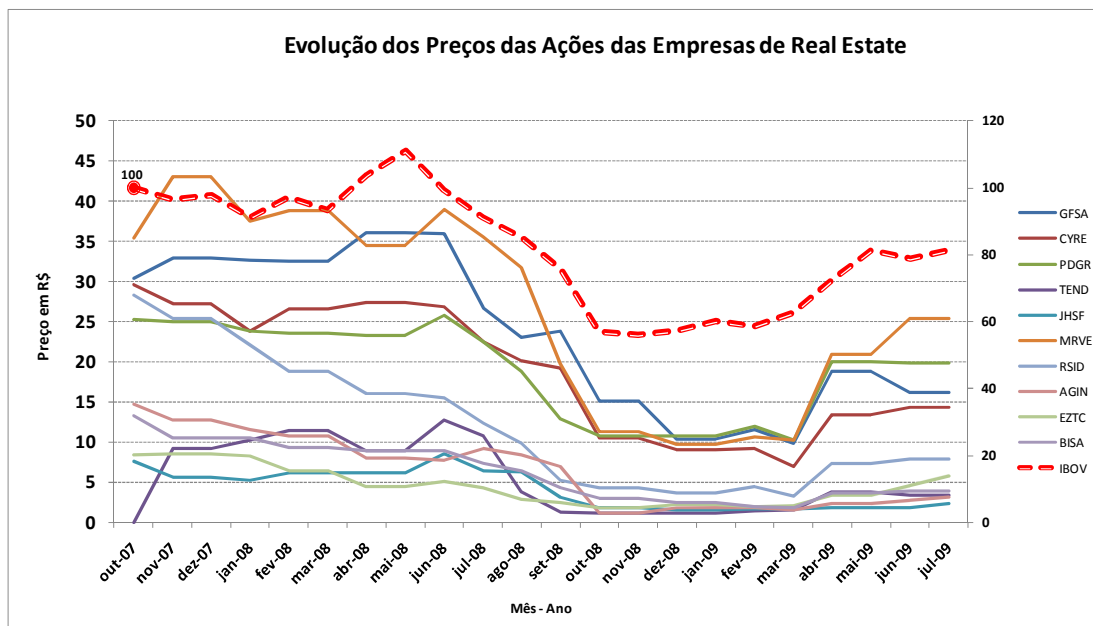
Há de se levar em consideração também as perturbações externas, relevante ao comportamento macroeconômico, principalmente diante da crise mundial refletida no Brasil por volta do início do segundo semestre de 2008 e tendo como reflexo a fuga do capital estrangeiro do mercado de capitais brasileiro.

3.1. Evolução dos preços das empresas

O gráfico a seguir demonstra como os preços das ações das empresas de *real estate* em análise evoluíram desde maio de 2007 até junho deste ano em relação ao Ibovespa.

Nota-se visivelmente a formação de dois grupos, o primeiro formado por Gafisa, Cyrela, PDG Realty e MRV compartilham de valores que historicamente sempre³ foram mais elevados, e o segundo grupo por empresas que possuem ações com preços menores.

Figura 2: Evolução dos preços das ações.



Fonte: O Autor.

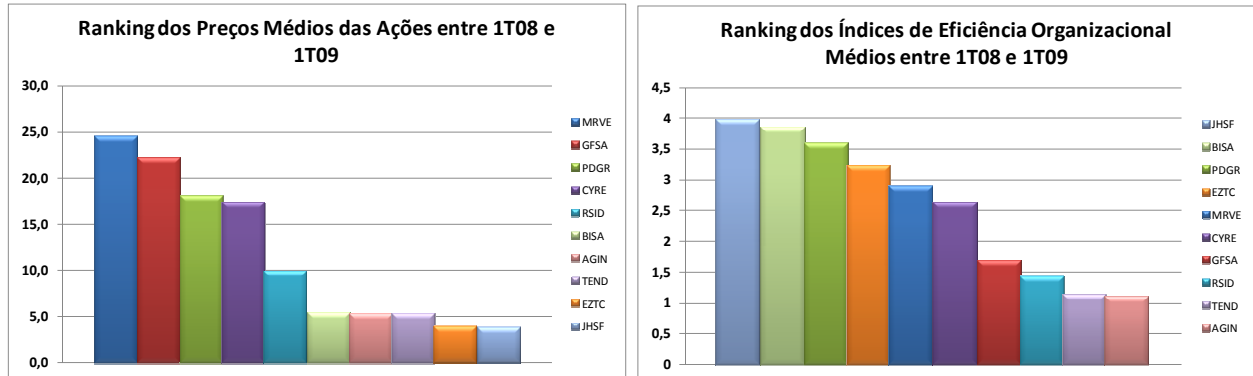
3.2. Análises das Empresas em Conjunto - Ranking das Empresas

As análises a seguir são todas baseadas em médias simples dos dados apresentados no período entre 1T08 a 1T09 e servem para avaliar o quanto são uniformes as classificações de média entre preços de ações, I.E.O, EBITDA e DG&A. Este curto período foi selecionado devido ao fato de que algumas das empresas analisadas tiveram seus IPOs ainda em 2007, existindo ainda a possibilidade de seus preços estarem com algum viés deste evento.

