

# **Estratégias de crescimento e estratégias competitivas de mercado**

## **- um estudo sob a ótica do setor siderúrgico brasileiro**

**Fábio Luiz Amicci** – fabio\_amicci@ hotmail.com; amicci@usp.br  
Engenheiro Mecânico pela POLI-USP  
Mestre em Administração de Empresas (Marketing) pela FEA-USP

**Geraldo Luciano Toledo** – gltoledo@usp.br  
Doutor em Administração pela FEA/USP  
Prof. titular Administração de Empresas pela FEA/USP

**Junio Fuentes** - junio.fuentes@uol.com.br  
Administrador Público pela EAESP-FGV  
Doutorando em Administração (Finanças) pela FEA/USP

### **RESUMO**

Para que as empresas atinjam seu objetivo de maximização da riqueza dos acionistas, seu plano estratégico deve prever os meios para se atingir seu crescimento. Para tanto, no nível corporativo, a empresa define os negócios em que deseja estar e qual os recursos que serão aplicados em cada um deles. Além disso, em cada unidade de negócios são definidas e implementadas estratégias competitivas para assegurar melhor o retorno no longo prazo sobre o investimento feito nela.

Sob esta visão de planejamento estratégico e partindo da premissa que se deve integrar a teoria financeira à perspectiva do planejamento, este trabalho busca analisar as estratégias financeiras adotadas pelas empresas siderúrgicas brasileiras para financiar seu crescimento.

### **PALAVRAS-CHAVE**

Finanças, crescimento sustentável, estratégias competitivas, financiamento.

# **Estratégias de crescimento e estratégias competitivas de mercado**

## **- um estudo sob a ótica do setor siderúrgico brasileiro**

### **INTRODUÇÃO**

O planejamento estratégico é um processo que permite à empresa estabelecer objetivos e metas para todos seus níveis, além de buscar os meios (estratégias) para sua consecução. É um processo iterativo, que envolve uma revisão das características da empresa, bem como das condições do ambiente em que atua.

HAX e MAJLUF (1991) citam vários benefícios do planejamento formal: ajuda a unificar as direções corporativas, introduz uma disciplina no raciocínio de longo-prazo, é um dispositivo educacional e uma oportunidade para interações pessoais e negociações em todos os níveis.

Partindo da premissa que se deve integrar a teoria financeira à perspectiva do planejamento estratégico, este trabalho busca analisar as estratégias financeiras adotadas pelas empresas siderúrgicas brasileiras para sustentar seu crescimento. Começa-se com uma revisão da literatura sobre planejamento estratégico. Depois se apresentam referências sobre como as ferramentas de finanças e de marketing suportam o crescimento da corporação. Em seguida discute-se as variáveis financeiras que condicionam o crescimento e, finalmente, apresenta-se o estudo de empresas siderúrgicas brasileiras.

### **REFERENCIAL TEÓRICO**

#### **Uma visão do processo de planejamento estratégico**

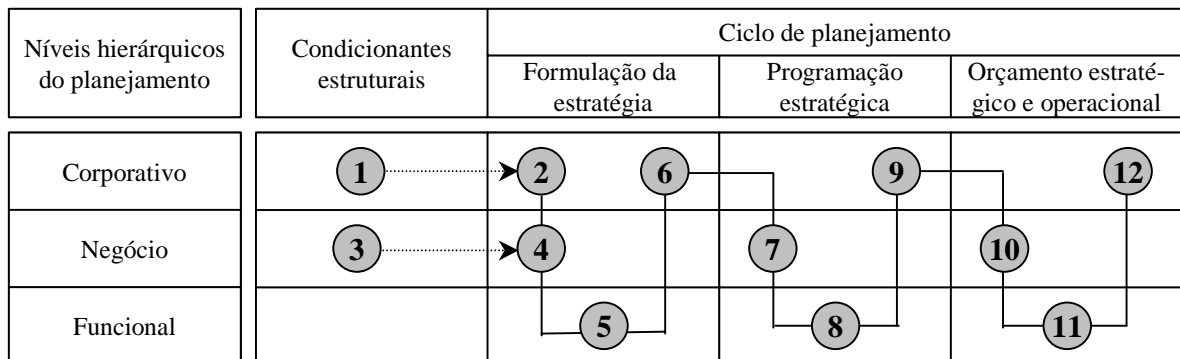
O processo de planejamento das empresas evoluiu conforme as imposições do ambiente. Num primeiro momento, o orçamento e controle financeiro atendiam bem ao ambiente estável. No período após a II Guerra Mundial, o crescimento previsível dos EUA levou as empresas a adotarem o planejamento de longo prazo. Num próximo momento, um menor crescimento econômico levou a um acirramento da competição e à diversificação de

negócios, o que forçou as empresas a adotarem o planejamento estratégico de negócios. Mais tarde, a turbulência ambiental fez surgir o planejamento estratégico corporativo. Recentemente, o aumento da complexidade das organizações gerou o enfoque de administração estratégica, que reforça a necessidade de reagir rapidamente, em tempo real, demandando da empresa uma cultura estratégica, achatada e participativa. Trata-se de um ideal a ser atingido (HAX E MAJLUF: 1984).

