



Universidade Estadual Paulista Julio de Mesquita Filho
Faculdade de Ciências e Letras- Departamento de Economia

**Estudo Comparativo do Desempenho Empresarial no Brasil e na China no
período de 2005-2009: uma análise de empresas de capital aberto do setor
de Siderurgia.**

Aluna: Melisa Serafim

Orientador: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande

Banca Examinadora: Prof. Dr. André Luiz Correa

Araraquara, junho de 2011.

FACULDADE DE CIÊNCIAS E LETRAS – CAMPUS DE ARARAQUARA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**Estudo Comparativo do Desempenho Empresarial no Brasil e na China no
período de 2005-2009: uma análise de empresas de capital aberto do setor
de Siderurgia.**

Melisa Serafim

Monografia apresentada à Universidade Estadual
Paulista como exigência para Conclusão do curso
de Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências
e Letras.

Orientador: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande
Banca examinadora: Prof. Dr. André Luiz Correa

Araraquara, junho de 2011.

*Aos meus pais, que me ensinaram
a seguir o caminho correto na vida
e a quem serei eternamente grata.*

Agradecimentos

Agradeço em primeiro lugar aos meus pais, que são os responsáveis por todos os meus méritos, pois sempre deram o melhor de si, de forma incondicional, para que eu pudesse transmitir aos outros o melhor de mim.

Agradeço ao meu namorado, amigo e companheiro Marcelo, por todo apoio, amor e dedicação, por me admirar e me fazer confiante e otimista com o futuro.

Agradeço aos amigos que em minha cidade deixei, aos novos amigos que cultivei, aos que eu talvez não mais verei, mas que de uma forma ou outra sempre estarão presentes.

Por fim, agradeço ao meu orientador, aos professores e aos funcionários dessa instituição, que sempre foram muito prestativos e com certeza deixarão saudades.

RESUMO

A teoria em finanças tem evoluído cada vez mais aproximando a teoria financeira às práticas reais adotadas nas empresas e nos mercados financeiros. A partir de Modigliani e Miller, que contribuíram para o ramo das finanças com a teoria da Irrelevância Financeira, o caminho se abriu para uma série de debates a cerca da importância das variáveis financeiras na determinação do valor da empresa. Foram levantados questionamentos a respeito da perfeição dos mercados e apresentado argumentos como a assimetria de informações, os custos de agência, a restrição financeira e outras implicações à teoria do investimento. Atualmente o que se sabe é que o fator investimento está altamente ligado às finanças e, portanto, relaciona-se com os meios de financiamento presentes no mercado e com a organização interna e financeira das firmas, esse ramo de estudo recebe o nome de Finanças Corporativas. Diante da teoria financeira, o objetivo é analisar a indústria siderúrgica de duas economias atualmente em destaque, Brasil e China através da análise econômico-financeira de quatro empresas de capital aberto do setor: Gerdau, Usiminas, Baosteel e Masteel. Cabe destacar que a indústria siderúrgica é base para outras indústrias, como construção civil, automóveis, máquinas, entre outros e, por isso, é tida como sinalizadora do desenvolvimento econômico de um país, assim também, o Brasil e a China são caracterizados como grandes potenciais emergentes e fontes de atração de investimentos internacionais.

PALAVRAS - CHAVES;

Investimento, Finanças Corporativas, Siderurgia, Análise Financeira.

Sumário

1. Introdução	6
2. Decisões de Investimento versus Financiamento: dilemas e contribuições.....	8
2.1. <i>Finanças Corporativas, uma breve análise</i>	<i>14</i>
3. O Brasil, a China e a Siderurgia	20
3.1. <i>Gerdau</i>	<i>28</i>
3.2. <i>Usiminas</i>	<i>30</i>
3.3. <i>Baosteel.....</i>	<i>32</i>
3.4. <i>Masteel.....</i>	<i>33</i>
4. Desempenho Empresarial: Gerdau, Usiminas, Baosteel, Masteel, de 2005 a 2009.....	35
4.1 <i>Metodologia</i>	<i>35</i>
4.1.1. <i>Liquidez Corrente e Liquidez Geral</i>	<i>35</i>
4.1.2. <i>Indicadores de Endividamento e Estrutura</i>	<i>36</i>
4.1.3. <i>Indicadores de Rentabilidade.....</i>	<i>36</i>
4.1.4. <i>Alavancagem Financeira</i>	<i>37</i>
4.1.5. <i>Alavancagem Operacional.....</i>	<i>38</i>
4.2. <i>Gerdau</i>	<i>38</i>
4.2.1. <i>Relatórios Anuais</i>	<i>38</i>
4.2.2. <i>Evolução Patrimonial</i>	<i>41</i>
4.2.3. <i>Análise dos Indicadores.....</i>	<i>43</i>
4.2.4. <i>Análise do Fluxo de Caixa.....</i>	<i>45</i>
4.3. <i>Usiminas</i>	<i>47</i>
4.3.1. <i>Relatórios Anuais</i>	<i>47</i>
4.3.2. <i>Evolução Patrimonial</i>	<i>49</i>
4.3.3. <i>Análise dos Indicadores.....</i>	<i>51</i>
4.3.4. <i>Análise do Fluxo de Caixa.....</i>	<i>53</i>
4.4. <i>Baosteel.....</i>	<i>54</i>
4.4.1. <i>Relatórios Anuais</i>	<i>54</i>
4.4.2. <i>Evolução Patrimonial</i>	<i>55</i>
4.4.3. <i>Análise dos Indicadores.....</i>	<i>57</i>
4.4.4. <i>Análise de Fluxo de Caixa.....</i>	<i>59</i>
4.5. <i>Masteel.....</i>	<i>60</i>
4.5.1. <i>Relatórios Anuais</i>	<i>60</i>
4.5.2. <i>Evolução Patrimonial</i>	<i>62</i>
4.5.3. <i>Análise dos Indicadores.....</i>	<i>63</i>
4.5.4. <i>Análise do Fluxo de Caixa.....</i>	<i>65</i>
5. Conclusões a cerca do desempenho das empresas	68
6. Considerações finais	70
7. Referências Bibliográficas	72

1. Introdução

As decisões empresariais de investimento estão altamente relacionadas com o acesso aos meios de financiamento presentes no mercado, bem como a organização interna financeira das firmas. Baseiam-se na escolha das melhores ofertas de recursos e as melhores proporções entre capital próprio e capital de terceiros, de forma que a empresa possa dispor de fundos com reduzidos custos em relação ao retorno esperado e que tenha capacidade de honrar dívidas.

A organização interna financeira das firmas é muito relevante para decisões de investimento e para o fácil acesso aos financiamentos. Empresas que possuem uma relação mais transparente com os mercados financeiros possuem maior facilidade em obter recursos externos. Fatores como imperfeição dos mercados financeiros, o que inclui assimetrias de informação, são muitas vezes responsáveis por restrições ao crédito, custos de agência e por problemas como risco moral e seleção adversa. Em razão disso, as variáveis financeiras internas das firmas, como a liquidez, rentabilidade, crescimento das vendas, participação de mercado e outras passaram a ocupar um papel fundamental na decisão de investir.

Paralelo a esses conceitos, a indústria siderúrgica possui grande papel para o desenvolvimento econômico de um país, uma vez que é a base para a construção civil, setor automotivo, de máquinas e equipamentos, de bens de capital dentre outros. Assim também, O Brasil e a China são países que ganhado foco no cenário econômico mundial dos últimos anos. Integram juntamente com a Índia e a Rússia, o chamado BRIC's, um grupo de países que tem apresentado um crescimento significativo nos últimos anos e são fontes de atração de investimentos. O mercado mundial do aço atualmente tem se caracterizado pelo alto crescimento do mercado chinês, pela formação de grandes grupos internacionais que visam obter maiores escalas produtivas e sinergias operacionais, pela consolidação do setor e pela distribuição internacional da produção.

Tendo como referência o exposto acima, o trabalho se dividirá em três capítulos: o primeiro discutirá historicamente as diferentes correntes teóricas do investimento, base para discussão a respeito das decisões empresariais de investimento. O segundo dará uma visão geral do setor siderúrgico recente no Brasil e na China e apresentará as empresas analisadas no capítulo seguinte. O terceiro capítulo analisará o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras, Gerdau e Usiminas, e das chinesas, Baosteel e Masteel, por meio da utilização de indicadores econômicos e financeiros. Através dessas análises, serão dadas as

conclusões finais, visando comparar o desempenho das empresas brasileiras e chinesas do setor de siderurgia e procurando entender se houve comportamentos estratégicos similares ou não entre as empresas dos dois países.

2. Decisões de Investimento versus Financiamento: dilemas e contribuições

As decisões de investimento envolvem a forma de financiamento e as melhores proporções entre capital próprio e capital de terceiros, de forma que a empresa possa dispor de fundos com reduzidos custos em relação ao retorno esperado e ainda tenha capacidade de honrar dívidas. A questão a cerca das decisões de investimento pertencem a um longo debate na teoria econômica. Hoje o que parece consenso é que elas estão altamente relacionadas com o acesso aos meios de financiamento presentes no mercado, bem como a organização interna financeira das firmas. Entretanto, os estudos na área financeira ainda não ofereceram uma fórmula perfeita para a composição de capitais ideais para os investimentos de uma firma.

Esse tema tornou-se mais ativo com as publicações de Modigliani e Miller em 1958 e 1963, em que os autores propuseram uma teoria que foi de encontro com o que até então tinha sido publicado sobre estrutura de financiamento. E a partir deles, o campo se abriu para novos debates e correntes teóricas. De acordo com Modigliani e Miller, o valor de mercado de uma empresa depende somente do valor presente das expectativas de retorno futuro, ou seja, é independente da estrutura de capital (próprio ou de terceiros). Diante disso, analisaremos as proposições de Modigliani e Miller e as novas teorias que abrangem a assimetria de informações e por consequência as restrições financeiras impostas às empresas.

Vale destacar inicialmente que Modigliani e Miller impuseram algumas condições ao elaborar sua teoria, admitiram que os mercados são perfeitos e que, portanto, a informação circula de igual maneira tanto para os tomadores de empréstimos quanto para os financistas. Além disso, não incorporaram os custos de transação, assim como as taxas e impostos presentes nas operações financeiras e ignoraram a possibilidade de inadimplência e falência das empresas. Esses fatos, posteriormente, serão alvo de críticas por uma nova corrente de pensamento, os novos-keynesianos.

Modigliani e Miller chegaram a três proposições. A primeira, já mencionada anteriormente, refere-se ao valor de mercado de uma empresa, que segundo eles, independe da estrutura de capital e é dada pelo retorno esperado a uma taxa apropriada a sua classe de risco. De forma mais exemplificada pode ser definida da seguinte forma:

“ O valor de uma empresa alavancada deveria ser igual ao de uma empresa não alavancada. Se assim não fosse, sempre seria possível ao investidor obter ganhos livres de risco (arbitragem), vendendo os títulos da empresa supervalorizada e comprando os títulos da empresa subvalorizada,

sendo que o efeito agregado da oferta e da demanda acabaria por equalizar os valores das duas empresas.” (SAITO;TERRA;SILVA;SILVEIRA; pg. 64, 2008).

Em outras palavras, as fontes para o investimento são irrelevantes na determinação do valor da firma. Por essa razão, a teoria de Modigliani e Miller também ficou conhecida como Teoria da Irrelevância Financeira. A segunda proposição de Modigliani e Miller afirma que o retorno esperado de uma ação é igual à taxa de desconto utilizada por uma empresa financiada apenas com capital próprio, ou seja, sem dívidas, acrescido de um prêmio pelo risco financeiro, através dessa proposição Modigliani e Miller mostram que qualquer aumento da alavancagem financeira, por meio de um maior endividamento, acarreta num risco maior para os acionistas da empresa. Na terceira proposição os autores defendem que a empresa só deve aceitar projetos de investimento que afirmam um retorno esperado igual ou superior ao seu custo de capital, independente de como ele será financiado. Assim, percebe-se uma completa separação entre as decisões de investimento e financiamento. Evidenciando que, segundo eles, as decisões de investimento alicerçam-se apenas nas variáveis reais da economia, sendo as variáveis financeiras dispensáveis.

Em um trabalho posterior, Modigliani e Miller reconhecem a existência de impostos sobre as decisões financeiras da empresa e que esses impostos favorecem a dívida em relação ao capital próprio. Segundo eles, a alavancagem financeira age de forma favorável e permite que se eleve o valor da empresa, isso porque ao elevar o endividamento da empresa o custo total de capital é reduzido. Essa redução ocorre em decorrência do benefício fiscal presente no cálculo do imposto de renda para pessoas jurídicas. Assim, o valor de uma empresa com dívidas é igual ao valor da empresa financiada integralmente com capital próprio acrescida dos ganhos produzidos com a economia de imposto de renda.

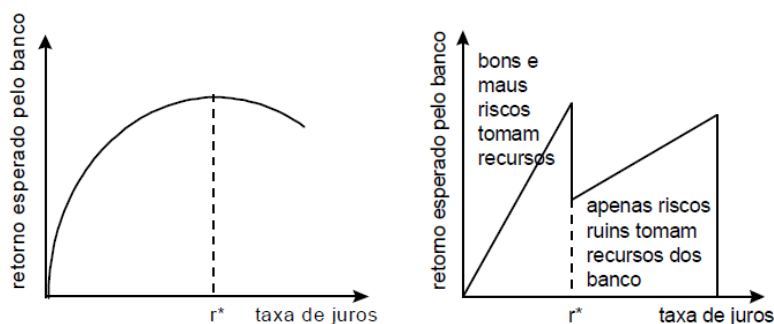
Posteriormente às publicações de Modigliani e Miller, surgiu uma série de críticas nas décadas de 1960, 1970, 1980 a respeito da não perfeição dos mercados, guiadas principalmente pelos chamados novos-keynesianos que começam a ganhar destaque no meio acadêmico. A hipótese de que os mercados são perfeitos dão lugar, posteriormente a década de 1980, a novas idéias em que se incorpora ao contexto a assimetria de informações. A assimetria de informações pode ser definida como a vantagem ou desvantagem que alguns agentes possuem em relação aos outros em termos de informações, e é a partir dessa linha de pensamento que a organização dos mercados financeiros passa a ser vista como importante para influenciar as variáveis reais da economia.

Nessa linha de pensamento novo-keynesiano, Stiglitz desempenhou grande papel e contribuiu para o entendimento das relações entre investimento e financiamento das empresas. Suas primeiras publicações sobre finanças revelaram sua primeira contradição em relação à teoria de Modigliani e Miller que foi fundamentada na questão falência de empresas. Para Stiglitz (1969), a possibilidade de falência não é nula e os resultados encontrados por Modigliani e Miller só seriam válidos sobre condições bastante restritivas, como a existência de diversas classes de risco. Ainda na questão falência, Stiglitz (1972) demonstra que, diante da possibilidade dela, surgem conflitos de interesses entre acionistas e credores, com isso o valor de mercado da empresa passa a depender, portanto, das políticas financeiras.

Posteriormente, na década de 1980, o artigo de Grossman e Stiglitz (1980) destaca a ocorrência de um trade – off entre os incentivos para obtenção de informações e a eficiência com que os mercados se propagam. De acordo com eles, o preço das ações não podem refletir perfeitamente as informações disponíveis, os custos de arbitragem e de informação incentivam alguns *traders* na busca por informação, uma vez que o lucro se dá justamente por esta vantagem informacional que alguns agentes têm sobre outros.

No entanto, essa corrente de pensamento vai ganhar destaque com o artigo de Stiglitz e Weiss (1981) em que se trata a questão de que o crédito bancário é racionado devido a problemas de assimetria de informações. Os bancos não conseguem distinguir bons de maus pagadores, isso porque não possuem informações completas sobre os projetos de investimentos das empresas, assim como de seus governantes, e devido a isso não conseguem mensurar adequadamente o risco envolvido, assim, elevam as taxas de juros cobradas e racionam o crédito.¹ No entanto, ao elevarem as taxas de juros os bancos estariam expostos a contratempos como seleção adversa e risco moral, ou seja, os bons clientes não aceitariam as altas taxas cobradas e reduziriam seus empréstimos, permanecendo apenas aqueles que

¹ Os bancos recusam oferecer empréstimos a uma taxa de juros superior à fixada r^* , pois se assim fosse estariam se colocando numa situação de maior risco, o que levaria a um retorno esperado menor – vide gráficos:



aceitariam maiores riscos, por outro lado, haveria também um incentivo aos projetos com maior rentabilidade esperada, provavelmente esses projetos estariam entre os mais arriscados. Estendendo essa questão ao mercado de ações, uma vez que as empresas que sofreram restrições de créditos no setor bancário poderiam buscar recursos neste mercado, Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984) concluíram que este também não está imune ao impacto da assimetria de informações. O valor da ação de uma firma negociada no mercado secundário tende a ficar abaixo do valor esperado, isso porque a informação não é distribuída de forma simétrica. A falta de informações dos investidores quanto aos projetos empresariais faz com que o retorno exigido por eles em suas aplicações seja maior, com isso o preço das ações fica num nível inferior ao seu valor esperado. Outro fato apontado por eles é que a emissão de ações pode potencializar os efeitos adversos, por exemplo, os dirigentes das empresas podem ter interesses divergentes aos da empresa podendo assim buscar soluções que lhes dêem benefícios privados, ou ainda recorrer ao mercado de ações pode indicar que a empresa enfrenta dificuldades em obter empréstimos bancários, ou seja, que enfrenta fragilidade financeira.