³ Exceto no caso da Rossi que pertencia ao primeiro grupo e em meados do segundo trimestre de 2008 suas ações desvalorizaram conduzindo seu preço ao patamar do segundo grupo.

No gráfico da esquerda novamente, observa-se uma nítida divisão em dois grupos para os preços das ações tal como na figura 2.

Figura 3: Ranking das médias dos preços x médias dos I.E.Os.

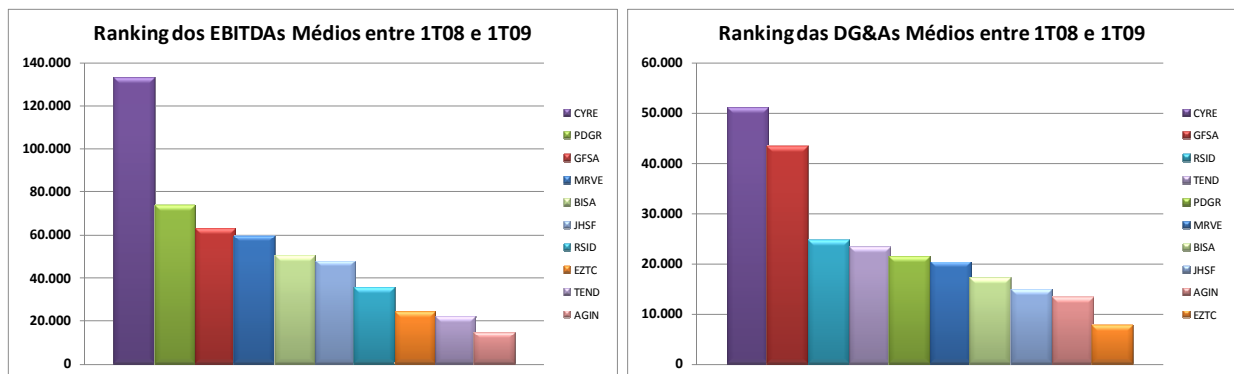


Fonte: O Autor.

Entretanto o gráfico da direita não preserva a classificação do gráfico de histórico de preços, onde a JHS-F, empresa que apresentou a menor média de preços surge como a que preserva a maior média no índice de eficiência organizacional. Além da JHS-F, Brascan e Eztec seguem a mesma tendência. Mantendo a terceira posição nos dois gráficos a PDG Realty, manteve estabilidade entre o I.E.O. e o preço médio de suas ações e a Gafisa apresentou comportamento mais diferente entre média de preços e I.E.O.

Os dois gráficos abaixo tratam do comportamento dos componentes do I.E.O.: EBITDA e DG&A:

Figura 4: Ranking das médias dos EBITDAs x médias das DG&As.



Fonte: O Autor.

No gráfico da esquerda é clara a ampla vantagem da Cyrela na produção do EBITDA, além disso, verifica-se que as empresas que possuem os quatro maiores EBITDAs médios possuem também os maiores preços médios de suas ações, existindo similaridade no comportamento médio.

No gráfico da direita é possível notar que Cyrela e Gafisa possuem médias de custos com sua estrutura administrativa bem acima da média das outras empresas analisadas. No caso da Gafisa, este custo reflete uma perda na eficiência, uma vez que a média das DG&As consumidas representa 68% dos EBITDAs médios.

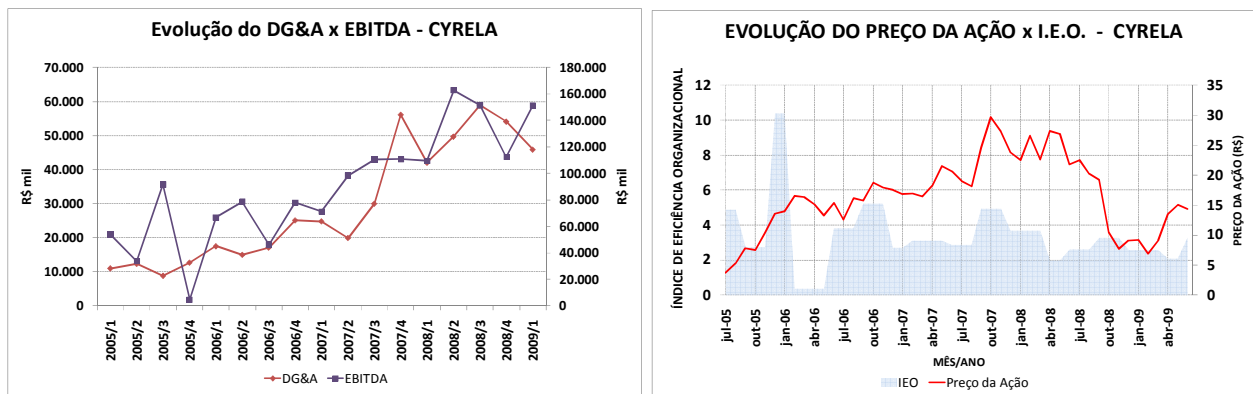
3.3. Análises individualizadas de comportamento dos preços e dos I.E.Os das Empresas.