O planejamento melhora a segmentação da firma, pois reconhece os vários níveis a serem focados: corporativo, negócio e funcional. Tais níveis de planejamento impõem uma hierarquia de estratégias (GARDNER e THOMAS: 1985)

A empresa deve adaptar esses níveis de planejamento de acordo com sua realidade. Um exemplo elementar é o de uma empresa que está num único negócio - neste caso seria necessário somente o nível corporativo e o funcional para desenvolvimento da estratégia. A figura a seguir ilustra os passos estabelecidos por HAX e MAJLUF (1991) para o processo de planejamento estratégico:

Figura 1: Passos para o processo de planejamento estratégico



FONTE: HAX e MAJLUF (1991)

Sem entrar nos detalhes dos passos em si, que podem ser vistos na obra mencionada, é de interesse deste artigo destacar as três principais fases do planejamento estratégico: formulação da estratégia, programação estratégica e orçamento.

HOFER e SCHENDEL (*apud* GARDNER e THOMAS: 1985) dão uma definição para estratégia fazendo um relacionamento com o conceito de recursos: “Uma estratégia organizacional é um padrão fundamental de alocação de recursos e interações ambientais presentes e futuras que indica como a organização atingirá seus objetivos”.

Esses autores sustentam também que há uma hierarquia de estratégias: (1) corporativa,

(2) de negócio, (3) funcional.

- No nível corporativo, a estratégia define o conjunto de negócios que forma o perfil da organização.
- No nível de negócios, a estratégia foca na definição do modo de competir num setor ou segmento produto/mercado.
- No nível funcional, a estratégia foca na maximização da produtividade dos recursos.

Voltando ao modelo de planejamento de HAX e MAJLUF (1991), na fase de programação estratégica se definem e avaliam os programas de ação ao nível UEN e funcional e então, partir do passo 9, se estabelece a alocação de recursos e os orçamentos.

No nível corporativo, os recursos financeiros são direcionados às UENs, dependendo da decisão de quais desenvolver, manter, explorar o máximo ou desinvestir. Um tópico que este artigo pretende explorar é como o planejamento estratégico e a estrutura de capital de uma empresa se relacionam. Seria a própria estrutura de capital da empresa uma estratégia financeira de nível corporativo a ser definida no planejamento estratégico? Como o crescimento da empresa é afetado por essa decisão?

### **Estratégia de crescimento e estratégia competitiva**

A partir dessa visão hierarquizada do processo de planejamento estratégico, pode-se associar um tipo dominante de estratégia relacionado a cada nível.

- No primeiro nível de decisão, o nível corporativo, o objetivo principal é o crescimento da riqueza do acionista. Portanto, a principal atividade desenvolvida é a alocação dos recursos no portfólio de negócios de modo a obter uma relação ótima entre risco e retorno para o acionista. O crescimento da riqueza do acionista também passa pela seleção de fontes de financiamento adicionais para desenvolver tais negócios.
- No segundo nível de decisão, das unidades de negócio (UN's ou UEN's), os resultados econômicos financeiros somente serão obtidos por meio da geração de valor superior para o cliente. Neste nível aplicam-se as estratégias competitivas, pois diversas empresas competem pela preferência do cliente final.
- O terceiro nível de decisão é representado pelas unidades de decisão funcionais, que implementam ações referentes às estratégias competitivas para atingir os objetivos de crescimento da UN e, com isto, os objetivos de crescimento da corporação.

A figura 2 ilustra as diversas dimensões das estratégias de crescimento e competitiva, relacionando-as aos principais objetivos no nível corporativo e de negócio. Além disso,

mostra quais são as principais decisões financeiras associadas a cada nível. As chamadas “decisões de financiamento” são exploradas na pesquisa empírica deste estudo, com a análise das estratégias de financiamento do setor siderúrgico brasileiro.