Myers e Majluf (1984) desenvolveram um estudo sobre a preferência das firmas na hora de compor o capital necessário para o investimento. De acordo com eles, as firmas seguem uma ordem de preferência baseadas numa escala de custos. Primeiramente seria mais barato realizar um investimento financiado por recursos internos, isso porque o custo desse projeto seria no mínimo igual ao custo de oportunidade de investir no mercado financeiro, ou seja, seria no mínimo igual à taxa de juros livre de risco. Em segundo lugar ficariam os investimentos financiados por emissão de títulos de dívida, eles seriam dados como “colateral” – garantia, com isso reduziria o risco de perda de capital por parte dos investidores e não seriam os mais custosos. Em último grau na escala de preferência ficariam as ações, elas seriam mais onerosas devido ao “lemons premium”, um prêmio exigido pelo investidor a fim de compensar as possíveis perdas com o elevado grau de risco ou com o financiamento de projetos de má qualidade.

Outra questão interessante de se apontar diz respeito à Governança Corporativa, segundo Cândido (2010) boas práticas de governança corporativa contribuem para a redução da assimetria de informações. O autor, através de uma verificação empírica em uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto, encontrou evidências de que a governança corporativa atua como um meio de acesso a outras fontes de financiamento, e que empresas com melhores práticas de governança corporativa tenderiam a ser menos endividadas. A

governança corporativa pode ser entendida como a relação entre propriedade e gestão, o sistema que assegura aos proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva, através da transparência, responsabilidade com os resultados e obediência às leis em vigor. Sendo assim, empresas com melhores práticas de governança corporativa desfrutam de melhores condições na captação de recursos externos, uma vez que estão mais comprometidas em minimizarem as perdas dos recursos financiados e com isso, reduzem os efeitos da assimetria informacional.

A dificuldade em obter recursos nos mercados de capitais faz com que algumas empresas sejam caracterizadas como financeiramente restritas. Tal restrição pode aparecer na forma de elevadas taxas de juros, restrições contratuais ou mesmo a incapacidade de obter fundos. Diversas definições surgiram para a restrição financeira: diferença de custos entre as fontes externas de financiamento e o custo de oportunidade do capital próprio; capacidade de investir mais em um dado momento do que o realmente investido; disponibilidade de recursos internos, ou seja, excesso de liquidez.

Fazzari, Hubbard e Peterson (1988) contribuíram para o entendimento das decisões de investimento desenvolvendo um modelo em que as empresas são divididas em grupos diferentes quanto à restrição financeira, nesse modelo consideram a importância da liquidez interna das firmas e defendem que as imperfeições não afetam da mesma maneira empresas diferentes. Com essas idéias, conseguiram demonstrar a importância das variáveis financeiras para a concretização do investimento. (CASAGRANDE, 2004).

De acordo com Fazzari, Hubbard e Peterson (1988), os investimentos variam significativamente com a variação do fluxo de caixa para as empresas mais novas, especialmente quando essas apresentam rápido crescimento em vendas, já para empresas mais maduras a variação do fluxo de caixa é menor. Os autores concluem que o capital próprio contribui para explicar o investimento, mesmo para aquelas empresas que possuem muito mais caixa do que investimento, no entanto destacam as diferenças entre classes de empresas demonstrando que existem diferentes padrões de restrição financeira. (ZANI, J. pg. 65, 2005).

De encontro a esse pensamento Kaplan e Zingales (1995 e 2000) chamam atenção para o entendimento do *Corporate Finance* na divisão de empresas quanto a restrições financeiras. Analisam as firmas consideradas por Fazzari, Hubbard e Peterson como financeiramente restritas e apontam problemas na relação que esses autores fazem entre sensibilidade do investimento em relação ao fluxo de caixa da empresa e o grau de restrição financeira. Ou seja, contrariam a idéia de que as decisões de investimento das empresas que

têm maiores restrições financeiras são mais sensíveis ao fluxo de caixa do que as que apresentam menor restrição. Segundo eles, a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa não necessariamente aumenta com o grau de restrições financeiras. Opondo-se às pesquisas anteriores, observaram que as firmas com menor restrição financeira apresentam maior sensibilidade de seus investimentos em relação ao fluxo de caixa.

Kaplan e Zingales (1997) utilizaram uma amostra que consistia nas 49 empresas utilizadas por Fazzari, Hubbard e Peterson (1988) que segundo os três autores pagavam baixos dividendos e tinham alta sensibilidade entre investimento e fluxo de caixa e, portanto podiam ser todas consideradas restritas. Ao contrário a esse pensamento, Kaplan e Zingales (1997) através da observação de variáveis como fluxo de caixa médio, q de Tobin, cobertura de juros e disponibilidade em caixa, verificaram que somente 15% das empresas tiveram algum problema em captar recursos internos ou externos para financiar seus projetos de investimento e pelo menos 40% da amostra tiveram crescimento de investimentos durante o período. Com isso, surge uma diferente conceituação do que se pode definir como empresas financeiramente restritas. (ZANI, 2005).

De acordo com Casagrande (2004) a grande inovação de Kaplan e Zingales (1995) esteve relacionada com a forma de definição de restrição financeira, na qual não utilizou como medida a noção de *spread* entre o custo dos recursos externos e o dos internos. As visões dos autores estavam relacionadas com a disponibilidade de recursos, ou seja, da liquidez interna. Abandonaram critérios a priori (políticas de dividendos, participação em conglomerados industriais, tamanho, negociação de títulos, etc) e adotaram índices qualitativos, baseando-se nos relatórios anuais das empresas e em informações como alavancagem, liquidez, cobertura de juros, etc. Com isso, concluíram que uma firma que tivesse capacidade de investir além do que o já investido num dado período de tempo poderia ser considerada como não sofredora de restrição financeira. Kaplan e Zingales passam a substituir indicadores econômicos por financeiros, a utilizar critérios mais relacionados com a política financeira das empresas e a investigar o comportamento do investidor, o que sem dúvida tornou-se um marco para a relação investimento- finanças.

Diante do apresentado nesse tópico, foi possível verificar que há várias décadas se discute sobre a estrutura de capital das empresas, assim como os determinantes das decisões financeiras das empresas. Em vista disso, várias idéias foram desenvolvidas ao longo desse período, destacando os trabalhos de Modigliani e Miller, Stiglitz, Kaplan e Zingales, dentre outros citados no transcorrer do texto. No entanto, ainda não se chegou a uma conclusão

definitiva sobre o estudo, o que dá sustentabilidade e abre caminho para novas descobertas e análises.

2.1. Finanças Corporativas, uma breve análise.

Na primeira parte desse capítulo o foco do estudo se deu na teoria do investimento e nas imperfeições dos mercados financeiros entre as principais a assimetria de informações, os custos de transação, os problemas de agência e as restrições financeiras, aparatos básicos para o entendimento de economia de empresas. Agora, deslocaremos o estudo para um outro ramo em finanças, que engloba questões mais específicas ao funcionamento das empresas, o que chamamos de *Finanças Corporativas*. Assunto que se fará bastante importante para as investigações tratadas no cap. 3 deste trabalho.

As finanças corporativas abrangem todas as decisões financeiras de uma empresa sendo seu principal objetivo maximizar seu valor ou riqueza. Essas decisões podem ser divididas entre decisões de investimento, decisões de financiamento e decisões de dividendos. A primeira remete ao objetivo de investir em bons projetos, ou seja, projetos em que o retorno esperado seja superior a uma taxa mínima de atratividade aceitável. As decisões de financiamento devem viabilizar o projeto de investimento através de uma combinação ótima de recursos, podendo ser estes externos à firma ou internos a ela (dívida ou patrimônio líquido). A terceira decisão diz respeito à política de distribuição de dividendos, ocorre geralmente quando a empresa detém em caixa um valor superior ao necessário para reinvestir e, portanto, necessita distribuir essa folga para os proprietários do negócio, no caso os acionistas.

Toda decisão em finanças assume riscos, o que pode ser definido como incerteza associada aos retornos futuros de uma decisão de investimento. O grau de risco de um negócio relaciona-se diretamente ao retorno esperado do investidor, assim ativos que prometem uma rentabilidade maior carregam consigo também um risco maior e vice-versa. Empresas com reduzido nível de endividamento apresentam risco financeiro menor, no entanto, empresas mais endividadas, ao mesmo tempo em que podem promover maior capacidade de alavancar resultados, apresentam risco financeiro mais elevado. Existem também riscos provenientes do mercado em que as empresas operam, por exemplo, sazonalidades, concorrência, variações nas taxas de juros, etc. Na proporção entre capital próprio e capital de terceiros, as empresas não costumam manter um volume muito grande de

dívidas, pois levam em consideração os custos de falência e outros gastos associados a uma situação de dificuldades financeiras.

O preço das ações muitas vezes é o aparato das empresas na hora de tomar decisões, isso porque ele pode indicar uma forma de mensurar o sucesso de uma empresa. As ações diferentes de outros indicadores como lucros e vendas, que são contabilizados trimestralmente ou anualmente, têm seus preços atualizados constantemente a fim de oferecer as informações necessárias. Além disso, refletem melhor os efeitos em longo prazo das decisões empresariais - supondo que o mercado financeiro é composto por investidores racionais, o preço das ações representa a tentativa dos investidores de mensurar o valor da empresa. Por fim, o preço das ações é a medida real da riqueza dos acionistas e devido a isso o objetivo central destes deve ser maximizá-lo. Entretanto, esse ato pode ocasionar em problemas de agenciamento, ou seja, diferentes participantes da empresa possuem objetivos e interesses divergentes, administradores podem colocar seus interesses pessoais acima dos acionistas, estes podem tirar vantagens dos financiadores e a empresa pode não ser transparente na divulgação de suas informações financeiras, gerando assim custos de agência. (DAMODARAN, 2004).

Através do desempenho operacional de uma empresa é possível medir a viabilidade econômica de um investimento. O lucro operacional define os limites de remuneração das fontes de capital, representa o retorno gerado pelas decisões de investimento e sinaliza também as decisões de financiamento. Dois fatores devem ser considerados na tomada de decisão financeira: os custos totais de capital da uma empresa não devem ser superiores ao lucro operacional, porque se assim fosse a empresa estaria numa situação desfavorável em que sacrificaria os retornos de seus proprietários e entraria, ao longo do tempo, numa situação de desequilíbrio financeiro; a maturidade das decisões de investimento deve ser compatível com a maturidade das decisões de financiamento, gerando uma sincronia entre a capacidade de geração de caixa e o fluxo dos desembolsos exigidos pelos passivos. (ASSAF, 2007).

Atualmente, com toda a evolução da área financeira, há uma necessidade maior do administrador em visualizar a empresa como um todo, enfocando suas estratégias de competitividade e crescimento esperado. Em outras palavras, atualmente o investidor não pode centrar-se unicamente na captação de fundos e aplicações da empresa, deve, portanto, gerir os recursos a fim de manter a saúde financeira e econômica da empresa e ainda assim alcançar metas. As decisões atuais de investimento exigem do administrador um maior nível de conhecimento e especialização, mantendo uma visão mais crítica e global da empresa.

A principal fonte de informação para a maioria dos investidores e analistas financeiros advém dos demonstrativos financeiros. No Brasil regido pela Lei nº 6.404/76 das S.A as empresas são obrigadas a elaborar e publicar esses demonstrativos, sendo os principais resumidos em balanço patrimonial, demonstrativo de resultados do exercício e demonstrativo das origens e aplicações dos recursos. O primeiro apresenta o resumo dos ativos e passivos de uma empresa, ou seja, de um lado os ativos de propriedade da empresa e o valor destes, de outro a composição entre dívida e patrimônio líquido para financiar esses ativos. O demonstrativo de resultados fornece informações sobre as receitas e despesas da empresa e o lucro obtido em determinado período, geralmente trimestral ou anual. Já o demonstrativo de origens e resultados especifica as fontes de receita de ambas as operações e os novos financiamentos, o quanto variou em caixa em um determinado período, em outras palavras é uma tentativa de demonstrar onde está sendo empregado o dinheiro. A legislação determina que as demonstrações financeiras contenham notas explicativas sobre questões como: ramo de atividade da empresa, detalhamento dos investimentos relevantes em outras empresas, detalhamento das dívidas de longo prazo, detalhamento do capital social, ajustes de exercícios anteriores, cálculo do lucro e do dividendo por ação e do dividendo mínimo obrigatório, etc. Diante disso, ao realizar qualquer análise financeira, faz-se necessário realizar uma leitura atenta de todas as notas explicativas, uma vez que as informações nela contidas são de extrema relevância para o entendimento das decisões financeiras da empresa.

De acordo com Damodaran (2004), um ativo é qualquer recurso que tem o potencial de gerar fluxos de entrada de caixa ou de reduzir fluxos de saída de caixa futuros. Existem diversas maneiras de classificação dos ativos dentro do balanço patrimonial, os *ativos permanentes* representam os ativos de longo prazo da empresa como prédios, terrenos, fábricas; os ativos de curto prazo como duplicatas a receber, dinheiro, estoque de matérias primas e outros são classificados como *ativos circulantes*. Há também a classificação dos *investimentos financeiros*, que geralmente dizem respeito a investimentos em ativos e títulos de outras empresas; e os *ativos intangíveis* que incluem patentes e marcas registradas que irão gerar fluxos de caixa e lucros futuros. Da mesma maneira o lado do passivo diz respeito ao conjunto de dívida e patrimônio líquido usados pela empresa, divide-se em *passivos circulantes* que representam as obrigações da empresa que vencerão no próximo período, ou seja, duplicatas a pagar, empréstimos de curto prazo e outros; *dívidas de longo prazo* que podem ser financiamentos de longo prazo ou títulos de longo prazo emitidos para mercados financeiros; há ainda outros passivos de longo prazo tais como leasing, benefícios aos

empregados, impostos diferidos, ações preferenciais e outros; por fim o *patrimônio líquido* representa as receitas decorrentes da emissão de ações acrescida de quaisquer ganhos obtidos deste então e deduzidos os dividendos pagos no período.

A análise das demonstrações financeiras contribui para que o administrador interno da empresa tenha uma avaliação de seu desempenho geral e os resultados obtidos com suas decisões financeiras. Contribui para que o analista externo, enquanto acionista, centre-se nos desempenho dos lucros, ações e dividendos, além da preocupação no risco financeiro e na liquidez em distribuir dividendos. Enquanto credor centre-se na capacidade de liquidar os compromissos financeiros assumidos e nos resultados econômicos a fim de viabilizarem novos investimentos e com isso novas demandas por financiamentos.

A análise de uma empresa é fundamentalmente feita por comparações de índices passados, indicadores setoriais, valores absolutos através do tempo, variáveis relacionáveis. A técnica mais comumente usada nas análises financeiras se baseia na apuração de índices econômico-financeiros, os essenciais podem ser classificados em: índices de liquidez e atividade, endividamento e estrutura, rentabilidade e análise de ações. Os indicadores de liquidez têm a função de medir a capacidade de pagamento de uma empresa; os de atividade visam medir as durações de um ciclo operacional, que vão desde aquisição de matérias primas até o recebimento das vendas, revelam o prazo médio de estocagem, o prazo médio de pagamento a fornecedores e o prazo médio de cobrança; os indicadores de endividamento e estrutura denotam o comprometimento financeiro da empresa com seus credores e dão uma visão geral de como os recursos de terceiros estão sendo empregados e sua participação em relação ao capital próprio; os indicadores de rentabilidade visam avaliar os resultados obtidos pela empresa frente a seus investimentos; e os indicadores de análise de ações objetivam avaliar os reflexos do desempenho da empresa sobre suas ações.

Dentre os indicadores de liquidez estão a liquidez corrente, que revela a relação existente entre ativo e passivo circulante; a liquidez seca que relaciona os ativos circulantes de maior liquidez (deduzidos os estoques e despesas antecipadas) com o passivo circulante total; a liquidez imediata que relaciona o disponível com o passivo circulante; e a liquidez geral que revela a saúde financeira a longo prazo, uma vez que inclui nos cálculos o realizável e o exigível a longo prazo. Se os valores dos indicadores forem superiores a 1 denota que a empresa apresenta folga financeira. No entanto, os indicadores de liquidez geram restrições, pois apresentam uma visão estática da liquidez, ou seja, reflete o que ocorre num dado momento de tempo, na data do levantamento dos valores, esses valores tendem a mudar

constantemente com a dinâmica da empresa. O ideal é que a análise seja desenvolvida associando todos ou mais que um indicador a fim de se conseguir uma melhor interpretação dos resultados.

Para se mensurar os indicadores de endividamento e estrutura analisa-se a relação existente entre capital de terceiros e capital próprio e com isso é possível saber o quanto de capital de terceiros a empresa possui aplicado para cada unidade de capital próprio e, portanto, mensurar seu grau de dependência ou independência financeira. Há ainda a comparação entre capital de terceiros e passivo total, através dela pode-se saber para cada unidade monetária de recursos captada pela empresa quanto advém de fontes de financiamentos externas a firma. Outro indicador também utilizado relaciona a porcentagem dos recursos passivos a longo prazo que se encontram imobilizada em ativos permanentes.