A seguir analisaremos individualmente as empresas selecionadas avaliando a evolução dos preços e do I.E.O de cada uma.

3.3.1. Cyrela Realty

A Cyrela, empresa que produz maior EBITDA dentre as analisadas, tem como característica uma produção linear em uma grande produção de EBITDA e um grande consumo de DG&A, gerando um I.E.O. médio na ordem de 3 pontos. Também nota-se um comportamento relativamente estável de suas ações.

Figura 5: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – Cyrela.

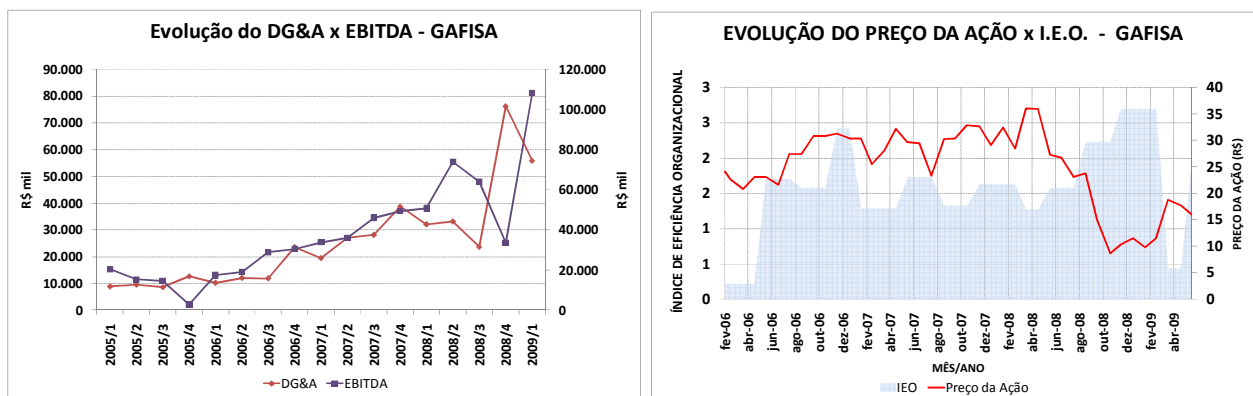


Fonte: O Autor.

3.3.2. Gafisa

Ao analisarmos os gráficos apesar de possuir um dos maiores preços de ações do mercado de *real estate*, seus I.E.O não segue a mesma tendência, O nível de EBITDA produzido é por sua vez acima do praticado no mercado, no entanto os custos corporativos da empresa são também bem elevados, o que conduz o I.E.O médio da empresa para abaixo de 2.

Figura 6: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – Gafisa.

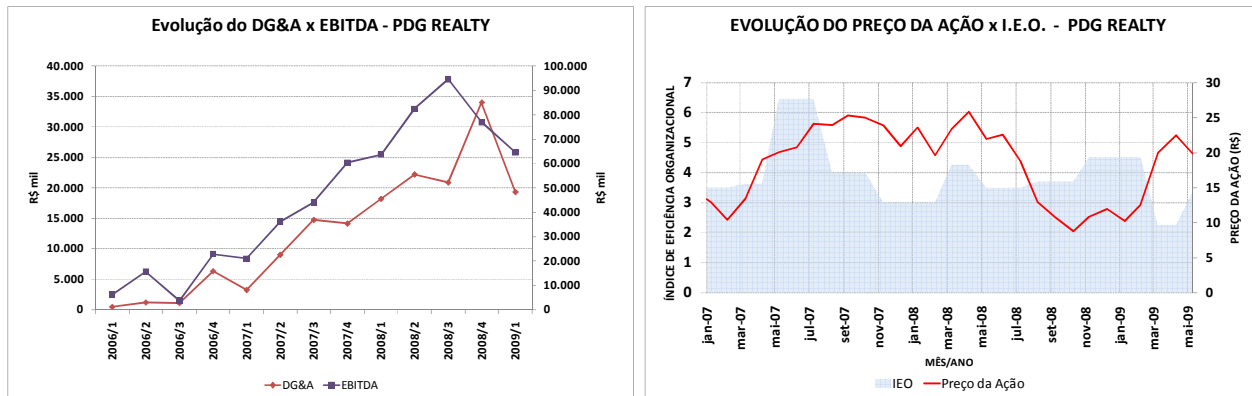


Fonte: O Autor.