Figura 2: Comparação entre as estratégias de crescimento e competitivas

	Objetivo	Estratégias	Dimensões	Decisões estratégicas financeiras
Nível corporativo	<p><b>Criação de valor superior</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Crescimento da riqueza do acionista- valor econômico</li> </ul>	<p><b>Estrgs de crescimento</b> (seleção de negócios)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Público: Acionista</li> <li>•Foco: Mercado de capitais</li> <li>•Escopo: Setores/ indústria</li> <li>•Prazo:Ciclo dos negócios nos setores</li> <li>•Critério: Atratividade (rentabilidade e crescimento dos setores)</li> <li>•Papel do Marketing: Marketing Corporativo</li> </ul>	<p><b>Financiamento do crescimento</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Emissão de ações</li> <li>•Aumento da alavancagem</li> <li>•Retenção de lucro</li> <li>•Aumento da performance operacional</li> </ul>
Nível UN	<p><b>Criação de valor superior</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Crescimento part mercado</li> <li>•Crescimento das vendas</li> <li>•Crescimento dos lucros</li> </ul>	<p><b>Estrgs competitivas</b> (diferenciação,custo, foco)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Público: Cliente</li> <li>•Foco: Competidor</li> <li>•Escopo: Domínio competitivo</li> <li>•Prazo: Ciclo no negócio da UM/ divisão</li> <li>•Critério: Atratividade</li> <li>•Papel do Marketing: Marketing Estratégico</li> </ul>	<p><b>Investimento em produtos/ mercados</b></p>

FONTE: Elaborado pelos autores a partir de TOLEDO (2002)

O quadro 1 ilustra a evolução das estratégias de crescimento e estratégias competitivas, que foi estimulada pela evolução histórica dos próprios mercados. Permite observar que:

*Até a década de 60, as estratégias de crescimento das empresas foram baseadas na existência de um negócio dominante e no aumento das vendas de produtos e/ou busca de novos mercados para esse negócio. Tais estratégias de crescimento foram suportadas por uma estratégia competitiva focada no custo e preço baixo. Nas décadas de 70 e 80 o crescimento das empresas foi fortemente orientado para uma estratégia de diversificação que buscava a redução do risco, muitas vezes em detrimento da rentabilidade global dos negócios. No nível dos negócios e produtos, entretanto, as estratégias competitivas evoluíram para a busca de vantagens competitivas de custo ou na diferenciação e/ou foco de negócios e produtos. Mais recentemente o crescimento das empresas buscou seu alicerce nos seus recursos e competências, sendo que as empresas passaram a se focalizar em seus negócios centrais.* (ANSELMO e TOLEDO: 2003, p.7)

Quadro 1: Evolução das Estratégias de Crescimento e Estratégias Competitivas das Empresas

Período	Estratégias de Crescimento	Estratégias Competitivas
Até década de 60	<p>Crescimento corporativo baseado em um negócio dominante;</p> <p>Crescimento do negócio baseado em: penetração de mercado; desenvolvimento/expansão para novos mercados; desenvolvimento de novos produtos;</p> <p>Crescimento dos produtos baseado na busca de volume de linhas simples.</p>	<p>Integração vertical para redução de custos corporativos;</p> <p>Estratégia do negócio baseado na busca de volume e preço baixo;</p> <p>Produtos pouco diferenciados e de preço baixo.</p>

Quadro 1: Continuação

Período	Estratégias de Crescimento	Estratégias Competitivas
Anos 70 e 80	Crescimento corporativo baseado na diversificação de negócios não relacionados (estratégia de carteiras) e criação de UENs; Crescimento do negócio baseado em: penetração de mercado; desenvolvimento/expansão para novos mercados; desenvolvimento de novos produtos; Crescimento de produtos e mercados via ampliação e diversificação das linhas de produtos.	Redução do risco corporativo pelo investimento em vários negócios; Estratégia do negócio baseada na liderança de custo, diferenciação e/ou foco na indústria; Estratégia de foco e posicionamento dos produtos.
Anos 90 e atual	Crescimento corporativo baseado nos negócios centrais e na diversificação relacionada; Crescimento do negócio baseado em: penetração de mercado; desenvolvimento/expansão para novos mercados; desenvolvimento de novos produtos; Crescimento de produtos e mercados via ampliação e diversificação das linhas de produtos.	Estratégia corporativa baseada nas competências essenciais da corporação; Estratégia do negócio baseada no custo, diferenciação e/ou foco; Estratégia de foco e posicionamento estratégico dos produtos.

FONTE: ANSELMO E TOLEDO (2003, p. 6)

### A matriz de portfólio

Uma ferramenta desenvolvida durante a evolução do pensamento estratégico foi a matriz de portfólio, surgida na fase de transição do planejamento de longo prazo para o planejamento estratégico. Nessa época a principal preocupação era a disponibilidade de caixa para investimentos e foi idealizada originalmente como uma técnica para avaliação de negócios, não produtos. Atualmente, a matriz de portfólio é uma ferramenta utilizada para gerar alternativas estratégicas visando ao crescimento da corporação e para suportar o marketing estratégico na geração de estratégias competitivas (TOLEDO: 2002).