Para mensurar os lucros da empresa as informações são obtidas na demonstração de resultados como já dito anteriormente, através dessas informações é possível encontrar os indicadores de rentabilidade da empresa em termos de retornos percentuais. O retorno sobre os ativos (ROA) mensura a eficiência operacional em gerar lucros a partir dos seus ativos, anterior aos efeitos do financiamento. O retorno sobre o capital (ROC) relaciona o lucro operacional ao capital investido na empresa (dívida + patrimônio líquido). Assim também o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) mede a rentabilidade a partir do que foi investido em ações. Há ainda o retorno sobre o investimento (ROI) que é uma alternativa ao ROA, diferente dele utiliza os recursos levantados pela empresa e aplicados nos negócios, ou seja, o próprio investimento.

Outro indicador de extrema relevância para a avaliação do desempenho operacional e planejamento da empresa é a alavancagem financeira (GAF), esta representa o ato de tomar recursos de terceiros a um determinado custo e investir em ativos que afirmam um determinado retorno. A diferença resultante dessa transação vai para os proprietários de capitais, e altera seu retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) tornando-o maior ou menor daquele obtido caso o investimento fosse feito unicamente com capital próprio. No entanto, quanto maior for a alavancagem financeira de uma empresa maior serão seu risco e retorno esperados. O que normalmente se espera é que a alavancagem da empresa fique próxima a alavancagem de outras empresas do setor.

É importante também, dentro de que se chama de finanças corporativas, que a empresa tenha ciência que suas ações decisórias podem afetar direta ou indiretamente a sociedade. Custos de ordem ambiental ou outras obrigações sociais devem ser levados em conta pelo

administrador financeiro na tomada de decisões corporativas. Medidas tomadas pelo setor privado e direcionadas ao bem-estar social são bem vistas pelo mercado, o que conseqüentemente se reflete no preço das ações da companhia.

A teoria em finanças tem evoluído cada vez mais, aproximando a teoria financeira às práticas reais adotadas nas empresas e nos mercados. As decisões financeiras procuram considerar a realidade do sistema econômico, desenvolver expectativas de resultados futuros e incorporar os riscos presentes em toda e qualquer atividade financeira. Dessa forma não há uma maneira única e inquestionável para as decisões financeiras. Cabe ao administrador dominar os conceitos teóricos e englobá-los às práticas do dia a dia a fim de que o retorno do capital investido exceda o custo de oportunidade de suas fontes de financiamento, ou seja, a fim de maximizar o valor da empresa.

3. O Brasil, a China e a Siderurgia

Este capítulo tem como objetivo dar uma visão geral sobre o setor siderúrgico e o âmbito global em que estão inseridas as duas economias tratadas nesse trabalho, Brasil e China, atribuindo a elas características, comparações e perspectivas para o futuro próximo. Tratará também das empresas brasileiras e chinesas que serão analisadas no capítulo 3 deste estudo, assim como outras observações que se fizerem pertinentes.

O Brasil e a China são países que fazem parte de um grupo recentemente caracterizado e denominado de BRICs. Esse conjunto de países tem ganhado foco no cenário econômico mundial dos últimos anos. Segundo a consultora americana Goldman Sachs², há perspectivas para que eles se tornem grandes potenciais produtivos até 2050, sendo que a China será a primeira colocada no ranking de tudo que é produzido na economia (PIB), seguidos de EUA, Índia, Brasil e Rússia. Os países do BRICs possuem características similares entre si, se enquadram na categoria de emergentes, possuem recursos naturais abundantes, grande contingente populacional, grande extensão territorial e diversidade cultural. Além disso, apresentaram um crescimento econômico significativo nos últimos anos e são grandes fontes de atração de investimentos estrangeiros.

A indústria siderúrgica possui grande papel para o desenvolvimento econômico de um país, uma vez que é base para produtos industriais como automóveis, máquinas, equipamentos, bens de capital, utilidades domésticas e comerciais, assim como para a construção civil. Caracteriza-se pela presença de grandes empresas, que em geral são verticalizadas, e, portanto, estão presentes em diversas fases do processo produtivo, que vão desde as operações mais simples, como a transformações do minério de ferro em ferro-gusa até a fabricação de bobinas a frio e galvanizados. As siderúrgicas são indústrias intensivas em capital e, devido a isso, necessitam investir em ativos de maior prazo de maturação, os quais por sua vez, demandam recursos financeiros mais elevados. As economias de escala geradas por essas grandes empresas, assim como a disponibilidade de matérias-primas a custos competitivos fazem com que sejam criadas barreiras à entrada de novos produtores. Diversos

² Relatório “The Long-Term Outlook for the BRICs and N-11 Post Crisis” - GLOBAL INVESTMENT RESEARCH - December 2009.

países consideravam estratégico o estabelecimento de uma siderúrgica nacional, o que explica até a alguns anos atrás a característica essencialmente nacional das empresas desse setor, situação que só veio a se reverter a partir da década de 1990, período em que o processo de globalização evidenciou a necessidade de investimentos em tecnologia e modernização das plantas industriais e as fragilidades da indústria nacional, o que permitiu que a maioria das indústrias do setor fosse privatizada e a indústria se abrisse para a concorrência internacional.

Foi a partir do início de 2000 que o mercado de aço vivenciou um período de melhora da produção, uma vez que desde 1970 a produção ainda era tímida em decorrência da substituição do aço por outros materiais, como alumínio na construção civil e os derivados de petróleo na indústria automobilística. A partir do início do século XXI, o mercado passa por bons momentos graças ao significativo aumento da demanda mundial por aço, o que elevou seu preço e acarretou, no curto prazo, em margens operacionais maiores seguidas de maior lucratividade para as empresas produtoras.

O aço, após processos industriais de redução, refino e laminação é transformado em produtos siderúrgicos como chapas grossas e finas, bobinas, vergalhões, arames, perfilados, barras, etc. É um material totalmente reciclável e o processo de reciclagem não interfere nas características e na qualidade do material que é altamente durável e resistente. Seu processo de produção envolve diversas atividades e engloba diferentes setores econômicos. De acordo com o relatório de sustentabilidade elaborado pelo Instituto Aço Brasil ³ (2010), a partir de agora IABr, o ciclo de vida do aço pode ser resumido em cinco grandes processos: extrativismo, metalurgia (o que inclui siderurgia), produção de bens duráveis intensivos em aço, que são utilizados e depois descartados, e coleta, comercialização e reciclagem do aço colocado em desuso. Ainda segundo o relatório, há uma classificação entre usinas integradas, semi-integradas e não integradas. As usinas integradas produzem aço a partir da redução do minério de ferro e utilizando como elemento redutor o coque ou carvão vegetal, o ferro é refinado em fornos de oxigênio. Esse método corresponde aproximadamente a 5% da produção de aço no Brasil. As usinas semi-integradas o aço é produzido a partir de ferro gusa, ferro esponja e sucata de ferro e aço, que são obtidos externamente e transformados em aço líquido em aciarias elétricas. Nessas plantas são realizados os processos de refino e laminação do aço. Já as usinas não integradas operam em apenas uma fase do processo: laminação ou trefila.

³ Entidade representante dos produtores de aço no Brasil; elabora pesquisas, estatísticas, coleta dados do setor, etc. Até 2009 era denominado de Instituto Brasileiro de Siderurgia (IBS)

O aço pode receber diversas classificações de acordo com sua composição química. Os *Aços Carbono* são aqueles compostos ao carbono e com baixo teor de liga, de composição química definida em faixas amplas; os *Aços Ligados* ou *Especiais* são compostos de alto carbono e definido em faixas estreitas para todos os elementos e especificações rígidas. O aço também é classificado de acordo com suas formas geométricas, classifica-se como *Semi-acabados* os que são provenientes do processo de lingotamento contínuo ou laminação de desbaste que posteriormente serão transformados em placas, blocos e tarugos; *Planos* aqueles resultantes do processo de laminação e que cujo as larguras são maiores que as espessuras, ou seja, as chapas e bobinas; *Longos* aqueles em que as seções transversais têm formato poligonal e o comprimento é muito superior a dimensão da seção, são eles os perfis, vergalhões e barras. Essas diferenças na composição e na característica do aço servirão para abastecer a diversificada demanda das indústrias que utilizam o aço como matéria-prima de seus produtos. Aços laminados planos são produzidos principalmente em plantas integradas que exigem maiores investimentos e são usados especialmente na produção de máquinas e equipamentos, transporte e infraestrutura. As empresas desse segmento em geral são maiores e possuem uma presença internacional mais restrita, as estratégias dessas empresas concentram-se na fase de rolamento, a qual requer menor capital de investimento e é feita em parceria com empresas locais, a CSN e a Usiminas são exemplos de empresas que limitaram sua expansão internacional às fases de rolamento e processamento de aço. Os laminados longos são produzidos em plantas menores, o que favorece a expansão das companhias para o exterior e são utilizados especialmente no setor de construção civil, a Gerdau, por exemplo, tem plantas em países da América Latina e nos EUA.

O mercado mundial do aço atualmente tem se caracterizado pelo alto crescimento do mercado chinês, pela formação de grandes grupos internacionais que visam obter maiores escalas produtivas e sinergias operacionais, pela consolidação do setor e pela distribuição internacional da produção. A produção é distribuída desigualmente entre os países e tende a concentrar-se naqueles com grandes mercados, com uma boa base industrial e uma boa infraestrutura, principalmente aqueles com depósitos de ferro e carvão. As empresas siderúrgicas têm procurado investir na mineração, quase todas as empresas possuem minas próprias, isso como reflexo da alta dos preços das commodities nos últimos anos.

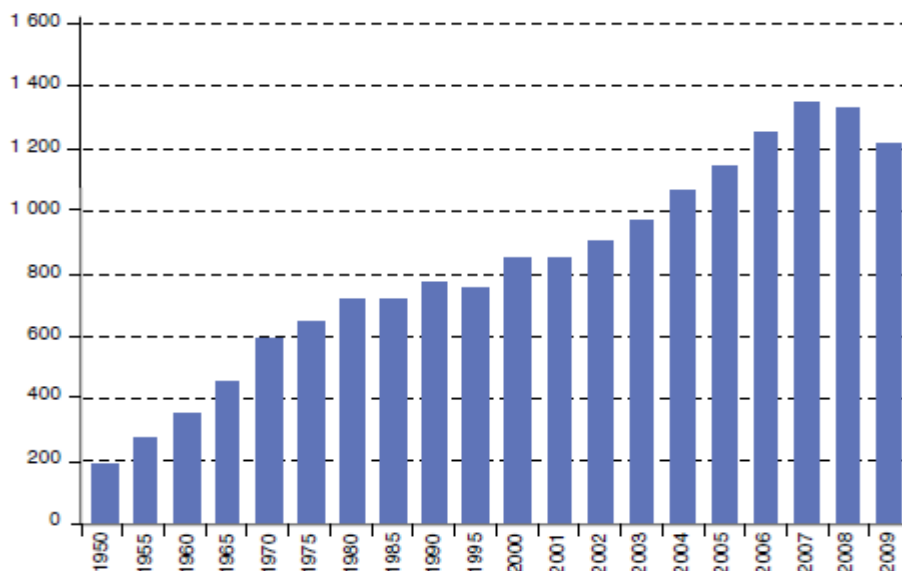
Na atualidade os movimentos de fusões e aquisições estão cada vez mais comuns, essa tendência permite que as empresas obtenham ganhos em escala produtiva e sinergias operacionais, assim como o maior domínio do mercado, obtenção de insumos a preços mais

favoráveis, alocação eficiente de recursos. Nesse contexto de fusões e aquisições, está ocorrendo também a racionalização da produção e da logística, com o deslocamento geográfico do aço, o objetivo é a alocação de plantas em proximidade das matérias primas e dos mercados consumidores. Esses fatores contribuem para consolidar os principais *players* da siderurgia mundial.

Segundo dados do IABr, no ano de 2008 a China ocupou o primeiro lugar no ranking mundial de produção de aço bruto, totalizando 500,5 (10⁶t) ano, já o Brasil ocupou o nono lugar com 33,7 (10⁶t) ano e o primeiro lugar na América Latina. Como consequência da maior demanda por aço impulsionada pelo forte investimento na indústria e infra-estrutura nos países emergentes e em economias em transição, a indústria global cresceu a taxa de 8%a.a no período de 2000 a 2007, já a indústria chinesa cresceu a taxa espetacular de 22%a.a no mesmo período, o que fez com que a China se tornasse o maior produtor e exportador de aço do mundo. (ECLAC, 2009) ⁴ O crescimento da produção mundial de aço pode ser visualizado no gráfico que segue.

⁴ Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) -Foreign Direct Investment in Latin America and the Caribbean, 2009.

Gráfico 1.
PRODUÇÃO MUNDIAL DE AÇO BRUTO, 1950-2009
(MILHÕES DE TONELADAS)



FONTE: ECLAD, 2009.

Através do gráfico, além da expansão da produção mundial de aço no período de 2000-2007, nota-se que em 2009 há uma interrupção do período de crescimento, esse fato se deu em decorrência da recessão advinda da crise econômica que os EUA e mundo enfrentaram no ano de 2008. A indústria siderúrgica por sua vez é altamente sensível às variações econômicas, uma vez que serve de base para outros produtores, com isso o consumo do aço reduziu em 24%, o que forçou as empresas do setor a reverem seus planos de investimentos. Apesar do forte impacto, sinais de recuperação não tardaram a aparecer principalmente impulsionados por políticas públicas visando o aquecimento da demanda em atividades como construção civil, indústria automobilística e de eletrodomésticos.

O ano de 2009, portanto, teve a continuidade de seu crescimento econômico barrado pela crise financeira do segundo semestre de 2008. A redução na atividade econômica em todo o planeta causou a queda da demanda por minérios e *commodities* e por aço e seus derivados. A Índia e a China mantiveram seu crescimento econômico, mas em patamares inferiores aos obtidos anteriormente. Somente no último trimestre de 2009 a China volta a recuperar seu ritmo de crescimento. No Brasil, assim como na China a recuperação não tardou a aparecer, alguns fatores foram decisivos para essa recuperação, tais como a rápida resposta das empresas na implementação de medidas de redução de custos, assim também como as ações governamentais de incentivo à produção e ao consumo. Essas ações refletiram no desempenho

positivo do Ibovespa, que teve seu melhor desempenho desde 2003 e foi o índice de melhor valorização do ano dentre as bolsas mundiais. Além disso, a agência internacional de classificação de riscos Moody's classificou o Brasil como de baixo risco, o que favoreceu os investimentos.

De acordo com o IABr, a produção brasileira aumentou significativamente nos últimos quinze anos, assim também como a capacidade instalada da indústria e o consumo de aço, o que evidencia presença de desenvolvimento econômico. Em 2007, o Brasil obteve recordes na produção, nas vendas, no consumo e nas exportações, o que conseqüentemente refletiu no desempenho positivo do setor de gás e petróleo, de máquinas, equipamentos industriais e agrícolas, de eletrodomésticos e no setor automotivo. Além também do desenvolvimento do setor habitacional, impulsionado pelo aumento do crédito.

O setor de siderurgia no Brasil segundo o relatório de sustentabilidade do IABr, tem capacidade instalada para fabricar mais de 40 milhões de toneladas de aço por ano, quantidade maior que a demanda do mercado interno, que se comparado a de outros países ainda está bem longe do considerado ideal, entretanto dispõe de tecnologia avançada de produção e beneficiamento, com capacidade para produzir os mais diversos produtos siderúrgicos. O que se espera é que a capacidade excedente seja direcionada para o mercado externo e supra a demanda adicional que será criada com os projetos previstos para a Copa do Mundo de 2014 e para as Olimpíadas de 2016, além do processo natural de desenvolvimento do país.

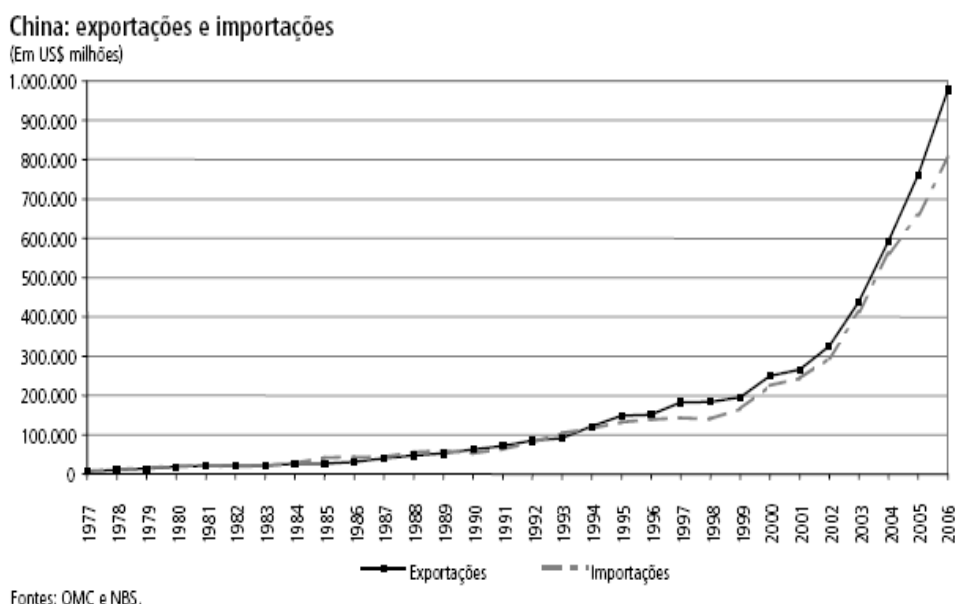
O Brasil apresenta algumas importantes vantagens competitivas na produção de aço, o que garante ao setor margens operacionais favoráveis e a possibilidade de competir de igual pra igual com outras empresas no mercado internacional e ainda conseguir manter o mercado interno protegido contra um maior volume de importações. Dentre essas vantagens destacam-se o baixo custo e a boa qualidade da principal matéria-prima utilizada, o minério de ferro, isso em razão da vasta ocorrência deste minério nas terras brasileiras, contendo alto teor ferífero e reduzido índice de impurezas; a logística para produção e comercialização através de portos e ferrovias; a disponibilidade de energia elétrica, uma vez que o país abriga grandes hidroelétricas; recursos humanos qualificados; infra-estrutura adequada e outros. Como desvantagem destaca-se a dependência de importação do principal material utilizado na redução do aço, o carvão mineral, pouco ocorrente no país. (CROSSETTI e FERNANDES, 2005).