3.3.3. PDG Realty

O comportamento apresentado nos gráficos da PDG reflete o mais estável dentre as empresas estudadas. Com um volume EBITDA produzido superior no mínimo em 200% ao volume de DG&A consumido nos períodos, garante a PDG um bom nível de eficiência organizacional. Quanto as suas ações, observa-se que começam a cair em julho de 2008, acumulando no mais baixo nível, uma perda de 62%, neste período o I.E.O. mantém-se o mesmo índice, em maio de 2009, as ações da PDG recuperam integralmente as perdas e voltam a ser negociadas no mesmo patamar de antes de julho de 2008.

Figura 7: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – PDG Realty.

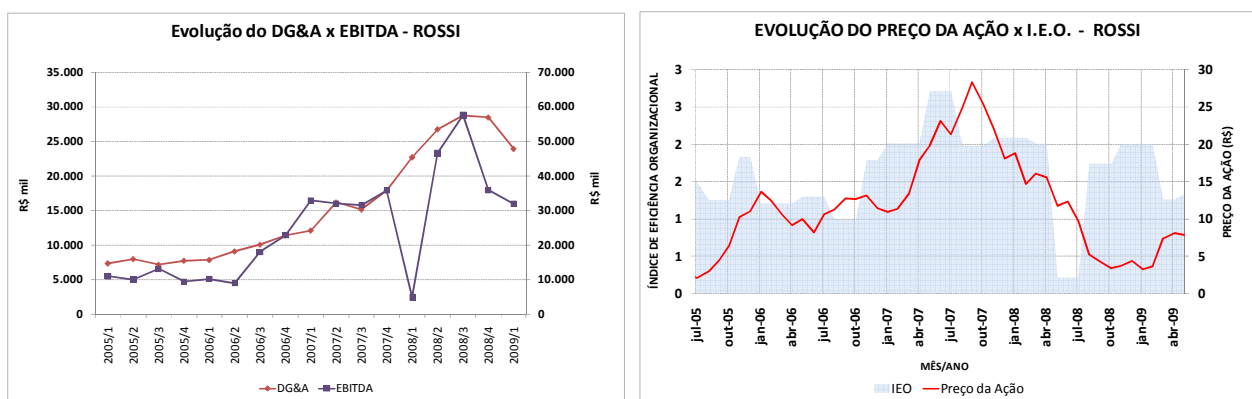


Fonte: O Autor.

3.3.4. Rossi

Os resultados apresentados no gráfico da Rossi apontavam para um I.E.O. em ascensão, mantendo-se na faixa 1,5 – 2 e atingindo o seu maior nível um mês antes de atingir o maior preço de suas ações. A partir daí as ações da Rossi seguem em queda até outubro de 2008. Se analisarmos a relação EBITDA e DG&A, verificamos que a Rossi apresenta no relatório 1T08 um EBITDA bem abaixo do que vinha praticando, mantendo a curva ascendente do DG&A.

Figura 8: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – Rossi.



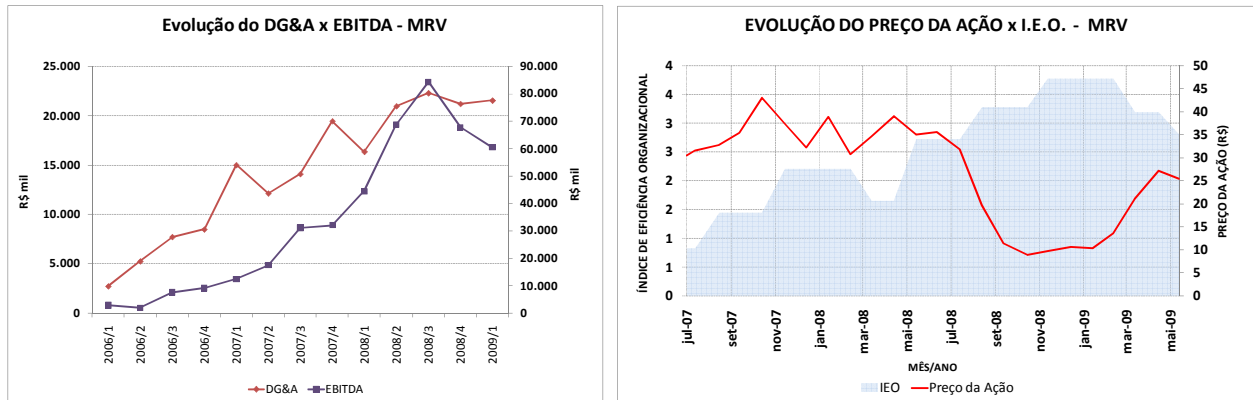
Fonte: O Autor.

3.3.5. MRV

Historicamente, os preços das ações da MRV sempre estiveram bem acima da média do mercado. A relação com o I.E.O mostra que nos momentos que a MRV tinha suas ações mais

caras o I.E.O. era considerado médio, por volta de 2. No período de julho de 2008 a novembro de 2008 as ações da MRV caíram 75%, enquanto a empresa apresentava I.E.O. mais altos, por volta de 4. A recuperação dos preços veio a partir de janeiro de 2009, subindo 137% até maio de 2009.