Na prática do planejamento estratégico, tal ferramenta permite:

- Priorizar a alocação de recursos (financeiros e humanos);
- Sintetizar as análises de atratividade *versus* competitividade
- Evidenciar que os centros de lucro, negócios e produtos não são iguais e por isso, há prioridades de investimento.

Veja no quadro 2 uma descrição das classes de negócios segundo a matriz de portfólio e a preocupação com o equilíbrio financeiro embutida nessa ferramenta.

Relacionando a matriz com o crescimento da corporação, pode-se dizer que se um negócio tem um alto potencial de retorno sobre ativos (é uma “estrela”), ele deve receber investimentos até ser transformado numa “vaca leiteira”. Nessa condição, gerará caixa capaz de sustentar outras “estrelas” ou “interrogações”. Em outras palavras, caso haja restrição de fontes de financiamento externas, é o caixa gerado pelas “vacas leiteiras” que financia o

crescimento dos outros negócios.

Quadro 2: Matriz BCG sob a perspectiva de finanças estratégicas

<i>Taxa de crescimento do mercado</i>	<i>Alto</i>	<p><b>Estrelas</b></p> <p>Crescem rápido e usam grande quantidade de caixa para manter a posição, por isso estão mais ou menos em equilíbrio do ponto de vista financeiro. Representam provavelmente as melhores oportunidades de crescimento e investimento disponíveis para a empresa.</p> <p>Grandes retornos serão obtidos se a participação for mantida de modo que se transforme numa vaca leiteira.</p>	<p><b>Interrogações</b></p> <p>Têm a pior geração de caixa de todos. Seus requerimentos de caixa são elevados devido ao seu crescimento, mas sua geração de caixa é pequena devido à sua pequena participação.</p> <p>Dependendo do crescimento do mercado e do gerenciamento, pode tornar-se uma estrela ou um abacaxi. Há duas alternativas estratégicas para este produto: 1) fazer todos os investimentos necessários para ganhar participação e transformá-lo numa estrela ou 2) Desinvestimento</p>
	<i>Baixo</i>	<p><b>Vacas leiteiras</b></p> <p>Deve possuir uma posição de mercado bem estabelecida e baixos custos.</p> <p>Então lucros e geração de caixa devem ser altos e, devido ao baixo crescimento, o reinvestimento deve ser leve, gerando sobras de caixa.</p> <p>Paga juros, dividendos e <i>overheads</i> e provê caixa para investimento em outros negócios do portfólio.</p>	<p><b>Abacaxis</b></p> <p>Sua baixa posição competitiva os condena a baixos lucros. Devido ao baixo crescimento, há pouco potencial para ganhar suficiente participação para conseguir uma posição de custo viável.</p> <p>Os gastos para manter o negócio freqüentemente superam o caixa gerado. O negócio torna-se então uma armadilha financeira.</p>
		<i>Alto</i>	<i>Baixo</i>
		<i>Posição competitiva relativa</i>	

FONTE: HEDLEY, in WEITZ (1984)

A seguir, revisa-se como o uso das ferramentas de marketing e de finanças pode contribuir para o crescimento da corporação e competitividade das unidades de negócio.

### O crescimento sob a óptica financeira

Segundo HIGGINS (1995), nem sempre crescimento é uma benção do ponto de vista financeiro. Um crescimento rápido pode desequilibrar a empresa e, sem controle adequado, levá-la à falência. Portanto, o crescimento não é algo que deva necessariamente ser maximizado, pelo menos no curto prazo. É necessário buscar um crescimento sustentável.

Uma empresa pode sustentar seu crescimento através de um aumento de capital. Entretanto, nem sempre os sócios podem contribuir tal aumento, e nem sempre a empresa pode ou deseja emitir ações. Como então crescer, aproveitando ao máximo a oportunidade de mercado?



A seguir, utilizando as definições MILLER E MODIGLIANI (1961), combinado com as questões propostas por HAX e MAJLUF (1991), destacaremos os fatores financeiros que condicionam o crescimento.