A China, mais que o Brasil, tem apresentado um extraordinário desempenho econômico nas últimas três décadas. Em 1978 foram implementadas as políticas de abertura e

reforma econômica e desde então o país disparou em crescimento do PIB, que se manteve na casa dos 10% a.a durante as três décadas seguintes. Após 1979 o mercado chinês necessitou produzir um grande volume de aço a fim de sanar a demanda por expansão de unidades industriais e obras de infra-estrutura, assim também como a aceleração da urbanização que impulsionou o mercado imobiliário e a construção civil, fatores que contribuíram ainda mais para que a China se tornasse o maior produtor e consumidor mundial de aço. Assim como a oferta de aço está relacionada diretamente com os investimentos, a demanda por ele relaciona-se com o aumento da renda, logo, com o crescimento do PIB. A China consolidou um crescimento impulsionado por grandes investimentos, com foco nas exportações e utilizando de mão de obra de baixo valor agregado. Por tradição a China pressiona os preços internacionais e as decisões de investimento ao redor do mundo, isso devido ao seu enorme mercado interno que necessita de importações para suplementar a demanda interna.

Tanto as exportações quanto as importações chinesas ascenderam a partir da década de 1970, especialmente após a década de 1990, em que já estava configurado no mundo o cenário da abertura comercial na maioria dos países. O que pode-se observar no gráfico abaixo.

Gráfico 2



A produção chinesa de aço concentra-se principalmente nas regiões Norte e Leste do país, sobretudo nas províncias de Hebei, Jiangsu e Liaoning. As províncias do Leste são mais competitivas, pois se encontram mais próximas do acesso a insumos importados e também mais próximas dos mercados consumidores. Mais de 80% das usinas são integradas e utilizam

o processo de refino através do oxigênio (BOF – Basic Oxygen Furnace), o que demonstra a escassez de sucata suficiente no país e também a carência de energia elétrica, o que não impulsiona o estabelecimento de aciarias elétricas. Os aços longos são os mais produzidos pela indústria chinesa, principalmente em função da demanda inicial da construção civil. Outro fator importante é a base industrial pouco concentrada dessa indústria, sendo que os pequenos e médios produtores têm um papel fundamental na produção total do país, as grandes empresas não representam a maioria da produção e as pequenas empresas sobrevivem em função do elevado crescimento da demanda. Cerca de 80% das empresas na China são estatais e contam com a forte presença das províncias em seu capital.

Apesar das enormes perspectivas de crescimento da China para as próximas décadas, esse país ainda enfrenta alguns problemas estruturais que podem limitar o deslanchar da economia, são eles a insuficiência do minério de ferro para atender o setor siderúrgico em expansão, a maior parte do insumo é importado por via marítima, sendo que a China é o maior consumidor de ferro no mercado transoceânico. O coque também pode representar uma barreira, uma vez que a China também é a maior consumidora e exportadora do mundo e isso pode fazer com que haja desequilíbrios externos de acordo com o consumo interno chinês. As condições de transporte também encontram-se escassas para a dimensão do fluxo de importações de minério de ferro, as capacidades dos portos estão limitadas à capacidade das ferrovias e com o crescimento industrial e com a alta das importações os produtos tendem a ficar parados nos portos. Outro problema alarmante é a água, o setor siderúrgico consome em média 20% da água da China e em consequência disto o preço da água tem aumentado. Assim também, 68% do consumo de energia no país dependem do carvão, sendo que a maioria das siderúrgicas são integradas e, portanto utilizam-se da redução do carvão para a fabricação de aço. A indústria siderúrgica é por natureza bastante impactante quando se trata de meio ambiente, nesse sentido ao que parece a China vem diminuindo os níveis de descargas de poluição ambiental, além da imposição de normas para os impactos ao meio ambiente, na busca de minimizar os problemas de escassez de água, poluição de rios, lagos e açudes. (CROSSETTI e FERNANDES, 2005).

O desenvolvimento chinês trouxe consequências para a economia brasileira, a participação da China na balança comercial nacional cresceu consideravelmente, sobretudo a partir de 2001, quando o Brasil passou a ser superavitário no comércio bilateral. O Brasil tem sido o segundo maior fornecedor de minério de ferro para este país, além de grande exportador de produtos siderúrgicos como aços longos, e tem ampliado a participação de

boninas a frio e revestidos com maior valor agregado, tudo isso graças ao crescimento da indústria chinesa para setores de maior tecnologia.

3.1. Gerdau

A Gerdau teve sua fundação em 1901, começou a produzir aço em 1948 e por meio de várias aquisições teve sua expansão a partir da década de 1960. Atualmente é líder na produção de aço nas Américas e uma das maiores fornecedoras de aços longos especiais no mundo. Sua divisão de produtos longos gera 19% de sua renda, sendo o restante advindo de produtos de aço-carbono laminado a longo, 36% concentram-se na América do Norte, 34% no Brasil e 11% pela América Latina. Está presente em 14 países, com operações nas Américas, Europa e na Ásia, e hoje conta com uma capacidade instalada superior a 25 milhões de toneladas de aço. No Brasil, possui operações em quase todos os Estados, que produzem aços longos comuns, especiais e planos. Seus produtos, comercializados nos cinco continentes, atendem os setores da construção civil, indústria e agropecuária. A maioria de suas plantas são semi-integradas, o que explica o fato da Gerdau ser a maior recicladora da América Latina e, no mundo, transformar, anualmente, milhões de toneladas de sucata em aço. É uma empresa altamente internacionalizada, algo em torno de 55% de sua produção está fora do Brasil.

Em 1980, a Gerdau realizou seu primeiro investimento estrangeiro, adquiriu a Laisa, empresa uruguaia, que tinha uma capacidade instalada de 24 mil toneladas de aço bruto. Em 1989, comprou a Gerdau Courtice Steel, do Canadá, fato que colocou a empresa cara a cara com sua internacionalização. A partir daí, adquiriu uma série de outras empresas em países como Chile (1992), Argentina (1997), Estados Unidos (1999), Colômbia (2004), Espanha (2006), Peru (2006), México (2007), República Dominicana (2007), Venezuela (2007), Índia (2007) e Guatemala (2008). Ao que diz respeito a sua integração vertical, a Gerdau comprou a mineradora Açominas em 2003, sendo que seu objetivo de médio prazo é produzir 80% do minério de ferro usado por suas usinas brasileiras. Adquiriu em 2008, 51% da Cleary Holdings, possuidora de mineradora e reservas de carvão na Colômbia. Além de operar plantas de processamento de sucatas em várias partes do mundo, a fim de abastecer suas plantas semi-integradas. (ECLAD, 2009).

A Gerdau está listada nas bolsas de valores de São Paulo, Nova Iorque, Toronto, Lima e Madri e possui cinco empresas de capital aberto: Metalúrgica Gerdau S.A., Gerdau S.A.,

Aços Villares S.A., Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A. (Siderperu) e Gerdau Ameristeel Corporation. Além disso, possui, desde 2000, um Comitê de Riscos, órgão de apoio ao Comitê Executivo Gerdau (CEG), que se reúne de três em três meses para reavaliar as vulnerabilidades e os riscos do negócio. Segundo o relatório anual da Gerdau (2009), em 2009 foram realizadas mais de 260 entrevistas com os principais executivos da Companhia para atualizar o mapeamento dos pontos críticos das operações e processos da Gerdau. No mesmo ano, os papéis dessas empresas totalizaram US\$ 44,7 bilhões em negociações em bolsas de valores e a empresa foi reconhecida como a companhia mais transparente no Brasil pela agência de avaliação de riscos Standard & Poor's (S&P), em seu estudo sobre a transparência e divulgação de informações por parte das empresas brasileiras listadas em bolsa, foi levado em consideração os dados informados nos relatórios anuais, na divulgação de informações nos *websites* das empresas e nos relatórios publicados nos *websites* das entidades reguladoras do mercado de capitais, e baseado em 109 itens relativos à estrutura acionária, direitos dos acionistas, informações financeiras e operacionais, estrutura e processos do conselho e diretoria executiva. (GERDAU, 2009).

A Gerdau também tem mostrado grande comprometimento com o desenvolvimento sustentável. Segundo seu relatório anual de 2009, a Gerdau S.A. e a Metalúrgica Gerdau S.A. estão entre as 34 companhias integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) 2009/2010, da Bolsa de Valores de São Paulo, pelo quarto ano consecutivo, posicionando-se acima da média das empresas que integram a carteira. Além disso, desde 2001, a Gerdau S.A. faz parte do Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa, sendo que a Metalúrgica Gerdau S.A. passou a integrá-lo em 2003. As empresas Gerdau integram ainda o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), o Índice de Ações com Tag Along Diferenciado (ITAG), o Índice Bovespa (Ibovespa), o Índice Brasil 50 (IBrX50), o Índice do Setor Industrial (INDX) e o Toronto Stock Exchange – Standard & Poor's (S&P/TSX Composite Index). (GERDAU, 2009).

Antes da crise econômica mundial de 2008, a Gerdau havia anunciado uma gama de projetos de expansão de sua capacidade produtora no Brasil e no exterior, desde a construção de novas bases produtoras, como a expansão da capacidade produtiva das bases já existentes. Entretanto, com o advento da crise a maior parte desses projetos teve de ser adiados.

As vendas físicas consolidadas, em 2008, ficaram na casa dos 14 milhões de toneladas, 26,8% abaixo do nível registrado no ano de 2008. A produção de aço bruto totalizou 13,5 milhões de toneladas, representando uma queda de 31,1% em relação ao ano

anterior. A Gerdau focou seus esforços, em 2009, no ajuste de suas operações à menor demanda por aço no mundo, buscando ampliar sua produtividade e eficiência e minimizar os impactos da crise. As perspectivas atuais para o desenvolvimento da empresa estão focadas na diversificação, seja ela na questão materiais produzidos, como o investimento previsto para placas pesadas na Açominas, seja na consolidação de suas posições existentes na América Latina e na expansão de suas operações para além das Américas, ampliando sua distribuição geográfica.

3.2. Usiminas

A Usiminas foi fundada em 1956, através de uma aliança estratégica entre capital brasileiro (60%) e o consócio da empresa japonesa Nippon Steel (40%). Em 1991, a Usiminas foi privatizada e atualmente a Nippon Steel controla 25% do capital social da companhia com direito de voto. É líder nacional no mercado de aços planos, suas atividades são realizadas em duas usinas, uma em Ipatinga (MG) e outra em Cubatão (SP), ainda conta com a participação da Ternium, empresa que é controlada em 14,25% pela Usiminas na condição de sócia da Techint. Possui atualmente uma capacidade instalada de produção para 9,5 milhões de toneladas/ano, correspondendo, portanto, a mais de 25% da produção brasileira de aço.

A Usiminas atualmente é o maior complexo siderúrgico de aços planos da América Latina e está presente em toda cadeia produtiva do aço, desde a preparação do carvão e carga metálica até a produção do aço e a transformação em laminados planos. Na questão logística, conta com um complexo ferroviário que permite o abastecimento de insumos e o escoamento da produção para os mercados interno e externo, sendo isso, portanto, uma vantagem competitiva. (FONSECA, ALECRIM, SILVA, 2007). A Usiminas fechou contrato em 2010 com a ALL, operadora logística, para transporte da produção de Cubatão (SP) até o terminal ferroviário de Porto Alegre (RS) aumentando assim o volume de aço transportado no setor ferroviário.

Desde 2007 recebe classificação nível 1 em Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e em 2009 passou a pertencer a lista do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que reúne ações de empresas comprometidas com boas práticas de sustentabilidade e governança, também da Bovespa. Além disso, em 2008 a Usiminas passou a informar os rendimentos individuais pagos a cargo de seu presidente, diretores e integrantes do Conselho Administrativo e Fiscal, e devido a isso, foi reconhecida

pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) através de um prêmio de inovação. (USIMINAS, 2009).

A produção da Usiminas ainda é tímida no quesito internacionalização, suas participações fora do país restringem-se à Techint, que já é em si uma empresa altamente internacionalizada com atividades nos EUA, México, Guatemala e Argentina. A estratégia utilizada pela Usiminas tem sido a venda de contratos de assistência técnica a fim de obter informações estratégicas de mercado. (ECLAD, 2009).

Com a crise econômica de 2008 a Usiminas não saiu imune, a queda nas vendas no primeiro trimestre de 2009 foi de 30%. Foi afetado principalmente o segmento de chapas grossas, em que a Usiminas é produtora exclusiva no Brasil, o que transformou o segundo trimestre de 2009 no pior da história da Companhia. Para fazer frente a queda da demanda, foram desligados três dos cinco altos-fornos. Com isso, a produção de aço, de 5,64 milhões de toneladas, teve queda de 30% em relação a 2008.

Diante disso, a Usiminas decidiu priorizar os investimentos estratégicos nos segmentos com maior potencial, assim como realizar cortes e adiamentos de projetos. O adiamento da construção da usina de Santana do Paraíso foi o principal ajuste da companhia no pós- crise. Mesmo diante desse cenário, a Usiminas investiu 2,1 bilhões de reais em 2009 e firmou contratos com importantes instituições financeiras de fomento para captação de recursos destinados a novos investimentos.

Após o segundo semestre de 2009 os indicadores econômicos já apontavam para a recuperação de economia mundial, principalmente impulsionada pelo crescimento da China. No Brasil, as obras de infra-estrutura de preparação para a Copa do Mundo de 2014 e Olimpíadas de 2016, assim como o fortalecimento do mercado interno são as expectativas para os anos que seguem, espera-se que o crescimento da economia brasileira fique em torno dos 5% anuais. China e Índia crescerão a uma taxa ainda maior. Segundo a Price Water House Coopers, as economias emergentes irão ultrapassar o G7 nas próximas décadas, o BRIC's juntamente com os EUA e Japão serão as maiores economias do planeta.

A partir de 2010 a Usiminas passa a fabricar chapas grossas e de alta resistência, sendo detentora da tecnologia Continuous On Line Control Process (CLC), em são utilizados um uso combinado de laminação controlada e resfriamento acelerado, com alta redução do carbono utilizado, ou seja, o aço possui reduzido nível de carbono. Os aços processados por essa tecnologia são altamente utilizados em diferentes especialidades como a indústria naval, plataformas, tubos, etc. Além disso, ao decorrer de toda uma década foram implementadas

melhorias nas usinas de Cubatão e Ipatinga, com instalação de novos equipamentos e uso de tecnologia de ponta e menor impacto ambiental. (USIMINAS, 2009).

As estratégias objetivas pela empresa centram-se na expansão da capacidade doméstica e no aumento da competitividade em custos de produção através do acesso às matérias-primas, criando *hedge* contra mudança na cadeia de valor; na garantia de uma posição nos mercados em crescimento, através da integração das empresas do grupo e agregando valor em novos mercados; na expansão do portfólio de produtos e serviços; e na aceleração do crescimento da companhia para mercados externos, acelerando o processo de internacionalização. Através dessas estratégias a Companhia busca obter cada vez mais a obtenção de resultados operacionais e financeiros favoráveis e a expansão sem fronteiras de seus negócios.

3.3. Baosteel

A Companhia Baoshan Iron & Steel Co., ou simplesmente Baosteel é a maior siderúrgica integrada da China e a de maior perspectiva de crescimento e desenvolvimento. Suas atividades iniciaram-se em 1985, ano em foi ativado o primeiro alto-forno, mas os projetos de iniciação já vinham desde 1977, com a criação de sua sede e a construção do projeto Baosteel. Em 1998 a empresa fundiu-se com a metalúrgica Shanghai Holding Group Corporation e com Shanghai Meishan Group Co.Ltda para a formação da Shanghai Baosteel Group Corporation. Atualmente a empresa exporta seus produtos para mais de quarenta países e regiões do mundo, incluindo o Japão, Coreia do Sul, Estados Unidos e União Européia.

A empresa emprega tecnologia avançada na fundição do aço, através do processamento eletrônico e computacional e tem investido cada vez mais em inovações. A empresa tem melhorado a cada ano seus investimentos em P&D, seja para novas tecnologias, novos equipamentos e mesmo para novos produtos. Além disso, através dos relatórios anuais divulgados pela Companhia, percebe-se que é crescente a preocupação com a sustentabilidade e os impactos ambientais. A empresa foi a primeira dentre as companhias siderúrgicas chinesas a obter o ISO 14001, que regula as normas para ações ambientais que visam equilibrar a manutenção da rentabilidade e redução dos impactos ambientais.

No ano 2000, a empresa passou a ser listada na Bolsa de Valores de Shanghai, onde foram emitidas 1877 mil ações ordinárias. A partir de então a preocupação com a governança corporativa passou a figurar as prioridades da empresa, enquadrando-se nas normas e

regulamentos da China Securities Regulatory Commission, assim como as regras da Bolsa de Valores e Mercadorias de Shanghai. Para tanto a empresa estabeleceu uma governança corporativa prudente, mantendo um conselho independente e eficaz de administração, assim como uma governança baseada na transparência e divulgação de informações visando uma boa relação com seus investidores.