Figura 9: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – MRV.

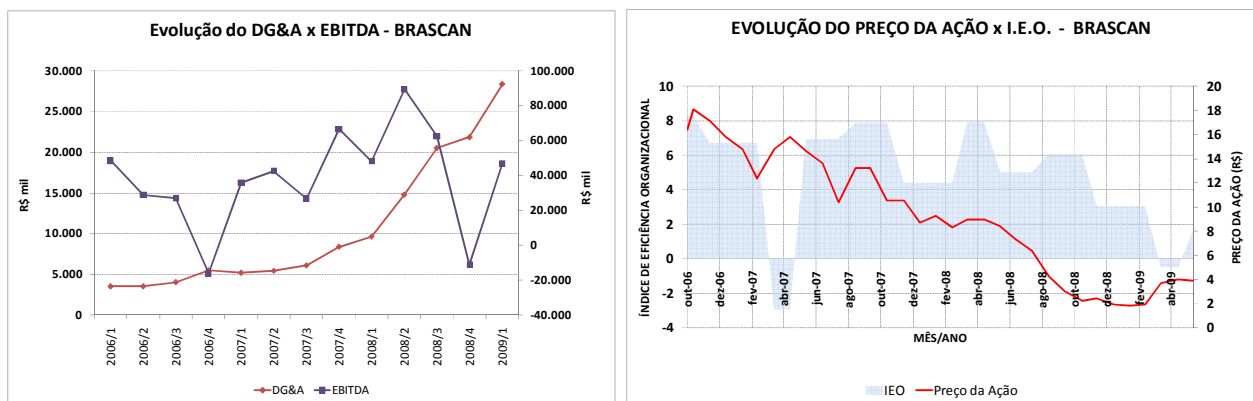


Fonte: O Autor.

3.3.6. Brascan

No caso da Brascan⁴, o gráfico de histórico de preços mostra que estes já vinham em queda mesmo antes da crise financeira e, Comportamento diverso para o I.E.O que se manteve em patamares dos mais elevados dentre as empresas pesquisadas.

Figura 10: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – Brascan.



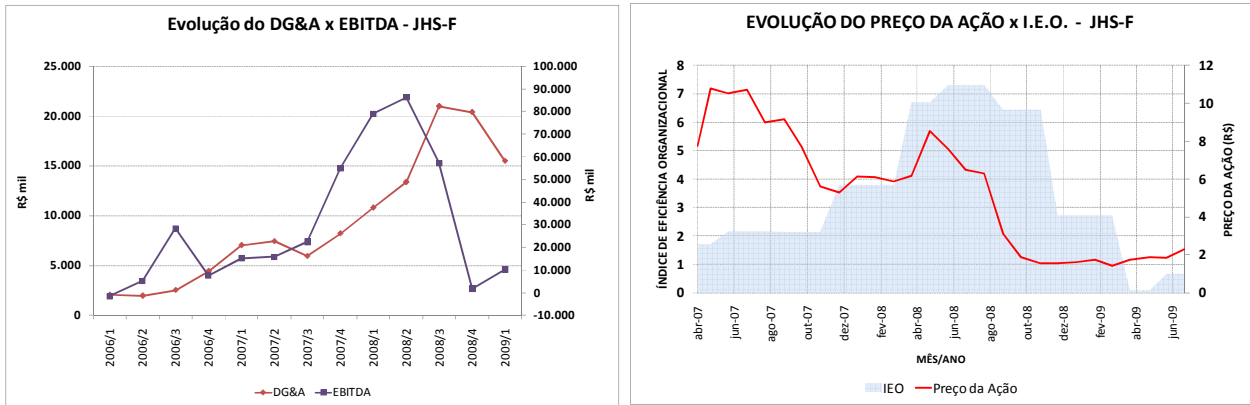
Fonte: O Autor.

3.3.7. JHS-F

O comportamento dos I.E.O e dos preços das ações da JHS-F, possuem certa consonância uma vez que ao praticar baixos I.E.Os na faixa de 2 o preço das ações caem 50%, a partir daí se estabiliza enquanto o I.E.O passa de 2 para 3,8 e tem acentuado crescimento de quando o I.E.O antes atinge o patamar de 6,8. Com a crise os preços voltam a cair, acumulado perda de 80% em dezembro de 2008 e o I.E.O, logo após, volta para o patamar de 2,5 e nos últimos meses fica abaixo de 1.

⁴ Durante a elaboração deste artigo a Brascan Residential, alterou o seu nome para Brookfield Incorporações, suas ações, no entanto continuam a ser negociadas com a sigla BISA3.

Figura 11: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – JHS-F.