Pela definição o retorno sobre o patrimônio líquido **ROE** é o lucro líquido ao final do período (**LL**) dividido pelo patrimônio líquido médio empregado no período (**E**). Usando as notações **LAJIR** para o lucro antes das despesas financeiras e impostos sobre o lucro, **D** para o endividamento médio do período, **t** para a alíquota de impostos sobre o lucro, **J** para os juros ou despesas financeiras e  $k_D = J / D$  como o custo do capital de terceiros, podemos escrever o retorno operacional como:

$$ROA = \frac{LAJIR(1-t)}{D+E} = \frac{LL+J(1-t)}{D+E}$$

Substituindo-se a definição  $LL = ROE * E$  na equação acima, obtém-se:

$$ROE = \frac{ROA(D+E) - J(1-t)}{E} = ROA + \frac{D}{E}(ROA - k_D(1-t)) \quad (0.1)$$

A empresa deverá observar a relação  $\frac{LAJIR}{D+E} \geq k_D$  para que com isso mantenha ou aumente o seu **ROE** ao se endividar (esta restrição pode ser demonstrada aplicando-se a definição diretamente sobre a demonstração de resultados da empresa). Multiplicando-se ambos os lados da desigualdade por  $(1-t)$  chega-se a:

$$ROA = \frac{LAJIR(1-t)}{D+E} \geq k_D(1-t) \quad (0.2)$$

Assumindo que as empresas analisadas tenham  $E > 0$  e que as dívidas por definição sejam  $D \geq 0$ , teremos  $\frac{D}{E} \geq 0$ . Aplicando essa relação em (0.1) pode-se concluir que  $ROE \geq ROA$ . Incluindo a relação (0.2) conclui-se que:

$$ROE \geq ROA \geq k_D(1-t) \quad (0.3)$$

Para estudarmos o crescimento **g** precisaremos definir **r** como o percentual de capital retido e assumir que  $0 \leq g < ROE$  e  $0 \leq r < 1$ . Assim pode-se deduzir a seguinte relação a partir da definição de ROE:

$$E = \frac{LL}{ROE} \leq \frac{LL(1-r)}{ROE - g}$$

$$ROE - g \leq \frac{LL(1-r)}{E} = ROE(1-r)$$

$$g \geq ROE - ROE(1-r) = r * ROE$$

Para o ROA pode-se fazer passagem semelhante:

$$(D + E) = \frac{LAJIR(1-t)}{ROA} \leq \frac{LAJIR(1-t)(1-r)}{ROA - g}$$

$$ROA - g \leq \frac{LAJIR(1-t)(1-r)}{(D + E)} = ROA(1-r)$$

$g \geq r * ROA$  e portanto:

$$g \geq r * ROE \geq r * ROA \quad (0.4)$$

Substituindo-se (0.1) em (0.4) encontramos a relação proposta por HAX e MAJLUF (1991):

$$g \geq r * \left( ROA + \frac{D}{E} (ROA - k_D (1-t)) \right) \quad (0.5)$$

Esse crescimento do lucro líquido ( $g = \Delta LL\%$ ) pode ser transformado em crescimento das receitas ( $\Delta RB\%$ ) através do uso do grau de alavancagem total da empresa:

$$GAT = \frac{\Delta LL\%}{\Delta RB\%} \quad (0.6)$$

Combinando essa definição com a relação (0.4) obtém-se:

$$g = \Delta LL\% = \Delta RB\% * GAT \geq r * ROE \quad (0.7)$$

A relação acima, que aparece de forma similar em ZAKON e HENDERSON (1968) demonstra os fatores que determinam o crescimento da empresa. É também chamada de fórmula do crescimento sustentável, pois o crescimento “g” é o único crescimento em vendas consistente com valores estáveis dos demais índices. MILLER e MODIGLIANI (1961, p. 423) também associaram o crescimento dos lucros com o crescimento dos dividendos e conseqüentemente com o valor da empresa para os proprietários. MILLER e MODIGLIANI (1961, p. 429) concluem que existem três vias de crescimento para uma empresa que não deseja ou não é capaz de aumentar o capital:

*Aumento da alavancagem financeira (D/E)*

ZAKON e HENDERSON (1968) chamam de “miopia financeira” quando uma corporação deixa de investir em iniciativas que, descontados os riscos, retornam mais

que o custo marginal dos fundos. Observando-se a fórmula acima, pode-se notar que o crescimento pode ser através do aumento do endividamento (D/E), desde que a taxa de retorno sobre ativos seja maior que o custo da dívida.. Esse recurso de aumento da alavancagem financeira está disponível para empresas lucrativas que ainda não perceberam que podem tomar proveito de sua capacidade de endividamento. Obviamente, há limites para o uso desse recurso, uma vez que isso aumenta o risco da empresa e, por isso, próprios credores limitam altas alavancagens. Destacando que MODIGLIANI e MILLER (1958) demonstraram a independência entre as decisões de financiamento e investimento, associadas ao valor da empresa.