Em 2009, guiado por planos de ajuste e aceleração da indústria siderúrgica, a China promoveu esforços na implementação de políticas pertinentes para o ajustamento da estrutura da indústria siderúrgica visando reforçar a competitividade industrial. Impulsionado por um pacote de políticas estimuladas pelo Estado, a produção nacional de aço bruto atingiu uma alta histórica de 568 milhões de toneladas, um aumento de 12,9% em relação ao ano anterior. Com a recuperação da demanda no último semestre de 2009, em especial nos setores automobilístico e construção civil, ocorreram flutuações no preço do aço, o aço vendido no ano em termos globais teve preço inferior ao apresentado nos três primeiros trimestres de 2008. A partir do terceiro trimestre de 2009, os preços das principais matérias-primas utilizadas na fabricação do aço também tiveram alta. Apesar dos bons resultados, o excesso de capacidade e a queda das exportações o preço do aço permaneceu volátil e em geral baixo, o que fez com que as empresas diminuíssem vendas e o rendimento caísse. A rentabilidade da companhia reduziu-se em 10,5% comparada ao ano de 2008. No entanto, o que se tem notado é que a empresa, durante o decorrer da crise, não amenizou esforços para reduzir custos e adquirir estabilidade de produção e gestão.

3.4. Masteel

A MaSteel teve sua primeira planta fundada em 1953. Em 1958 foi fundada a Maanshan Iron & Steel Co. Ltda. Em 1993 a Ma Steel foi reagrupada e dividida entre Magang Holding Company e Maanshan Iron & Steel Co. Ltda. Esta configura, atualmente, assim como a Baosteel, uma das maiores produtoras de ferro e aço da China. Entre seus principais produtos estão as placas finas e médias, que incluem os laminados a frio e quente, galvanizados e bobinas. Além disso, é seu patente o aço em forma de H, que é muito utilizado na construção, fabricação de máquinas, plataformas de petróleo, etc. Explora também o mercado de rodas para ferrovias de alta velocidade, com certificações ISO 9000. Os produtos de aço da Companhia foram certificados de acordo com os padrões japoneses, americanos e

da União Européia. Atualmente possui ações listadas nas bolsas de valores de Hong Kong e Shanghai.

A Masteel atingiu uma capacidade instalada de produção até o final de 2008 que alcançou os 16 milhões de toneladas e conta hoje com mais de 60 mil colaboradores. Seus produtos tem sido exportados para mais de 50 países e regiões especialmente atendendo as demandas da aviação, indústria naval, ferroviária, setores automobilísticos, de eletrodomésticos, utilidades domésticas, fabricação mecânica e outros. A empresa atualmente investe na estratégia de desenvolvimento diversificado, focando na fabricação de equipamentos de metalurgia, processamento de produtos de aço de profundidade, construção, engenharia e ampla utilização de recursos.

Em conformidade com as exigências de leis e regulamentos das empresas de capital aberto, a MaSteel, assim como suas concorrentes, tem se empenhado para melhorar as práticas de governança corporativa, bem como melhor elaborar os relatórios anuais e obter uma relação mais transparente com seus investidores. Além também da preocupação com o meio ambiente, promovendo ações redutoras de energia, consumo de água e reciclagem de água e resíduos sólidos. A empresa tem se empenhado também em ações sociais e de melhora da qualidade de vida de seus funcionários.

Em 2009, o grupo produziu 14,13 mil toneladas de ferro-gusa, 14,83 mil toneladas de aço bruto e 14,12 mil toneladas de produtos siderúrgicos, números que não se distanciaram muito do produzido no ano anterior. No decorrer do ano 1,65 mil toneladas de novos produtos foram desenvolvidos, foram concluídos 45 projetos de investigação e 105 pedidos de patentes foram apresentados, fatores que contribuíram para o aumento de competitividade da empresa. (MASTEEL,2009).

4. Desempenho Empresarial: Gerdau, Usiminas, Baosteel, Masteel, de 2005 a 2009.

Esse capítulo tem o objetivo de investigar e comparar as empresas siderúrgicas brasileiras e chinesas no período de 2005 a 2009. As empresas utilizadas para comparação são as já mencionadas no capítulo anterior: Gerdau e Usiminas, BaoSteel e MaSteel. O objetivo é que se consiga chegar a conclusões a respeito de seus investimentos, financiamentos e saúde financeira, assim como outras questões que foram levantadas no primeiro capítulo deste estudo e que unidas às informações desenvolvidas no segundo capítulo darão o embasamento teórico necessário para o desenvolvimento deste capítulo e permitirão que se tirem algumas conclusões e que se levantem novas questões sobre as estruturas financeiras destas empresas.

4.1 Metodologia

Nesse capítulo analisaremos a evolução patrimonial e os indicadores econômico-financeiros das empresas cujos dados para sua elaboração serão extraídos das demonstrações financeiras divulgadas anualmente pelas empresas. A análise será feita através dos indicadores de liquidez, de endividamento, de estrutura e de rentabilidade. Finalmente, avaliaremos os fluxos de caixa das empresas. Os indicadores econômico-financeiros são descritos abaixo.

4.1.1. Liquidez Corrente e Liquidez Geral

Através desses indicadores é possível saber a disponibilidade em caixa da empresa e, portanto, a capacidade da empresa em honrar dívidas. É possível também através da Liquidez Geral observar melhor a saúde financeira da empresa a longo prazo.

A Liquidez Corrente é calculada da seguinte maneira:

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

A Liquidez Geral é obtida pela seguinte expressão:

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a longo prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a longo prazo}}$$

4.1.2. Indicadores de Endividamento e Estrutura

Quanto aos indicadores de endividamento e estrutura será calculada a relação entre capital de terceiros e capital próprio e a relação entre capital de terceiros e passivo total, com isso será obtido o quanto a empresa possui de capital de terceiros para cada unidade de capital próprio e o quanto provém de financiamentos cada unidade monetária de recursos captada pela empresa.

$$\text{Relação Capital de Terceiros / Capital Próprio} = \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

$$\text{Relação Capital de Terceiros / Passivo Total} = \frac{\text{Exigível Total}}{\text{Passivo Total}}$$

É importante destacar aqui que o Exigível Total é a soma do Passivo Circulante mais o Exigível a Longo Prazo, e o Passivo Total é soma do Exigível Total mais o Patrimônio Líquido.

4.1.3. Indicadores de Rentabilidade

Para mensurar a rentabilidade serão calculados o Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), que revelarão respectivamente o retorno produzido pelo total de aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos, o que pode ser interpretado como o custo financeiro máximo que uma empresa poderia empregar em suas captações de fundos, e o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários, que se dá pela relação lucro líquido e patrimônio líquido. Para tanto será calculado o Retorno sobre o ativo tanto para o lucro bruto quanto para o operacional e líquido. Serão analisados também a decomposição da rentabilidade para averiguar a margem de lucro e o giro sobre vendas. Com isso é possível saber quantas vezes as vendas cobriram, dentro de um ano, os ativos totais de uma empresa.

Segue abaixo as expressões:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

$$ROA = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$$

$$ROA' = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Ativo Total}}$$

$$ROA'' = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

$$\text{Margem Lucro} \times \text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Total}}$$

4.1.4. Alavancagem Financeira

Outro fator analisado para efeito de comparação será a Alavancagem Financeira (GAF) que consiste na relação entre o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o Retorno sobre o Ativo (ROA), a idéia contida nesse indicador é tomar recursos de terceiros a um determinado custo e aplicá-los em alguma atividade que os faça render uma determinada taxa de retorno, a diferença para mais ou para menos vai para os proprietários e altera seu retorno sobre o patrimônio líquido. A alavancagem pode indicar tanto uma situação favorável para empresa quanto uma desfavorável, uma vez que pode aumentar a relação de retorno sobre o patrimônio líquido, ou seja, indicar uma maior rentabilidade para o proprietário, ou ainda, indicar uma fragilidade financeira. Em situações que a alavancagem é muito alta significa que as empresas possuem uma participação de capital próprio muito reduzido em relação ao capital de terceiros, isso faz com que elas tenham maiores dificuldades em obter empréstimos e assumam um maior risco financeiro em suas transações.

$$GAF = \frac{\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)}}{\text{Retorno sobre o Ativo (ROA)}}$$

4.1.5. Alavancagem Operacional

Define-se Grau de Alavancagem Operacional (GAO) como a capacidade que a empresa possui para aumentar as vendas e conseqüentemente aumentar os resultados, dados seus custos fixos. Em outras palavras, mede o impacto direto nos resultados operacionais dada uma variação nas vendas. Quanto maiores os custos fixos em comparação à margem de contribuição, maior será o grau de alavancagem operacional, e, portanto, maior será a sensibilidade do resultado operacional quando houver variações nas vendas. Observa-se também que quanto maior o GAO, maiores são os riscos, pois o resultado operacional ficará muito sensível a variações na receita bruta, tanto para mais quanto para menos.

$$GAO = \frac{\text{Variação Percentual no Lucro Operacional (LAJIR)}}{\text{Variação Percentual nas Vendas.}}$$

É importante destacar que quanto maior o GAO, maior será a sensibilidade da empresa para gerar lucros. O inverso também é verdadeiro, uma redução nas vendas atingirá a empresa na mesma proporção.

Diante da exposição dos métodos que serão utilizados na elaboração desse trabalho. Será aplicado a partir de agora uma análise individual para cada uma das empresas: Gerdau, Usiminas, Baosteel e Masteel. Posteriormente haverá uma comparação geral entre as empresas brasileiras e chinesas do setor.

4.2. Gerdau

4.2.1. Relatórios Anuais

De acordo com os relatórios anuais da administração da Gerdau, o ano de 2005 foi caracterizado pela continuidade do crescimento econômico mundial e pela inflação reduzida em quase todas as regiões do mundo. A produção mundial do aço bateu recordes, atingindo 1,1 bilhão de toneladas. No entanto, a demanda interna caiu em face de retrações de alguns setores como a construção civil e o de máquinas e implementos agrícolas. Em contrapartida, as exportações compensaram a redução da demanda interna. O volume exportado foi de 12,5

milhões de toneladas, 4,4% maior que o ano anterior. Ainda nesse ano foram consolidadas unidades nos EUA, Colômbia e Argentina, fatores que foram contribuintes, aliados a maior demanda na América do Norte e em países da América do Sul onde a empresa tem operações, para o bom desempenho anual da Companhia.

A receita líquida anual da Gerdau em 2005 foi 8,4% maior que no ano anterior, sendo que 47,1% desse valor foram resultantes das operações no Brasil. Cabe destacar também que, de acordo com um programa de investimentos que a empresa estabeleceu para o triênio 2005/2007 foram aplicados US\$ 858,0 milhões, dos quais US\$ 731,6 milhões em ativo imobilizado, principalmente na construção da nova usina siderúrgica em Araçariguama (SP) e na ampliação da capacidade instalada da Usina de Ouro Branco (MG), e US\$ 126,4 milhões em aquisições de participações acionárias na América do Sul. (GERDAU, 2005).

A dívida líquida diminui no período, isso se deu, de acordo com o relatório anual da administração, em razão da valorização da moeda brasileira frente ao dólar, o que fez com que diminuísse a porção da dívida em dólares contratada pelas empresas no Brasil quando convertida para reais. Isso reflete uma maior geração de caixa em 2005. Houve também um alongamento do perfil das dívidas na empresa, que passaram da média de quatro anos para nove anos.

O ano de 2006, assim como 2005, caracterizou-se pelo contínuo crescimento e por sua trajetória de expansão e aumento da eficiência operacional. Nesse ano a empresa obteve um faturamento de R\$ 27,5 bilhões e gerou um lucro líquido de R\$ 3,5 bilhões. Foram aplicados US\$ 2,0 bilhões, em prosseguimento do programa de investimentos estabelecido pela Gerdau, sendo metade em ativo imobilizado e a outra parte em aquisições. Foram feitas sete novas aquisições internacionais e realizados investimentos em modernização e aumento da capacidade instalada de plantas já existentes. A Gerdau adquiriu empresas na América do Norte, América do Sul e Europa. Esses fatos, em especial, fez com que a dívida líquida aumentasse 41,7% em relação a 2005. (GERDAU, 2006).

Em 2007, a capacidade instalada de produção de aço cresceu 24,8%, espelho dos investimentos em aquisições e melhorias de produtividade, que no ano totalizaram US\$ 6,3 bilhões. O faturamento bruto consolidado cresceu 18,5% em relação a 2006, isso se deu, além dos investimentos em aquisições, em razão da maior demanda por aço e melhores preços no mercado internacional. Além disso, foram investidos US\$ 1,5 bilhão em ativo imobilizado e outros US\$ 4,8 bilhões em um intenso programa de aquisições internacionais, de acordo com o programa de investimentos estabelecido para o triênio 2007/2009.

Cabe destacar que a partir de 2007 a Gerdau passou a apresentar suas Demonstrações Financeiras Consolidadas de acordo com o padrão contábil internacional (*International Financial Reporting Standards – IFRS*) consubstanciado na instrução CVM nº457 de 13/07/2007, com obrigatoriedade somente vigente a partir do exercício findo de 2010. O que mostra o comprometimento da Companhia em aumentar a transparência e a confiabilidade das informações financeiras prestadas. A partir de 2007 também ocorreu uma evolução da governança corporativa, com a transição para uma nova geração de líderes executivos.

O ano de 2008 apresentou o melhor desempenho para a Gerdau, com os melhores resultados operacionais e financeiros. Foi um ano de consolidação de importantes aquisições que ocorreram nos anos anteriores, de maior internacionalização de seus produtos e de maior rentabilidade. Os investimentos realizados em aquisições de empresas, expansão de capacidade de produção e melhorias de produtividade totalizaram US\$ 5,1 bilhões no ano. A receita líquida consolidada foi 36,9% superior a 2007, assim também o lucro líquido foi 14,9% maior em relação a 2007.

Em 2008 a Gerdau adquiriu a Macsteel, segunda maior produtora de aços especiais dos EUA. Aumentou em quase 30% sua participação societária na Aços Villares no Brasil, passando a deter 63,9% do controle direto e indireto dessa empresa. Aumentou em 20% a participação societária na Corporacion Sidenor S.A., holding que controla a maior fabricante de aços longos da Espanha, passando a deter 60% dessa empresa. Todos esses fatores contribuíram para o aumento da capacidade instalada, principalmente em aços especiais, de maior valor agregado.

No entanto, os últimos três meses de 2008 marcam um fechamento de ciclo, em que há uma forte retração da demanda e do crédito mundial, decorrentes da crise econômica com estopim na maior economia mundial, os EUA. A crise forçou a redução generalizada de estoques em toda cadeia produtiva e a redução de utilização de capacidade das plantas siderúrgicas, para fazer frente às reduções de disponibilidades em caixa. Diante disso, houve uma redução de 1,8% na produção global de aço em decorrência dos acontecimentos do último trimestre.

Por fim, o exercício de 2009 caracterizou-se como um período de ajustamento as dificuldades econômicas resultantes da crise. Foi um ano em que a produção de aço bruto reduziu-se cerca de 30%, a queda nas vendas foi de 26,8% o que conseqüentemente afetou os lucros e a rentabilidade da empresa. A Gerdau reduziu em R\$ 2 bilhões seus custos fixos de produção, em R\$ 5 bilhões seu capital de giro e reduziu em R\$ 8 bilhões sua dívida líquida.

Essa redução significativa da dívida fez com que a empresa mantivesse sua boa imagem frente às agências de avaliação de crédito.

Os investimentos previstos ao longo do ano foram em sua maioria adiados, mas não cancelados. A empresa pretende retomá-los com um plano de investimento de R\$ 9,5 bilhões para os cinco anos seguintes, com o objetivo de adicionar valor a seus produtos na cadeia do aço. A empresa tem como expectativa também o aumento da demanda gerada por programas como os financiamentos da Caixa Econômica Federal para aquisição da casa própria, assim como as obras de infra-estrutura para a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016, além dos programas governamentais como o PAC e as tecnologias ainda em desenvolvimento para o petróleo no pré-sal.

4.2.2. Evolução Patrimonial

A tabela 1 contém as informações necessárias para a elaboração dos indicadores apresentados na tabela 2. Essas informações foram extraídas do balanço patrimonial e das demonstrações de resultados da Companhia divulgadas no site da Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo para os anos de 2005 a 2009. Vale destacar que foram utilizados os valores consolidados.

Tabela 1

GERDAU	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo Circulante	12.129.178	14.053.657	15.312.973	20.775.540	14.164.686
	882.798	1.237.603	2.649.019	3.416.354	3.050.843
Realizável a Longo Prazo					
	8.867.210	11.638.283	23.591.920	34.858.620	27.367.787
Ativo Permanente					
	21.879.186	26.929.543	41.553.912	59.050.514	44.583.316
Ativo Total					
	4.189.108	5.496.694	6.587.148	8.475.437	4.818.521
Passivo Circulante					
	7.549.558	8.701.736	18.243.556	25.531.499	17.760.002
Exigível a Longo Prazo					
	8.042.186	9.964.638	12.780.021	20.166.502	18.507.473
Patrimônio Líquido					
	21.879.186	26.929.543	41.553.912	59.050.514	44.583.316
Passivo Total					
	21.412.343	23.516.760	30.613.528	41.907.845	26.540.050

Receita Líquida de Vendas					
	4.041.495	4.394.545	5.255.293	5.893.114	1.031.460
Lucro Operacional					
	5.892.482	6.495.935	7.479.626	10.888.899	4.432.704
Lucro Bruto					
	4.334.250	4.327.392	5.255.293	5.893.114	1.031.460
Lucro Operacional (LAJIR)					
	2.781.340	2.880.922	3.549.881	3.940.505	1.121.966
Lucro Líquido					

*valores expressos em milhares de Reais (R\$)

FONTE: Elaboração própria a partir de www.bvmbovespa.com.br.