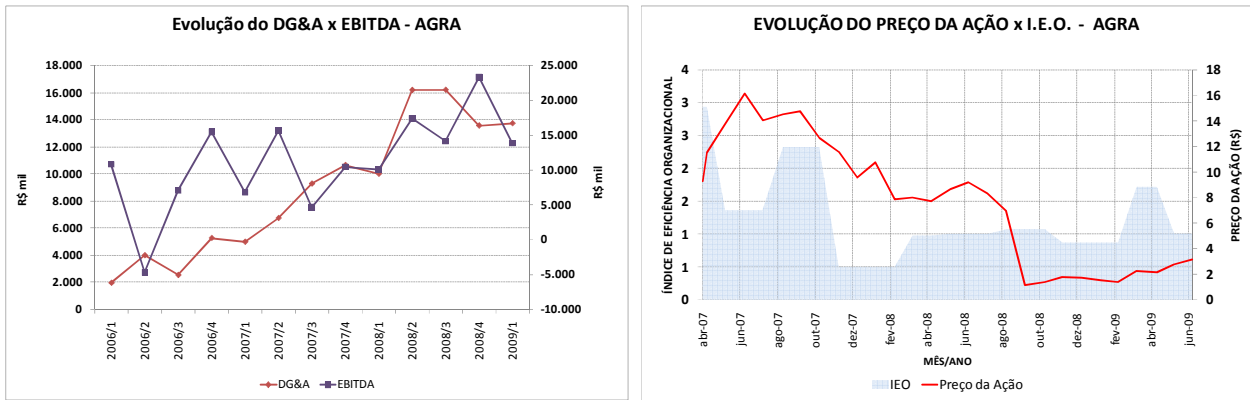


Fonte: O Autor.

3.3.8. Agra

O comportamento dos preços da Agra já vinha em queda mesmo antes da crise. A Agra tem também historicamente um I.E.O. relativamente baixo, por volta de 1,5.

Figura 12: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – Agra.

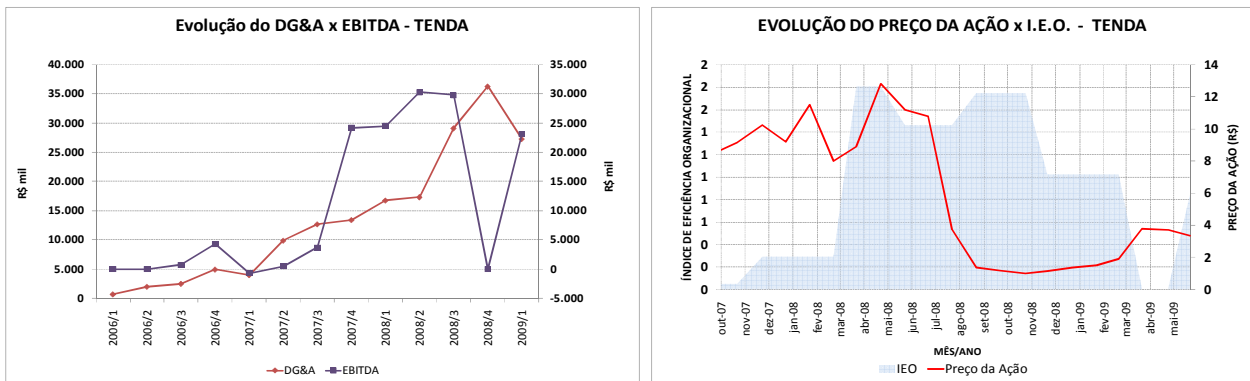


Fonte: O Autor.

3.3.9. Tenda

Tenda constantemente apresentou um I.E.O. baixo, suas ações estão dentre as que mais se desvalorizaram durante a crise financeira, quase 90% dos valores iniciais.

Figura 13: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – Tenda.