#### *Aumento da porcentagem de lucros retidos (r)*

Se a empresa possui oportunidades de investimentos com retornos atrativos, os acionistas podem postergar a retirada de dividendos, em troca de dividendos mais altos no futuro (HIGGINS, 1995:136). LINTNER (1964, p. 61) mostra que pode existir um ponto ótimo de crescimento definido pela decisão de distribuição de dividendos baseado na taxa marginal de retorno sobre o patrimônio líquida gerada. Como o complemento dos lucros retidos  $(1-r)$  é a taxa de pagamento de dividendos, e conforme LINTNER (1972, p. 265) adiciona à proposição de MODIGLIANI e MILLER (1958), essa decisão deverá levar em consideração possíveis mudanças no risco da empresa medido como a variância de seus lucros.

#### *Ajustes operacionais para aumento do retorno sobre ativos (ROA)*

Neste caso, marketing pode contribuir buscando possibilidades de maior margem de lucro a partir da mesma quantidade de ativos, por exemplo, aumentando a receita das vendas com ajustes de preço.

Também é possível o incremento do ROA através da redução da diversificação, pois as empresas têm recursos limitados e, por isso, não podem ser competidores importantes num grande número de produto mercados simultaneamente. A empresa pode melhorar seu uso dos ativos, por exemplo, vendendo negócios marginais (HIGGINS: 1995, p.137).

Ainda outra forma de aumentar a taxa de crescimento sustentável é reduzir a integração vertical da empresa, buscando mais fontes externas, ao invés de fazer internamente (HIGGINS: 1995, p.138).

Note que o lucro retido ao final do período transforma-se em capital próprio e,

portanto, permite que a empresa aumente o montante de sua dívida para o próximo período, de modo a manter a proporção entre capital de terceiros e capital próprio (D/E). Com isso, a empresa continua a crescer.

A necessidade de manter um equilíbrio entre negócios geradores de caixa e negócios que demandam investimentos para crescer é bem explicitada pela matriz de portfólio, para aquelas corporações que não desejam ou não podem obter financiamento externo.

## **PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

### **Questões de pesquisa**

As perguntas que a pesquisa empírica busca responder são basicamente as seguintes:

- Que estratégias financeiras parecem adotar as empresas pesquisadas para sustentar seu crescimento?
- Existem diferenças marcantes entre as estratégias das empresas desse setor?

Na busca das respostas, foi feita uma análise dos dados de balanço das empresas do setor de transformação de aço negociadas na bolsa de valores de São Paulo BOVESPA: Acesita, Aço Altona, Aços Villares, Belgo Mineira, Confab, Cosipa, Gerdau, Sid Nacional, Sid Tubarao e Usiminas. Para evitar as distorções inflacionárias do período anterior ao real utilizou-se dados do primeiro trimestre de 1996 ao quarto trimestre de 2003 e adicionalmente se corrigiu os números utilizando-se o índice IPCA do IBGE.

### **Definição operacional**

A pesquisa empírica considera também o crescimento do total de ativos, pois conforme (GUP: 1980, p.162) esses constituem os recursos disponíveis para o negócio na geração de valor para seu mercado.

### **Variáveis estudadas**

Foram avaliadas as seguintes variáveis para cada empresa:

- Taxa de crescimento dos lucros, das receitas e dos ativos
- Valor total de ações subscritas a cada período
- Variação no grau de alavancagem financeira
- Variação do ROA
- Variação da taxa de retenção de lucros

## RESULTADOS E ANÁLISE

O período de análise foi dividido em duas partes iguais, uma de 1996 a 1999 e a outra de 2000 a 2003. O quadro 3 permite observar e comparar o comportamento das principais variáveis nos dois referidos períodos.

Quadro 3: Lucro – Receita - Ativos

(R\$ mil)	Lucro Líquido Médio			Receita Média			Ativo Total		
	1996-1999	2000-2003	Δ%	1996-1999	2000-2003	Δ%	1996-1999	2000-2003	Δ%
ACESITA	(385.749)	(143.067)		1.024.101	1.968.546	92%	17.902.191	19.053.469	6%
ALTONA	(12.251)	(10.346)		37.302	51.242	37%	210.391	169.812	-19%
VILLARES	(260.431)	35.535		613.954	844.479	38%	4.902.939	3.871.810	-21%
BELGO	40.720	502.739	1135%	836.588	1.666.588	99%	12.307.775	17.056.074	39%
CONFAB	60.800	79.445	31%	237.002	913.536	285%	2.469.528	3.701.444	50%
COSIPA	(282.396)	(160.298)	-43%	1.969.711	2.775.877	41%	26.378.936	29.206.364	11%
GERDAU	298.175	819.577	175%	2.486.439	4.422.037	78%	15.921.489	26.849.411	69%
CSN	599.419	852.026	42%	3.951.290	5.158.510	31%	52.525.336	79.346.079	51%
CST	(17.448)	302.251		1.670.982	3.008.718	80%	31.897.400	34.371.188	8%
USIMINAS	507.141	388.999	-23%	2.796.530	4.134.753	48%	35.056.871	43.281.987	23%
<b>TOTAL</b>	<b>547.980</b>	<b>2.666.859</b>	<b>387%</b>	<b>15.623.898</b>	<b>24.944.285</b>	<b>60%</b>	<b>199.572.857</b>	<b>256.907.637</b>	<b>29%</b>