Através da tabela 1 é possível observar as variações patrimoniais da empresa nesse período. O que se percebe é uma tendência de crescimento dos Ativos Totais da empresa de 2005 até 2008 e um decréscimo em 2009. O Ativo Circulante também manteve essa tendência de crescimento, o que revela sinais de que a empresa apresentava uma evolução nos investimentos de curto prazo e foi bastante afetada pela Crise econômica financeira no final de 2008. Já o Realizável a Longo Prazo não sofreu um decréscimo muito acentuado em 2009, ficando acima ainda do apresentado no ano de 2007, só perdendo para 2008, o que evidencia que a empresa manteve o crescimento em aplicações de prazos mais longos. Assim também seus recursos permanentes apresentaram um crescimento até 2008, isso pode indicar uma forma da empresa financiar as aplicações mais elevadas em ativos de longo prazo.

No Passivo Total é predominante o papel do Patrimônio Líquido, que tem crescido consideravelmente, assim também como o Exigível a Longo Prazo, ou seja, os financiamentos de maior prazo de pagamento. O Patrimônio Líquido foi superior ao Exigível a Longo Prazo em 2005 e 2006. Em 2007 e 2008 o capital de terceiros superou o montante de capital próprio. Essa situação só voltou a se inverter novamente em 2009.

Em contrapartida, frente aos demais itens do Passivo, o Passivo Circulante apesar de apresentar um ligeiro crescimento até 2008 ainda tem pouca representatividade, isso pode ser explicado pelo grande volume de dinheiro que os investimentos siderúrgicos demandam, e que, portanto, demandam um maior período de maturação e serão realizados via financiamentos de longo prazo.

Quanto às vendas, estas também tiveram um crescimento acentuado até 2008, comparado a 2005, em 2008 elas já haviam crescido 48,9%. Esse crescimento foi freado em 2009, percebe-se que o desaquecimento econômico decorrente da crise afetou profundamente o consumo de

ação e de seus derivados, impulsionando as vendas para baixo. Com isso, os lucros que eram crescentes também decaíram de forma acentuada em 2009.

4.2.3. Análise dos Indicadores

De acordo com a tabela 2 analisaremos um a um os resultados dos indicadores financeiros da Gerdau S.A.

Tabela 2

GERDAU	2005	2006	2007	2008	2009
Liquidez Corrente	2,895	2,557	2,325	2,451	2,940
	1,108	1,077	0,723	0,711	0,762
Liquidez Geral					
	1,460	1,425	1,943	1,686	1,220
Capital de Terceiros/ Capital Próprio					
	0,537	0,527	0,598	0,576	0,506
Capital de Terceiros/ Passivo Total					
	0,127	0,107	0,085	0,067	0,025
Lucro Líquido / Ativo Total					
	0,198	0,161	0,126	0,100	0,023
Lucro Operacional / Ativo Total					
	0,269	0,241	0,180	0,184	0,099
Lucro Bruto/ Ativo Total					
	0,346	0,289	0,278	0,195	0,061
Retorno sobre o Patrimônio Líquido					
	0,130	0,123	0,116	0,094	0,042
Margem de Lucro					
	0,979	0,873	0,737	0,710	0,595
Giro do Ativo					
	0,202	-0,003	0,131	0,056	0,316
Alavancagem Operacional					
	1,746	1,799	2,196	1,958	2,620
Alavancagem Financeira					

FONTE: Elaboração própria.

A Liquidez Corrente, como já definida anteriormente, medirá a folga financeira da empresa, em outras palavras, se a empresa possui ou não capital de giro em curto prazo. É a relação entre Ativo Circulante e Passivo Circulante, ou seja, para cada unidade monetária aplicada em haveres e direitos circulantes o quanto a empresa deve em curto prazo. No caso

da Gerda, os indicadores de Liquidez Corrente foram superiores a 1 em todo o período estudado, portanto revela que a empresa apresenta uma folga, ou seja, um capital de giro no curto prazo.

Já a Liquidez Geral, que reflete a situação financeira geral da empresa, a capacidade de pagamento, de honrar dívidas de curto e longo prazo, apresentou-se superiores a 1 em 2005 e 2006 revelando uma boa saúde financeira. A partir de 2007 esses indicadores foram inferiores a 1, isso porque o Exigível a Longo Prazo elevou-se significativamente, esse fato pode indicar uma situação de maior aperto financeiro frente a uma necessidade imediata de quitar dívidas. Isso significa que para cada unidade monetária de dívida, a empresa dispôs em 2007 de 0,723 unidade monetária para pagar, ou seja, ainda faltou 0,277 unidade monetária para a quitação da dívida. Essa diferença em uma situação de fragilidade financeira teria de ser retirada dos Ativos Permanentes.

A relação entre Capital de Terceiros e Capital Próprio foi superior a 1 em todos os anos, o que denota um maior grau de dependência financeira. Sendo 2007 o ano do período em que o índice foi maior, atingindo 1,943, isso representa que para cada unidade de capital próprio a empresa possui 1,943 de capital de terceiros aplicados. A relação entre Capital de Terceiros e o Passivo Total, que mede o quanto provém de financiamentos de terceiros de cada unidade monetária captada pela empresa, revelou-se no período sempre superior a 50%. Apesar do grau de dependência financeira estar ligeiramente elevado, há o predomínio de financiamentos de longo prazo o que propicia à empresa um tempo maior para gerar recursos que saldarão os compromissos, sem a necessidade de ter que optar por sacrificar os ativos permanentes.

Os indicadores de rentabilidade que relacionam os lucros bruto, líquido e operacional com o ativo total, apesar de não apresentarem uma má rentabilidade, tiveram uma trajetória decrescente ao longo do período estudado, sendo essa queda ainda mais enfatizada no período de transição de 2008 para 2009. Assim também, o retorno sobre o patrimônio líquido, que revela o quanto os proprietários da empresa auferiram de lucro por seus recursos aplicados, teve um desempenho igualmente decrescente.

Ainda no que diz respeito à rentabilidade, o Giro do Ativo que mede o quanto a empresa realizou em vendas para cobrir seus ativos / investimentos totais em um determinado ano teve uma relação igualmente decrescente, além disso, mostrou que a empresa não chega a completar um giro, o que mostra o quão grande é a proporção de seus investimentos no ativo em comparação a sua receita líquida de vendas. A margem líquida, que analisa o quanto a

empresa obteve de lucro líquido em relação as suas vendas líquidas, também teve decréscimo no período, manteve-se superior aos 10% de 2005 a 2007, decaindo para cerca de 9% em 2008 e abaixo dos 5% em 2009.

A alavancagem operacional relaciona a estrutura dos custos fixos, as vendas e a geração de lucro operacional. No caso da Gerdau não houve alavancagem operacional, ou seja, o resultado operacional não se mostrou muito sensível à variações na receita de vendas.

A alavancagem financeira se mostrou presente em todo o período, sendo ainda maior a partir de 2007, com ligeira queda em 2008 e retomada em 2009. Isso significa que a empresa utiliza capital de terceiros a um determinado custo e os emprega em atividades que lhes garantem rendimentos maiores, essa diferença vai para os proprietários da empresa.

4.2.4. Análise do Fluxo de Caixa

O Balanço Patrimonial apresenta estaticamente de um lado a origem de recursos utilizados pela empresa, ou seja, o Passivo, de outro as aplicações dos recursos, o Ativo. O Fluxo de Caixa vai mostrar o que isso representa em termos de dinheiro movimentado no exercício e que resultam na variação do saldo de caixa. (MATARAZZO, 2010).

Através da demonstração do fluxo de caixa é possível visualizar: *atividades operacionais*, que englobam a venda de produtos e a prestação de serviços, ou seja, a manutenção das operações da empresa; *atividades de investimento*, que envolvem transações que afetam o caixa da empresa e são representadas geralmente por aplicações em títulos, resgates e liquidação de dívidas, pagamentos e recebimentos por compra de ativos, ou seja, toda atividade relacionada aos investimentos da empresa; *atividades de financiamento*, que envolvem mudanças na estrutura do passivo da empresa, são basicamente representadas por empréstimos e financiamentos.

Tabela 3 - Fluxo de Caixa Gerdau

		2005	2006	2007	2008	2009
4.01	Caixa Líquido Atividades Operacionais	4.955.019	4.384.700	6.437.835	3.635.344	6.350.592
4.01.01	Caixa Gerado nas Operações	3.245.240	3.492.289	5.972.167	10.291.525	3.775.017
4.01.02	Variações nos Ativos e Passivos	943.637	1.109.928	1.873.914	-3.789.776	3.938.767
4.01.03	Outros	766.142	0	-1.408.246	-2.866.405	-1.363.192
4.02	Caixa Líquido Atividades de Investimento	-1.766.814	-3.577.067	-11.164.783	-6.560.645	-1.048.334
4.03	Caixa Líquido Atividades de Financiamento	402.520	-484.645	6.070.269	2.599.958	-4.933.632

4.04	Varição Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-210.426	-173.640	-387.749	325.856	-303.291
4.05	Aumento(Redução) de Caixa e Equivalentes	3.590.725	322.988	955.572	513	65.335
4.05.01	Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	2.041.967	5.966.823	1.070.524	2.026.096	2.026.609
4.05.02	Saldo Final de Caixa e Equivalentes	5.966.823	5.494.694	2.026.096	2.026.609	2.091.944

*valores expressos em milhares de Reais

FONTE: Elaboração própria a partir de www.bvmbovespa.com.br.

De acordo com o fluxo de caixa apresentado para o período, a empresa revelou que para o ano de 2005 houve um aumento em caixa na casa de 3 bilhões de Reais principalmente em virtude do grande caixa líquido gerado com as atividades operacionais e com o saldo positivo das atividades de financiamento, ou seja, a empresa emprestou dinheiro, pagou dívidas e essa diferença gerou caixa. Além do mais, a empresa foi mais tímida na questão investimentos comparada aos anos do período tratado, foram destinados somente 1 bilhão de reais para as atividades de investimento.

O ano de 2006 apresentou um desempenho inferior ao ano anterior no aumento de caixa, gerou um aumento na casa dos 300 milhões, isso porque o montante das atividades operacionais foi menor em razão da maior variação nos ativos e passivos. A empresa conseguiu um maior volume de empréstimos, mas pagou grande quantia em juros e amortizações, o que ocasionou em um caixa de atividades de financiamento negativo. Por outro lado, o volume de caixa destinados a atividades de investimentos foi significativamente superior, a empresa investiu no ano 3,57 bilhões de reais.

Em 2007, houve uma mudança dos valores comparativos em razão da aplicação da adoção do parágrafo 93^a do IAS19⁵, com isso houve diferenças de valores no resultado final de 2006 para 2007. No entanto, não nos ateremos a essas mudanças. O ano de 2007 foi de melhor desempenho, com aumento de caixa na casa dos 900 milhões, com aumento das atividades operacionais e aumento de caixa das atividades de financiamento. No ano a empresa adquiriu 11 bilhões de reais em financiamento, pagou algo em torno de 5 bilhões em juros, amortizações e dividendos, gerando um caixa positivo na ordem de 6 bilhões de reais. Além disso, investiu mais de 11 bilhões, sendo 8 bilhões em aquisições de empresas, 2 bilhões em imobilizado e adquiriu receitas provenientes de aplicações financeiras.

⁵ “A Companhia adotou em 2008 a alternativa prevista no parágrafo 93A do IAS 19, no qual os ganhos e perdas atuariais são reconhecidos no período em que eles ocorrem e passam a ser registrados na demonstração das receitas e despesas reconhecidas consolidadas, a qual passa a ser apresentada em substituição a demonstração das mutações do Patrimônio Líquido consolidadas. Anteriormente, os ganhos e perdas atuariais eram reconhecidos na demonstração do resultado durante o período médio remanescente de serviço dos empregados ativos.” (GERDAU, 2008.p.4)

Em 2008 a empresa gerou mais de 10 bilhões de reais em operações , no entanto o caixa líquido das atividades operacionais foi de 3,6 bilhões. Isso porque houve variação negativa dos ativos e passivos, ou seja, aumentou as obrigações da empresa, houve redução das contas a receber, aumento das contas a pagar, aumento dos estoques, e outros agravantes que afetaram a liquidez da empresa, atingindo um aumento de caixa total de 0,5 milhões de reais. Mesmo assim a empresa adquiriu novos empréstimos na ordem de 5 bilhões e obteve um aumento em capital/ações em tesouraria, ficando com um caixa líquido das atividades de financiamento de 2,6 bilhões e investindo no ano um total de 6,5 bilhões , sendo estes em aquisições e adições no imobilizado e intangível . Vale destacar também que a variação cambial agiu de forma positiva em 2008, ao contrário de todos os outros anos do período, o que contribuiu para que os resultados não fossem ainda menos satisfatórios.

Em 2009 já houve melhora em caixa com um aumento de 65 milhões em relação a 2008. O caixa gerado nas operações foi de 3,7 bilhões e 3,9 bilhões foram frutos das variações nos ativos e passivos, que esse ano foi positiva principalmente em vista da redução dos estoques. O caixa das atividades de financiamento foi negativo, embora a empresa tenha obtido cerca de 4 bilhões em novos empréstimos, e tenha reduzido a quantia paga em dividendos de 1,6 bilhões em 2008 para 300 milhões em 2009, pagou um montante de 8 bilhões em dívidas com empréstimos e financiamentos, ocasionando em saldo negativo. O valor total das atividades de investimento também foi menor, 1 bilhão de reais, sendo a maioria em imobilizado.

4.3. Usiminas

4.3.1. Relatórios Anuais

De acordo com o relatório anual da Usiminas o ano de 2005 foi de um excelente desempenho operacional, a produção de aço foi 3% superior ao ano de 2004. No entanto, dado a redução da demanda interna por produtos siderúrgicos as vendas tiveram um decréscimo de 9% em relação ao período anterior. A estratégia da Companhia foi aumentar o nível de exportações, que subiram de 28% das vendas em 2004 para 33% no ano de 2005. Um ponto importante para a empresa no ano de 2005 foi a integração com a Cosipa, o que reduziu os custos para ambas as companhias.

Em razão da melhora dos preços médios praticados, houve um crescimento de 7% na receita em 2005. A dívida total da Usiminas diminuiu o equivalente a U\$1,7 bilhões. Os empréstimos de longo prazo representavam 75% do endividamento e a maioria, 70%, foram em moeda estrangeira. Na outra ponta, os investimentos ficaram 26% superiores ao período anterior e se destinaram à manutenção, atualização tecnológica de equipamentos e proteção ambiental.

Em 2006, assim como no ano anterior, a empresa apresentou um excelente desempenho operacional, aumentando em 1,3% a produção em relação a 2005. O volume comercializado também aumentou em 8,1%. Assim também a participação do mercado interno ficou 6,9% superior ao ano de 2005 e as exportações cresceram 10,6%, correspondendo a 33,4% das vendas totais. A receita líquida apresentou um decréscimo em 2006, isso em razão dos menores preços médios praticados, do mix de produtos comercializados e da valorização do real frente ao dólar de 8,7%. No entanto os investimentos em imobilizado aumentaram em 17,1% e o endividamento líquido diminuiu.

O ano de 2007 deu continuidade ao crescimento apresentado nos anos anteriores. O consumo de aço no Brasil cresceu 19,7% e em face disso a empresa direcionou 77% de sua produção para o mercado nacional. Essa estratégia de vendas propiciou aumento em 0,6% nas vendas totais e 24,9% nas vendas ao mercado interno. Esse fato, aliado aos melhores preços praticados e o mix de produtos comercializados, refletiu no resultado 11,6% superior a 2006 da receita líquida. Assim também o lucro líquido apresentou crescimento de 26,1% em relação ao ano anterior, os investimentos em imobilizados saltaram de R\$ 524,7 milhões para R\$1,2 bilhões e a dívida líquida caiu de R\$3,5 bilhões em 2006 para R\$3 bilhões no ano de 2007.

2008 foi um ano marcado pelo desempenho excepcional e pela retração da demanda no último trimestre. A Usiminas obteve uma receita líquida recorde de R\$15,7 bilhões decorrente principalmente dos melhores preços. Entretanto a produção de aço bruto reduziu-se em 7,5% devido à parada programada dos altos-fornos da usina de Cubatão e Ipatinga. As vendas totais também tiveram redução de 10,2%, todavia a participação do mercado interno nas vendas aumentou, alcançando 83% do total. Já as exportações retraíram em 8,3%, em razão do direcionamento das vendas para o mercado interno e da desvalorização média do dólar frente ao real de 5,7% no comparativo anual. No que diz respeito ao endividamento, a dívida líquida consolidada aumentou em relação a 2007, isso devido ao maior investimento e contratação de financiamentos, como a aquisição da Mineradora J. Mendes em fevereiro. O endividamento

total ficou em R\$7,2 bilhões contra R\$3 bilhões em 2007, sendo 84% empréstimos a longo prazo.