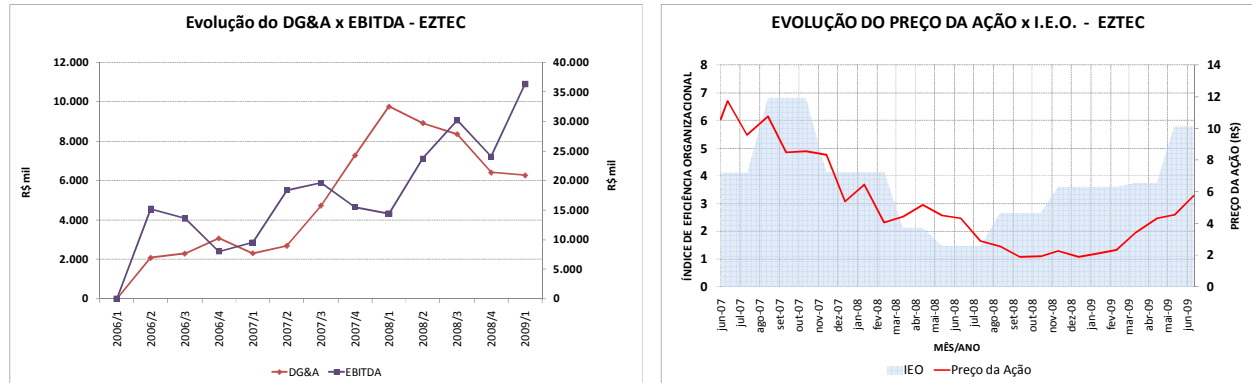


3.3.10. Eztec

Os gráficos abaixo demonstram que as ações da Eztec já vinham em desvalorização mesmo antes da crise financeira, fato que averigua na curva de desvalorização menos acentuada e mais constante, chegando ao seu menor valor em setembro de 2008. Quando se analisa a curva do I.E.O. , nota-se que este demonstra que a Eztec perde também eficiência até julho de 2008, embora se mantenha uma média considerada elevada.

As ações da empresa voltam a recuperar valor a partir de fevereiro deste ano, chegando a junho acumulando alta de quase 200% sobre o valor verificado em janeiro.

Figura 14: Análise da DG&A x EBITDA e Preços das Ações x I.E.O. – Eztec.



Fonte: O Autor

4. DISCUSSÃO

Inicialmente há a necessidade de se esclarecer alguns pontos que foram utilizados como premissas para este estudo. ROCHA LIMA JR. (2007), destacou em seu artigo da LARES, a necessidade do investidor utilizar-se de ciclos longos para a AQI⁵, destacou também que não é prática do mercado e nem dos investidores a construção de uma AQI antes de investir em uma ação de uma empresa de *real estate* e ainda que os movimentos de preço no curto prazo “são fundamentados em expectativas vagas, derivadas de notícias de eventos macroeconômicos que possam repercutir sobre o mercado de atuação da empresa ou outras vinculadas com o planejamento estratégico da própria empresa”. Ou seja, no curto prazo os movimentos são fortemente influenciados pelo comportamento dos investidores que buscam ganhos especulativos e na simples observação de notícias referentes à gestão da empresa. Até porque, conforme afirma ROCHA LIMA JR. (2007), “o mercado não destaca o setor da economia, considerando ainda que o ciclo de 12 meses seja curto para enxergar variações de eficácia na geração de renda para o acionista nas corporações de *real estate* .

Trabalhamos então com a premissa de que as análises de comportamento nos períodos estudados sofrem grande pressão especulativa e em uma análise especulativa sobre o patamar de geração de receita disponível para o acionista consideram-se, entre outros atributos a expectativa de receita e custos, os quais envolvem os custos de gerenciamento e administração que, “são apoiados nos padrões operacionais das empresas e podem ter como base de avaliação amostras de comportamento”. Novamente observa-se que a prática de espelhar um comportamento operacional passado é também comum, entretanto sob uma nova realidade, com um patrimônio líquido algumas vezes maior, graças à captação via IPO.

⁵ Análise de Qualidade de Investimento

Consideramos ainda o que ROCHA LIMA JR. e GREGÓRIO (2008) salientam em outro artigo publicado na LARES: “investir nas empresas empreendedoras de *real estate*, é investir na qualidade da empresa” que dentre as qualidades apontadas há a relevância para as contas gerais da administração, que devem ser compatíveis ao volume de produção e as margens operacionais praticadas na comercialização dos empreendimentos. Além disso, ROCHA LIMA JR. e GREGÓRIO (2008) destacam que apesar de as empresas terem multiplicado sua capacidade de investimento, “o ganho de eficiência em função desta nova escala operacional depende de fatores gerenciais e estratégicos das empresas” e a mudança de estratégia, seja por diversificação por segmento de renda ou dispersão geográfica “requer sistemas de gestão e planos estratégicos muito bem delineados”. Apoiado nas seguintes considerações e nos dados apresentados, fazemos os seguintes comentários acerca dos resultados observado.

A Gafisa possui a segunda maior estrutura, entretanto mostrou ao longo do tempo, não produzir EBITDA capaz de alavancar o I.E.O. Recentemente, a Gafisa passou a ser sócia majoritária da construtora Tenda. Com isso, os relatórios de resultados passaram também a computar os custos desta nova estrutura bem como os lucros/prejuízos da mesma. Tendo ainda a necessidade de reestruturação uma vez que na aquisição da Tenda, houve por parte desta a incorporação da Fit Residencial, que operava no mesmo nicho.

A PDG Realty mostrou por outro lado ser a empresa que possui melhor relação entre o preço da ação, I.E.O. e EBITDA produzido, fato esse que nos leva a crer na direta influência do sistema de gestão no comportamento das ações da empresa, apoiado também do fato da recuperação integral do preço da ação passada a crise financeira.

A construtora Tenda possui equipe própria de vendas incorporada nos custos corporativos, tal estratégia se reflete em aparentes margens brutas maiores nos resultados dos empreendimentos, uma vez que não se tem o custo com corretagem, entretanto, um custo a mais nas contas da corporação que reflete no EBITDA.