Nesse caso é importante ressaltar que somente algumas empresas apresentaram lucros médios positivos em ambos os períodos. Das que tiveram o crescimento dos lucros apenas algumas o fizeram através de um correspondente aumento nas vendas, e dessas precisamos destacar as análises.

Quadro 4: Resumo aspectos endividamento

(R\$ mil)	Endividamento			Custo da dívida (% ano)			Alavancagem (D/E)		
	1996-1999	2000-2003	Δ%	1996-1999	2000-2003	Δ%	1996-1999	2000-2003	Δ%
ACESITA	5.270.831	7.428.329	41%	19,59%	16,56%	-15%	0,66	1,32	99%
ALTONA	24.269	130.759	439%		35,66%				
VILLARES	1.232.562	2.281.466	85%	32,40%	14,01%	-57%	0,66	6,74	916%
BELGO	971.658	2.983.739	207%	32,50%	5,69%	-83%	0,10	0,28	173%
CONFAB	293.225	443.640	51%		19,96%		0,18	0,24	37%
COSIPA	7.949.427	12.755.607	60%	19,94%	29,23%	47%	0,74	1,71	131%
GERDAU	3.941.034	7.711.475	96%	24,56%	25,65%	4%	0,40	0,55	37%
CSN	14.503.952	35.047.661	142%	2,90%	7,52%	159%	0,47	1,24	163%
CST	5.638.522	9.305.756	65%	21,14%	19,40%	-8%	0,27	0,49	80%
USIMINAS	8.189.315	18.199.398	122%	20,35%	17,32%	-15%	0,42	1,08	155%
<b>TOTAL</b>	<b>48.014.794</b>	<b>96.287.830</b>	<b>101%</b>	<b>173,38%</b>	<b>190,99%</b>	<b>10%</b>	<b>0,44</b>	<b>1,52</b>	<b>249%</b>

Observa-se que algumas empresas que apresentaram problemas com os resultados no primeiro período, com despesas financeiras muito elevadas, depois passaram por uma reestruturação. Outros possuem custos de dívida muito abaixo dos padrões do mercado e distante da média brasileira.

Quadro 5: PL - ROA - ROE

(R\$ mil)	Patrimônio Líquido			Retorno Operacional (ROA)			Retorno sobre PL (ROE)		
	1996-1999	2000-2003	Δ%	1996-1999	2000-2003	Δ%	1996-1999	2000-2003	Δ%
ACESITA	7.947.364	5.618.806	-29%	0,16%	1,71%	948%	-4,85%	-2,55%	
ALTONA	(171.918)	(270.258)		-0,65%	2,92%				
VILLARES	1.857.957	338.491	-82%	0,49%	2,15%	343%	-14,02%	10,50%	
BELGO	9.310.460	10.477.732	13%	0,72%	2,21%	209%	0,44%	4,80%	997%
CONFAB	1.650.036	1.826.023	11%	0,33%	2,38%	614%	3,68%	4,35%	18%
COSIPA	10.754.208	7.463.416	-31%	0,54%	2,34%	336%	-2,63%	-2,15%	
GERDAU	9.887.423	14.101.238	43%	2,31%	3,43%	49%	3,02%	5,81%	93%
CSN	30.686.944	28.204.310	-8%	1,59%	1,81%	14%	1,95%	3,02%	55%
CST	20.519.285	18.820.000	-8%	0,71%	1,55%	117%	-0,09%	1,61%	
USIMINAS	19.290.280	16.824.846	-13%	0,92%	2,72%	194%	2,63%	2,31%	-12%
<b>TOTAL</b>	<b>111.732.039</b>	<b>103.404.603</b>	<b>-7%</b>	<b>7,12%</b>	<b>23,22%</b>	<b>226%</b>	<b>-9,86%</b>	<b>27,70%</b>	

O resumo das aparentes estratégias de financiamento adotadas de 1996 a 1999 das empresas pesquisadas para suportar seu crescimento no período de 2000 a 2003 pode ser encontrado no quadro 6