O ano de 2009 foi o mais afetado pelos reflexos do desaquecimento da demanda mundial, principalmente no primeiro semestre do ano. Frente às dificuldades enfrentadas, a Usiminas realizou corte de custos, diminuição no volume da produção, adiamento de projetos e redução nos estoques. A empresa paralisou três dos cinco altos-fornos frente à queda de 41,5% no volume de vendas. A receita líquida reduziu-se em 30% em relação a 2008 em razão do menor volume comercializado e da queda do preço médio. No entanto, a empresa realizou o maior volume de investimentos num único ano na história da Usiminas: R\$ 2,1 bilhões e ainda conseguiu reduzir seu endividamento total, passando para o patamar de R\$ 6 bilhões, sendo destes, 41% de financiamentos em moeda local e 59% em moeda estrangeira e 86% com vencimento em longo prazo. Além disso, a empresa participa de operações de *swap* com o objetivo de reduzir custos, de se proteger da exposição cambial e dos juros.

A partir do último semestre de 2009 a economia brasileira já dá sinais de recuperação, a Usiminas decide religar dois dos altos-fornos, mas essa melhora ainda não foi o suficiente para compensar as perdas do primeiro semestre. As perspectivas para os anos que seguem são maior fortalecimento do mercado interno e, assim como para a Gerdau, espera o impulso gerado no setor pelas obras da Copa do Mundo, Jogos Olímpicos, programas governamentais de incentivo ao crédito imobiliário, de desenvolvimento de infra-estrutura para o país e de captação de petróleo no pré-sal, que apontam para cenários positivos na década seqüente.

4.3.2. Evolução Patrimonial

De acordo com a tabela 4, em que estão inseridas as principais informações extraídas do balanço patrimonial e do demonstrativo financeiro da Usiminas para o período de 2005 a 2009 serão analisadas a evolução patrimonial e, de acordo com os dados dessa tabela, serão montados na seqüência os indicadores econômico-financeiros.

Tabela 4

USIMINAS	2005	2006	2007	2008	2009
	6.640.126	7.582.233	8.962.928	11.796.451	9.239.835
Ativo Circulante					
	1.549.137	855.200	1.020.565	932.531	1.119.960
Realizável a Longo Prazo					

	10.005.995	10.259.583	10.715.256	14.955.438	15.494.346
Ativo Permanente					
	18.195.258	18.697.016	20.698.749	27.684.420	25.854.141
Ativo Total					
	3.940.371	3.175.786	3.769.391	4.000.163	3.036.027
Passivo Circulante					
	5.418.178	5.005.159	4.340.949	7.704.493	6.648.585
Exigível a Longo Prazo					
	8.752.570	10.418.031	12.474.331	15.893.223	15.814.123
Patrimônio Líquido					
	18.195.258	18.697.016	20.698.749	27.684.420	25.854.141
Passivo Total					
	13.040.726	12.415.318	13.824.843	15.706.529	10.924.140
Receita Líquida de Vendas					
	5.016.289	3.378.395	4.454.535	4.675.899	1.727.290
Lucro Operacional					
	5.415.361	4.267.646	4.888.349	5.896.441	1.483.858
Lucro Bruto					
	4.975.240	3.424.379	4.461.687	4.675.899	1.727.290
Lucro Operacional (LAJIR)					
	3.918.429	2.515.461	3.171.895	3.540.935	1.236.102
Lucro Líquido					

*valores expressos em milhares de Reais.

FONTE: Elaboração própria a partir de www.bvmbovespa.com.br.

Ao observar a tabela 3 percebe-se que o ativo circulante vinha apresentando uma sequência de crescimento até 2008 e foi interrompido em 2009, em decorrência do aperto financeiro ocasionado pela retração da demanda por produtos do setor no período. Isso revela que a empresa vinha apresentando um crescimento nas aplicações de curto prazo e isso teve de ser freado para não sacrificar capital de giro. Já as aplicações de longo prazo, representadas pelo Realizável a Longo prazo, tiveram uma queda em 2006, voltaram a crescer em 2007, decaíram em 2008 e aumentaram novamente em 2009.

As aplicações em recursos permanentes tiveram um ligeiro crescimento até 2007, mas foi em 2008 e 2009 que eles tiveram um crescimento significativo. A empresa como dito anteriormente adquiriu em 2008 a mineradora J Mendes, fato determinante para esse indicador.

O Patrimônio Líquido teve uma trajetória crescente durante praticamente todo o período, somente em 2009 teve um pequeno decréscimo. O Exigível a Longo Prazo vinha diminuindo até 2007, teve um aumento em 2008 e voltou a decrescer em 2009. O Passivo

Circulante não apresentou grandes oscilações no período, salvo o ano de 2008 em que esteve maior, foi pouco representativo dentro das contas do balanço.

Em relação às vendas, estas tiveram um decréscimo em 2006, voltaram a crescer até 2008 e decaíram novamente no ano de 2009, assim também seguiu a trajetória dos lucros, evidenciando que os anos menos favoráveis para a empresa foram 2006, 2008 e 2009.

4.3.3. Análise dos Indicadores

Tabela 5

USIMINAS	2005	2006	2007	2008	2009
Liquidez Corrente	1,685152	2,387514	2,377819	2,948993	3,043397
	0,875057	1,031352	1,230959	1,087514	1,069717
Liquidez Geral					
	1,069234	0,785268	0,650162	0,736456	0,612403
Capital de Terceiros/ Capital Próprio					
	0,51434	0,437554	0,391828	0,422789	0,374586
Capital de Terceiros/ Passivo Total					
	0,215354	0,134538	0,153241	0,127904	0,047811
Lucro Líquido / Ativo Total					
	0,275692	0,180692	0,215208	0,1689	0,066809
Lucro Operacional / Ativo Total					
	0,297625	0,228253	0,236166	0,212988	0,057393
Lucro Bruto/ Ativo Total					
	0,447689	0,241453	0,254274	0,222795	0,078164
Retorno sobre o Patrimônio Líquido					
	0,300476	0,202609	0,229434	0,225444	0,113153
Margem de Lucro					
	0,71671	0,664027	0,667907	0,567342	0,42253
Giro do Ativo					
	0,381516	0,275819	0,32273	0,297704	0,158117
Alavancagem Operacional					
	1,623873	1,336269	1,181526	1,319096	1,169968
Alavancagem Financeira					

FONTE: Elaboração própria.

De acordo com a tabela 5 analisaremos um a um os resultados dos indicadores financeiros da Usiminas S.A.

A Liquidez Corrente foi superior a 1 em todos os anos e apresentou um crescimento ano a ano, o que representa uma boa situação financeira e revela a presença de capital de giro no

curto prazo. Por outro lado, a Liquidez Geral que dá uma visão mais geral da situação financeira da empresa foi inferior a 1 em 2005, mas passando a superior a partir de então, sendo 2007 seu melhor desempenho. No geral a empresa representou um bom desempenho financeiro e uma boa capacidade de quitar dívidas.

A relação entre Capital de Terceiros e Capital Próprio foi superior a 1 apenas em 2005, sendo nos outros anos inferior a 1 e revelando uma menor dependência financeira a partir de então. O que mostra que para cada unidade de capital próprio a empresa possui 0,78 de capital de terceiros em 2006, 0,65 em 2007, 0,73 em 2008 e 0,61 em 2009. A relação entre Capital de Terceiros e o Passivo Total também deu sinais de decrescimento, mantendo-se em média no patamar dos 40%, o que significa que de cada unidade monetária captada pela empresa cerca de 40% provém de fontes de terceiros. Portanto, esses indicadores mostraram que a empresa vem diminuindo a dependência do capital de terceiros e aplicando maiores recursos próprios.

Os indicadores de Rentabilidade que relacionam os lucros Bruto, Operacional e Líquido como o Ativo Total, apresentaram decrescimento no período, salvo no ano de 2007 em que apresentaram uma ligeira melhora. No ano de 2009 esses indicadores tiveram seu pior desempenho em decorrência da crise. O Retorno sobre o Patrimônio Líquido também seguiu o mesmo caminho: decrescente, apresentando uma ligeira melhora em 2007 e com decréscimo maior em 2009. Através deles pode-se notar que os anos menos favoráveis para a empresa foram 2006, 2008 e 2009.

O Giro do Ativo, que mede o quanto a empresa realizou em vendas para cobrir seus investimentos em ativos, teve uma relação também decrescente. A empresa não chega a completar um giro, isso porque, como já dito anteriormente no caso da Gerdau S.A, a proporção de investimentos das siderúrgicas é muito maior em comparação as receitas líquidas de vendas. A Margem Líquida, que relaciona Lucro Líquido com Vendas Líquidas, teve um decrescimento ao longo do período, caiu de 30% para 20% de 2005 para 2006, manteve-se na casa dos 22% em 2007 e 2008, e teve uma caída forte em 2009, ficando na casa dos 11%.

A alavancagem financeira, que significa a captação de recursos de terceiros para aplicações no ativo que aumentarão o retorno sobre o patrimônio líquido, esteve presente em todo o período. Sendo maior em 2005, 2006 e 2008, e menor em 2007 e 2009. Não houve alavancagem operacional no período.

4.3.4. Análise do Fluxo de Caixa

Tabela 6- Fluxo de Caixa Usiminas

		2005	2006	2007	2008	2009
4.01	Caixa Líquido Atividades Operacionais	2.705.896	3.547.140	4.029.356	1.705.802	2.281.129
4.01.01	Caixa Gerado nas Operações	2.700.132	3.305.159	3.934.155	5.324.725	1.446.954
4.01.02	Variações nos Ativos e Passivos	5.764	241.981	95.201	-3.618.923	834.175
4.01.03	Outros	0	0	0	0	0
4.02	Caixa Líquido Atividades de Investimento	-654.231	-785.348	-1.154.547	-3.792.922	-2.021.084
4.03	Caixa Líquido Atividades Financiamento	248.885	-1.909.842	-1.534.957	1.516.541	-1.130.914
4.04	Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-205.169	-61.542	-109.977	7.238	0
4.05	Aumento(Redução) de Caixa e Equivalentes	56.284	790.408	1.229.875	-1.026.696	-870.869
4.05.01	Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	1.874.370	1.930.654	2.721.062	3.950.937	2.924.241
4.05.02	Saldo Final de Caixa e Equivalentes	1.930.654	2.721.062	3.950.937	2.924.241	2.053.372

FONTE: Elaboração própria a partir de www.bvmbovespa.com.br.

De acordo com o fluxo de caixa apresentado para o período, em 2005 houve um aumento de caixa principalmente devido às atividades operacionais e o caixa gerado pelas atividades de financiamento. Em 2005 a empresa destinou mais de 600 milhões nas atividades de investimento sendo a maioria em imobilizado.

O ano de 2006 deu continuidade ao crescimento de caixa apresentado em 2005, o aumento em caixa foi de 790 milhões de reais. As operações responderam por 3,3 bilhões, as atividades de investimento renderam um caixa negativo de 785 milhões, o que significa que foram feitos investimentos nessa ordem, sendo que mais de 500 milhões em imobilizado. O caixa das atividades de financiamento ficou negativo devido ao montante de dividendos, juros e empréstimos pagos superiores aos empréstimos adquiridos.

Em 2007 o caixa das atividades operacionais foi maior, assim como o total de investimentos, o que fez com que o caixa das atividades de investimento fosse menor. A empresa continuou pagando empréstimos, dividendos e juros num montante maior que a sua captação de empréstimos, mas vale destacar que o volume de empréstimos foi menor. Diante desses fatores a empresa aumentou 1,2 bilhões de reais em caixa no ano de 2007.

Em 2008 a empresa gerou mais de 5 bilhões em operações, entretanto o caixa das atividades operacionais foi de apenas 1,7 bilhões, isso devido a variação negativa dos ativos e passivos, principalmente em razão do significativo aumento dos estoques ocasionados pela redução da demanda no último trimestre. O volume de investimentos teve uma elevação, principalmente devido a aquisição da J. Mendes e por investimentos em imobilizado. O caixa

de atividades de financiamento foi positivo e superior a 2007, devido ao maior volume emprestado e a redução das obrigações a pagar devido aos empréstimos mais tímidos realizados em anos anteriores. No geral houve uma redução em caixa na ordem de 1 bilhão, denotando uma queda na liquidez da companhia.

Em 2009 persistiu a redução de caixa, no entanto menor, com queda de cerca de 800 milhões. O caixa gerado nas atividades operacionais foi superior, no entanto o caixa das operações foi menor. Houve uma variação positiva dos ativos e passivos, devido principalmente a redução dos estoques na ordem de 1,5 bilhões de reais. Os investimentos em imobilizado não tiveram muitas variações e o caixa das atividades de financiamento ficou negativo devido ao montante maior pago em dívidas e o volume menor de ingresso de financiamentos.

4.4. Baosteel

4.4.1. Relatórios Anuais

Segundo os relatórios anuais da Baosteel, em 2005 houve uma subida dos preços das matérias primas e uma flutuação no preço do aço, mesmo assim a empresa conseguiu ampliar sua capacidade de produção, o mix de produtos utilizados e o funcionamento integrado e de gestão. As vendas anuais de aço totalizaram 18,785 milhões de toneladas. A receita de vendas foi satisfatória, assim como os lucros. A empresa ampliou seu escopo de negócios para incluir comércio, transporte, química, carvão e etc. Ampliou também a aquisição de ativos e emissão de novas ações. Em agosto de 2005 a empresa começou a negociar suas ações na Bolsa de Xangai.

Em 2006, foi um ano marcado pela aquisição da Mittal Steel da Arcelor como o maior negócio do campo. A demanda por produtos siderúrgicos apresentaram um crescimento estável e rápido, com isso o crescimento da produção foi acentuado. Os preços dos produtos siderúrgicos aumentaram no mercado doméstico e internacional, assim também como o preço das matérias primas. No entanto a empresa conseguiu manter altos níveis de produção e comercialização, através da redução dos custos e melhora da eficiência, com isso a receita de vendas e os lucros foram superiores ao ano de 2005. As vendas tiveram um aumento de 13,95%, o lucro líquido foi 2,72% superior.

O ano de 2007 foi de ajuste estrutural e otimização, com crescimento estável e relativamente rápido. O preço do aço oscilou, mas cresceu de forma constante devido ao aumento da demanda no mercado doméstico e internacional, no entanto o preço das matérias primas continuou ascendente. Mesmo assim as vendas anuais aumentaram 6,5% em relação a 2006 e a receita líquida atingiu um aumento de 18% e lucro líquido teve queda de 1,3% em relação ao ano anterior devido ao aumento dos custos de produção.

O ano de 2008 foi marcado pelos efeitos da crise financeira, que ocasionou a desaceleração da indústria siderúrgica no último trimestre, a demanda a jusante e encomendas para o exterior diminuíram e os preços do aço caíram drasticamente. As vendas em relação ao ano anterior quase não variaram, mas o lucro antes dos impostos teve uma queda de 55,1%. O problema de excesso de oferta (100 milhões de toneladas a mais que o necessário) será um grande desafio para os fabricantes de aço na China de curto a médio prazo.

O ano de 2009 foi marcado por um desempenho inferior, porém com sinais de recuperação rápida, com ações governamentais de estímulo a produção. A produção total nacional de aço bruto aumentou 12,9% em relação ao ano anterior. A Baosteel teve vendas de 22,5 milhões de toneladas, apenas 1,6% inferior, as receitas líquidas tiveram um decréscimo de 26% e o lucro antes dos impostos uma queda de 10,5%. O que se espera para os anos seguintes é a implementação de políticas fiscais e monetárias para promoção do crescimento. Espera-se um crescimento menor, mas constante, amparado pelo aquecimento da economia global e o impulso ao consumo internos através das indústrias de automóvel, eletrodomésticos, máquinas e equipamentos, etc. O objetivo da empresa para os anos seguintes é fortalecer a interação da produção, distribuição e vendas, otimizar o processo interno e melhorar a eficiência operacional a fim de se alcançar o melhor desempenho entre as empresas nacionais.

4.4.2.Evolução Patrimonial

De acordo com a tabela abaixo, analisaremos, assim como feito para as demais empresas, as mudanças na estrutura patrimonial da empresa no período de 2005 a 2009 para que seja possível no próximo tópico analisar os indicadores econômico-financeiros.

Tabela 7

BAOSTEEL	2005	2006	2007	2008	2009
----------	------	------	------	------	------

	13.660.434	14.139.379	18.780.983	20.129.106	13.432.326
Ativo Circulante					
	757.040	743.160	30.207.574	48.391.735	37.868.336
Realizável a Longo Prazo					
	25.879.571	25.843.667	21.867.869	37.404.270	29.449.116
Ativo Permanente					
	41.192.993	41.384.131	48.988.557	68.520.841	51.300.662
Ativo Total					
	12.378.464	12.949.030	18.934.842	24.679.428	18.037.349
Passivo Circulante					
	5.862.520	4.594.563	4.328.679	10.325.352	7.447.735
Exigível a Longo Prazo					
Patrimônio Líquido	21.600.950	22.453.829	25.725.036	33.516.061	25.815.578
	41.192.993	41.384.131	48.988.557	68.520.841	51.300.662
Passivo Total					
	36.721.742	43.228.392	46.454.587	68.732.161	37.880.776
Receita Líquida de Vendas					
	5.308.843	5.200.840	4.723.505	2.844.743	1.850.044
Lucro Operacional					
	7.521.213	7.641.559	-	-	-
Lucro Bruto					
	5.310.893	5.207.340	1.768.988	2.793.425	1.860.447
Lucro Operacional (LAJIR)					
	3.673.535	3.564.279	3.255.095	2.261.323	1.554.557
Lucro Líquido					

*valores em milhares de Reais, utilização da cotação Real –Iuan RMB do último dia de cada ano analisado.