A Brascan apesar da produção de EBITDA, ocupar posição intermediária, esta não acompanha o crescimento em grau acentuado das DG&A.

Por fim, nos gráficos da Rossi, observou-se a relação mais próxima de comportamento entre I.E.O e preço da ação, entretanto, durante o período de maior queda, houve também intensa queda de EBITDA, o que desestabilizou o I.E.O. para patamares muito abaixo dos verificados em outros períodos, o que de certa maneira pode ter contribuído para a fraca recuperação do preço da ação no período posterior.

5. CONCLUSÕES

A pesquisa aqui apresentada tratou exclusivamente da influência do índice de eficiência organizacional nos preços das ações das empresas. Apesar de o resultado ter sido satisfatório, apontou somente em parte dos casos relação nas variações dos preços das ações. Em alguns casos, como o da Rossi, Eztec, Agra e Cyrela, o I.E.O seguiu o comportamento das ações, no caso da Gafisa e MRV, o I.E.O. reagiu diretamente com eles e em outros casos comportou-se de forma aleatória.

É certo que existem diversos fatores que atuam com muito mais influência⁶ nos preços do que o I.E.O apresentado. É o caso do EBITDA, por exemplo, tido pelos analistas como o principal indicador de resultado operacional da empresa demonstrando a eficiência operacional da mesma. O I.E.O por sua vez é também dependente do EBITDA, mas aponta o quanto o corpo corporativo é capaz de produzi-lo. Se o investidor decide investir em uma ação lendo apenas o EBITDA pode, em alguns casos, conduzir a análise tal como estivesse lendo o I.E.O, como no caso da Cyrela, ou não, como no caso da Gafisa. Observamos que I.E.Os considerados satisfatórios são

⁶ Mesmo que de natureza especulativa

aqueles nos patamares acima de 3,5, e se mantidos estáveis refletem de modo geral um comportamento estável do preço das ações, e para I.E.Os instáveis e com média abaixo de 2, há uma possibilidade maior instabilidade nos preços das ações.

Assim, concluímos que I.E.O apresentado é componente indispensável para a avaliação do desempenho organizacional. Portanto, não obstante a novas pesquisas, concluí-se o debate acerca da influência dos resultados relativos aos processos de apoio, interpretados aqui pelo índice de eficiência organizacional, nos valores de mercado das empresas de *real estate*. Ressalta-se, no entanto, que este artigo é parte componente de outra pesquisa ainda em desenvolvimento que busca avaliar os reflexos do desempenho organizacional nos valores de mercado das empresas de *real estate*, que, além da variável quantitativa aqui estudada, depende também de variáveis qualitativas, conforme estabelecido no método de avaliação de desempenho organizacional da Fundação Nacional da Qualidade.

6. REFERÊNCIAS

ALMEIDA, S.; MARÇAL, R.; KOVALESKI, J. *Metodologias para avaliação de Desempenho Organizacional*. XXIV Encontro Nac. de Eng. de Produção – Ouro Preto, MG. 2004. 7p.

SILVA, S. A. R. e ALENCAR, C. T. *O Gerenciamento dos Estoques Crescentes de Unidades Habitacionais na Cidade de São Paulo Após as Ofertas Públicas de Ações e a Crise Econômica Mundial*. Revista Construção e Mercado, São Paulo, n. 92, 2009.

LUITZ, M.; REBELATO, M.. *Avaliação do Desempenho Organizacional*. XXIII Encontro Nac. de Eng. de Produção – Ouro Preto, MG. 2003. 8p.

ROCHA LIMA JR. , J. *IPOs das Empresas Brasileiras de Real Estate: a Questão da Valuation*. VII Seminário Internacional Lares-2007 disponível em <<http://www.realestate.br>>

ROCHA LIMA JR. , J. e GREGÓRIO, C. *Valuation e Investimento nas ações das empresas de Real Estate no Brasil: Cenário do ciclo de captação intensiva 2005-2007*. VIII Seminário Internacional Lares-2008 disponível em <<http://www.realestate.br>>

ROCHA LIMA JR. , J. e GREGÓRIO, C. *Investimento em Real Estate por Meio de Ações no Brasil*. VI Seminário Internacional Lares-2006 disponível em <<http://www.realestate.br>>

ROCHA LIMA JÚNIOR, João da. *Quanto Vale uma Ação de Empresa de Negócios Imobiliários no Brasil*. São Paulo : EPUSP , 2006. 9 p. (Carta do NRE – POLI, no. 4 – 06).

ROCHA LIMA JÚNIOR, J. e ALENCAR, C. T. *Comportamento das Ações de Empresas de Real Estate na Bovespa*. São Paulo: EPUSP , 2007. 7 p. (Carta do NRE – POLI, no. 7 – 07).

SERGEANT, J. *Eficiência Organizacional: Uma perspectiva estruturalista*. Rio de Janeiro: Revista Administração de Empresas, 1972. 12p.