Quadro 6: Resumo estratégias aparentes de financiamento

R\$ mil	a. Aumento (redução) do capital social	b. Aumento (redução) dos lucros retidos	c. Aumento (redução) do endividamento	d. Aumento (redução) da perf. operacional	Financ. Total (a+b+c+d)
ACESITA	(3.093.449)	(1.144.199)	2.157.498	1.237.696	-842.454
ALTONA	(17.921)	(80.420)	106.490	25.286	33.435
VILLARES	(391.872)	(455.433)	1.048.905	337.650	539.250
BELGO	564.797	371.121	2.012.081	1.286.731	4.234.730
CONFAB	(159.027)	(150.928)	150.415	403.216	243.676
COSIPA	(15.015.348)	12.152.349	4.806.180	1.948.943	3.892.124
GERDAU	(295.942)	528.306	3.770.441	2.463.107	6.465.912
CSN	(2.297.745)	37.478	20.543.709	3.308.903	21.592.345
CST	(3.799.581)	493.277	3.667.234	1.517.487	1.878.417
USIMINAS	(2.210.412)	840.769	10.010.084	2.781.846	11.422.287
<b>TOTAL</b>	<b>(26.716.501)</b>	<b>12.592.320</b>	<b>48.273.036</b>	<b>15.310.865</b>	<b>49.459.720</b>

## CONCLUSÕES

O aumento da dívida parece ter sido a principal estratégia adotada pelas empresas para financiamento do crescimento no período de 2000 a 2003

- O aumento da dívida parece ter sido uma estratégia ativa e não uma mera consequência da desvalorização cambial em 99, que aumentou a dívida das empresas com passivos em dólar. De fato, o aumento da dívida devido à desvalorização cambial de 1999 é estimada em R\$ 6,6 bi para o setor.
- A busca da dívida como principal fonte de financiamento pode indicar uma frustração quanto ao mercado brasileiro de capitais.
- O índice de alavancagem (D/E) passou de 0,44 para 1,52 nos dois períodos avaliados. Enquanto nos EU, aquele índice é de 0,41 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) . Isso pode significar temporariamente um esgotamento desta estratégia para as empresas brasileiras do setor.

A Confab se diferencia das outras empresas por ter conseguido um aumento da performance operacional para financiar-se. Isso parece ter sido apreciado pelo mercado, que valorizou suas ações em cerca de 51% no período de 1996 a 2003, enquanto a média de valorização do setor foi de 32%. Essa constatação abre uma possibilidade de extensão deste trabalho, a saber, aprofundar-se no estudo da relação entre performance operacional da empresa e sua valorização em bolsa.

Uma limitação deste trabalho é o não relacionamento entre as estratégias financeiras adotadas pelas empresas e suas estratégias competitivas, ou seja, como elas investiram o dinheiro obtido para desenvolverem vantagem competitiva.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANSELMO, E.; TOLEDO, G.L. Marketing Estratégico: Estratégias de crescimento e competitiva - Um estudo de caso sobre a evolução dos conceitos em uma empresa metalúrgica. VI SEMEAD – Seminários em Administração da FEA/USP, 2003.
- GARDNER, D., THOMAS, H., *Strategic Marketing and Management*, John Wiley & Sons, 1985.
- HAX, A., MAJLUF, N.S. *Strategic Management: An Integrative Perspective*, Cap.: 1-5, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, N. Jersey, 1984.
- HAX, A., MAJLUF, N.S. *The Strategy Concept and Process: A Pragmatic Approach*. Prentice Hall, International Editions, Englewood Cliffs, N. Jersey, 1991.
- HIGGINS, R.C. Analysis for Financial Management, 4 ed., Richard D. Irwin, Chicago, 1995.
- LAMBIN, J.J. *Marketing Estratégico*, 3. ed, McGraw Hill, Madrid, 1995.
- LINTNER, John. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, Aug. 1962, vol. 44, pp. 243-269.
- LINTNER, John. Optimal dividends and corporate growth under uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, Feb. 1964, vol. 78, pp. 49-95.
- MILLER, Merton; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, Oct 1961, vol. 34, pp. 411-433.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, Jun. 1958, pp. 261-297.
- TOLEDO, G.L. *Documentação interna, disciplina EAD 860 – Marketing Estratégico*, FEA USP, São Paulo, 2002.
- ZAKON, A.J., HENDERSON, B.D. *Financyl Myopia*. California Management Review. V. XI. N. 2, Winter, 1968.
- WEITZ, B.A. *Strategic Marketing*, Kent Publishing, Boston, Massachusetts, 1984.