FONTE: Elaboração própria a partir de www.baosteel.com/plc_e/

A tabela 7 mostra que o ativo circulante apresentou uma trajetória crescente até 2008, decaindo em 2009. Isso se deu em face ao maior aperto financeiro que a crise do último trimestre de 2008 acarretou, evidenciando uma maior necessidade de barrar as aplicações de curto prazo para não comprometer o capital circulante líquido.

O Realizável a Longo Prazo teve um aumento exorbitante sobretudo a partir de 2007, reduzindo-se um pouco no ano de 2009. Isso, segundo a empresa, se deu pela maior aquisição de empréstimos de longo prazo para investimentos em ativos fixos, que demandam um maior prazo de maturação e portanto, um prazo maior para pagamento. Pode-se perceber o que o montante de ativos permanentes foi crescente ao longo dos anos, evidenciando maiores investimentos em imobilizado.

O Patrimônio Líquido também teve uma trajetória crescente durante praticamente todo o período, somente em 2009 teve um pequeno decréscimo. O Exigível a Longo Prazo vinha diminuindo até 2007, teve um aumento em 2008 e voltou a decrescer em 2009, mas sendo ainda superior ao apresentado em 2007. O Passivo Circulante foi crescente até 2008 e teve uma ligeira queda em 2009, no entanto desde ele é superior ao ativo circulante, o que no próximo tópico mostrará um problema de liquidez corrente e um possível aperto financeiro.

Em relação a receita líquida de vendas, estas apresentaram um crescimento até 2008, sobretudo em 2008, e tiveram um decréscimo em 2009. Já os lucros apresentaram uma grande queda já em 2008 e foram ainda mais baixos em 2009.

A partir de 2007 a Baosteel passou a não incluir o lucro bruto em sua demonstração de resultados, uma vez que já engloba na Receita Total as receitas com operações e nos Custos, os custos com operações, com vendas, administrativos e financeiros, gerando já de início o lucro operacional. Por esta razão a tabela está incompleta nesse quesito.

4.4.3. Análise dos Indicadores

Com base nos principais dados do balanço e da demonstração de resultados apresentados no tópico anterior, analisaremos agora os indicadores econômico-financeiros para a Baosteel.

Tabela 8

	2005	2006	2007	2008	2009
BAOSTEEL					
Liquidez Corrente	1,1036	1,0919	0,9919	0,8156	0,7447
	0,7904	0,8483	2,1058	1,9575	2,0130
Liquidez Geral					
	0,8445	0,7813	0,9043	1,0444	0,9872
Capital de Terceiros/ Capital Próprio					
	0,4428	0,4239	0,4749	0,5109	0,4968
Capital de Terceiros/ Passivo Total					
	0,0892	0,0861	0,0664	0,0330	0,0303
Lucro Líquido / Ativo Total					
	0,1289	0,1257	0,0964	0,0415	0,0361
Lucro Operacional / Ativo Total					
	0,1826	0,1846	-	-	-
Lucro Bruto/ Ativo Total					
	0,1701	0,1587	0,1265	0,0675	0,0602
Retorno sobre o Patrimônio Líquido					

	0,1000	0,0825	0,0701	0,0329	0,0410
Margem de Lucro					
	0,8915	1,0446	0,9483	1,0031	0,7384
Giro do Ativo					
	0,1446	0,1203	0,1017	0,0414	0,0488
Alavancagem Operacional					
	1,3196	1,2631	1,3123	1,6251	1,6698
Alavancagem Financeira					

FONTE: Elaboração própria.

A Liquidez Corrente foi superior a 1 em 2005 e 2006, a partir de 2007 ela foi inferior a 1 revelando que a situação financeira líquida da empresa no curto prazo apresenta problemas. A empresa tem mais obrigações do passivo, ou seja deve mais, do que aplicações nos ativos, haveres e direitos circulantes.

Já a Liquidez Geral, que reflete a situação financeira geral da empresa, a capacidade de pagamento, de honrar dívidas de curto e longo prazo, apresentou um resultado oposto. Foi inferior a 1 em 2005 e 2006 e superior a partir de 2007. Isso ocorreu devido ao aumento mais que significativo no Realizável a Longo Prazo a partir de 2007, o que contrabalanceou o crescimento do passivo circulante.

A relação entre Capital de Terceiros e Capital Próprio foi inferior a 1 em praticamente todo o período, com exceção de 2008, o que denota um menor grau de dependência financeira da empresa sobre capital de terceiros. A relação entre Capital de Terceiros e o Passivo Total, que mede o quanto provém de financiamentos de terceiros de cada unidade monetária captada pela empresa, revelou-se no período em torno de 44% em 2005, 42% em 2006, 47% em 2007, 51% em 2008 e 49% em 2009. Ou seja, maior nos dois últimos anos, período em que a empresa enfrentou maior dificuldade financeira.

Os indicadores de rentabilidade que relacionam os lucros bruto, líquido e operacional com o ativo total, tiveram uma trajetória decrescente ao longo do período estudado, sendo essa queda ainda mais enfatizada no período de 2008 e 2009. Assim também, o retorno sobre o patrimônio líquido, que revela o quanto os proprietários da empresa auferiram de lucro por seus recursos aplicados, teve um desempenho igualmente decrescente, com pior desempenho em 2008 e 2009.

O Giro do Ativo que mede o quanto a empresa realizou em vendas para cobrir seus ativos totais em um determinado ano teve uma trajetória oscilante, aumentou em 2006, caiu em 2007, aumentou novamente em 2008 e teve nova queda em 2009. A margem líquida, que

analisa o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação as suas vendas líquidas, também teve decréscimo no período sendo o ano de 2008 o de pior desempenho, 2009 em comparação a 2008 já apresentou ligeira melhora, mas foi ainda bem inferior aos anos anteriores.

A empresa apresentou alavancagem financeira e crescente em todo o período, somente em 2006 teve um ligeira queda. Isso significa que a empresa utiliza capital de terceiros para financiar atividades que lhe auferiram rendimentos maiores que irão para os proprietários. A alavancagem não esteve presente, ou seja, o resultado operacional não se mostrou muito sensível à variações na receita de vendas no período tratado.

4.4.4. Análise de Fluxo de Caixa

Tabela 9 - Fluxo de Caixa Baosteel

		2005	2006	2007	2008	2009
4.01	Caixa Líquido Atividades Operacionais	6.590.293	5.916.441	4.730.422	5.564.521	6.119.350
4.02	Caixa Líquido Atividades de Investimento	-10.068.412	-4.717.453	-5.410.200	-9.455.456	-4.461.385
4.03	Caixa Líquido Atividades Financiamento	3.996.933	-1.075.569	396.797	926.211	-2.025.598
4.04	Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-1.288	26.068	7.686	-62.523	-1.797
4.05	Aumento(Redução) de Caixa e Equivalentes	517.526	2.537.697	-259.906	-3.027.247	-369.430
4.05.01	Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	1.489.037	1.895.298	3.924.078	5.176.027	1.599.793
4.05.02	Saldo Final de Caixa e Equivalentes	2.006.563	4.432.994	3.664.172	2.148.780	1.230.363

*valores em milhares de Reais, utilização da cotação Real –Iuan RMB do último dia de cada ano analisado

FONTE: Elaboração própria a partir de www.baosteel.com/plc_e/

Em 2005, o fluxo de caixa líquido das atividades operacionais aumentou 35% em relação ao ano de 2004, segundo o relatório anual do ano de 2005. Isso se deu principalmente pela expansão da empresa após a aquisição de ativos. O caixa líquido das atividades de investimento teve um aumento de 319% em relação ao ano anterior. O caixa líquido das atividades de financiamento também foi bem superior ao ano anterior e positivo, representando que as entradas líquidas de empréstimos foram superiores às obrigações das dívidas pagas. Esses movimentos renderam um aumento em caixa no total de R\$517 milhões.

Em 2006 o fluxo de caixa líquido das atividades operacionais diminuiu em comparação a 2005. Isso devido a um aumento no nível dos estoques em decorrência do maior preço das matérias primas e uma redução dos recebíveis. Os investimentos também foram menores em comparação ao montante de 2005, sendo o caixa das atividades de investimento negativo,

porém maior que 2005, os investimentos realizados foram em sua maioria destinados aos ativos fixos. O caixa líquido das atividades de financiamento diminuiu em relação a 2005 e foi negativo, isso denota que o montante pago por juros e amortizações foi superior ao volume emprestado. Vale destacar que a variação cambial foi favorável em 2006. No geral, o ano de 2006 rendeu um aumento em caixa de R\$2,5 bilhões.

No ano de 2007 houve uma redução em caixa de R\$259 milhões. O caixa líquido das atividades operacionais foi menor em comparação a 2006, o caixa gerado nas operações foi maior, porém as saídas de caixa foram superiores às entradas, assim também foram mais elevadas as tributações. O caixa líquido das atividades de investimento foi menor, principalmente devido ao maior volume de investimentos em imobilizado, intangível e outros investimentos de longo prazo. O caixa das atividades de financiamento teve um aumento em relação ao ano anterior, isso foi resultado do crescimento da dimensão do investimento em ativos fixos, o que conseqüentemente motivou a empresa obter maiores empréstimos.

Em 2008 houve uma melhora do fluxo de caixa líquido das atividades operacionais. A variação do caixa das atividades de financiamento foi positiva e maior, devido ao maior volume de empréstimos. O volume de investimentos, principalmente destinados a ativos fixos, intangíveis e outros de longo prazo, quase dobrou. A variação cambial afetou de forma negativa o caixa da empresa. Em vistas disso, a empresa teve redução de caixa no valor de R\$3,027 bilhões.

O ano de 2009 também apresentou redução de caixa da empresa, dessa vez no valor de R\$ 369 milhões. O ano apresentou um caixa líquido das atividades operacionais superior ao ano anterior. Porém os investimentos foram menores, e o volume de empréstimos contraídos também, ocasionando uma saída de caixa de financiamento maior que a entrada. Para completar, a variação cambial no ano também foi negativa.

4.5. Masteel

4.5.1. Relatórios Anuais

De acordo com os relatórios anuais da Masteel, durante o ano de 2005 a receita com vendas da Companhia aumentou 20% em relação ao ano anterior, embora o crescimento econômico mundial aparentasse uma desaceleração em relação a 2004. As despesas da indústria siderúrgica aumentaram com a elevação do preço do minério de ferro, em

contrapartida o preço dos produtos siderúrgicos tiveram um decrescimento. Esses fatores influenciaram para que o Lucro Líquido decaísse 20% em relação ao ano anterior. Por outro lado, os empréstimos de curto prazo foram reduzidos e os de longo prazo aumentados e o grupo ainda investiu 12,93% a mais em obras em andamento que no ano de 2004 e implantou um plano de investimentos que objetiva produzir 5 milhões de toneladas dentro de cinco anos.

No ano de 2006 a receita de vendas teve um aumento de 7% em relação a 2005; já o Lucro Operacional caiu 9 %, principalmente devido à redução de preços dos produtos vendidos, isso levou a uma queda de 20% do Lucro Líquido da Companhia. Os investimentos aumentaram devido a aquisição e construção de bens fixos e investimentos externos. Os financiamentos também aumentaram com a obtenção de empréstimos bancários e emissão de títulos como garantia.

Em 2007 as receitas de vendas aumentaram 43% e o lucro líquido aumentou em 3% em relação a 2006. A capacidade instalada da Companhia aumentou, assim como o mix de produtos devido ao programa de investimentos em expansão da capacidade em 5 milhões no período de 5 anos. O preço dos produtos siderúrgicos no mercado internacional foram mais altos , cerca de 10% maiores que 2006. Os empréstimos de longo prazo reduziram-se em 5%, em contrapartida a Companhia emitiu 2 milhões de RMBs em *commercial papers* com prazo de vencimento de um ano. A Companhia também investiu menos no ano de 2007, uma redução de 34% em relação ao ano anterior em projetos e construções.

No ano de 2008 a empresa teve um aumento de cerca de 40% na receita de vendas em relação ao ano anterior. Entretanto o lucro líquido decaiu por volta de 70%. Isso se deu, de acordo com o relatório anual divulgado pela empresa naquele ano, pelo aumento dos preços do minério de ferro importado e pela redução dos preços dos estoques da empresa. A partir de outubro de 2008 os preços dos produtos siderúrgicos sofreram uma abrupta queda, em decorrência da demanda escassa por esses produtos frente à crise econômica mundial. A empresa diminuiu sua produção através da paralisação de alguns alto-fornos e da suspensão da produção de algumas linhas de produtos. Os recursos captados foram utilizados para diminuir a dívida da companhia, através do pagamento do principal dos empréstimos bancários destinados ao projeto de expansão da empresa. A empresa teve uma redução de 74% nos investimentos em projetos e construções em relação ao ano de 2007.

Em 2009 a receita de vendas teve uma queda de 27% em relação ao ano anterior. A queda ano a ano do resultado operacional do Grupo atribui-se principalmente a queda

significativa dos preços médios de venda dos produtos siderúrgicos durante todo o período tratado. A crise financeira de 2008 impactou a economia global, acumulando capacidade ociosa e reduzindo exportações, o que fez com que os preços permanecessem voláteis a um nível baixo nas empresas siderúrgicas em geral. Ainda assim a empresa investiu 2% a mais em relação ao ano anterior em projetos e construções em relação ao ano de 2008.

Para contrabalançar os efeitos da crise, a China objetiva para os períodos posteriores a 2009, um pacote de planos para sustentar o crescimento e impulsionar a demanda doméstica, através, por exemplo, de investimentos em infra-estrutura, o que elevaria consideravelmente a demanda por produtos siderúrgicos.

4.5.2. Evolução Patrimonial

Através da tabela 10, cujos valores foram extraídos dos relatórios anuais divulgados pela Masteel no período de 2005 a 2009, analisaremos o comportamento patrimonial da Companhia nesse período.

Tabela 10

MASTEEL	2005	2006	2007	2008	2009
Ativo Circulante	3.260.808	3.488.525	5.591.691	6.641.139	6.170.196
	153.663	161.250	191.957	311.828	256.099
Realizável a Longo Prazo					
Ativo Permanente	7.581.150	10.959.408	10.019.305	13.966.325	9.761.350
	11.276.362	15.024.697	17.238.230	22.659.008	17.339.074
Ativo Total					
Passivo Circulante	3.127.432	3.443.928	6.171.769	6.346.474	5.506.930
	8.031.619	5.855.385	5.337.510	7.272.823	4.934.961
Exigível a Longo Prazo					
Patrimônio Líquido	5.410.064	5.690.750	5.688.143	9.087.336	6.933.390
	11.276.362	15.024.697	17.238.230	22.659.008	17.339.074
Passivo Total					
Receita Líquida de Vendas	9.305.445	9.402.238	11.895.709	23.983.042	12.857.265
	1.367.004	1.209.746	1.351.805	1.449.724	698.055
Lucro Bruto					

	976.325	767.066	676.252	276.067	143.559
Lucro Operacional (LAJIR)					
	855.860	671.899	622.757	250.496	136.160
Lucro Líquido					

*valores em milhares de Reais, utilização da cotação Real – Iuan RMB do último dia de cada ano analisado.

FONTE: Elaboração própria a partir de <http://www.magang.com.hk/eng/announcement.asp>

De acordo com o apresentado, o Ativo Circulante mostrou um significativo crescimento no período, decaindo apenas em 2008, mas voltando a crescer em 2009, o que significa que a empresa aplicava crescentemente recursos no curto prazo e foi interrompida em 2008 por dificuldades financeiras oriundas da crise.

O Realizável a Longo Prazo também apresentou um crescimento contínuo ao longo do período. Os recursos permanentes apresentaram um crescimento até 2007, decaindo em 2008 e 2009. O Passivo Circulante vinha apresentando crescimento até 2007, em 2008 reduziu-se significativamente e teve um ligeiro aumento em 2009.

O Patrimônio Líquido aumentou ano a ano, passando a partir de 2007 a ser superior ao Exigível a Longo Prazo, o que revela uma menor dependência em relação a capital de terceiros a partir de então. O Exigível a Longo Prazo oscilou no período, ou seja, decresceu em 2006, teve um ligeiro aumento em 2007 e voltou a cair em 2008 e 2009.

As vendas também tiveram um crescimento forte até 2008. Em 2009 com o desaquecimento econômico elas sofreram decrescimento. Com os lucros não foi diferente, apesar destes já apresentarem decrescimento desde 2005, salvo uma ligeira melhora em 2007 no pós 2008 eles decaíram ainda mais.

4.5.3. Análise dos Indicadores

A partir dos dados dos dados financeiros expostos na tabela 10, analisaremos agora os indicadores econômico-financeiros para a Masteel.

Tabela 11

MASTEEL	2005	2006	2007	2008	2009
	1,0426	1,0129	0,9060	1,0464	1,1204
Liquidez Corrente					
	0,3060	0,3925	0,5025	0,5105	0,6154
Liquidez Geral					
	2,0626	1,6341	2,0234	1,4987	1,5060

Capital de Terceiros/ Capital Próprio					
Capital de Terceiros/ Passivo Total	0,9896	0,6189	0,6677	0,6011	0,6022
	0,0759	0,0447	0,0361	0,0111	0,0079
Lucro Líquido / Ativo Total					
	0,0866	0,0511	0,0392	0,0122	0,0083
Lucro Operacional / Ativo Total					
	0,1212	0,0805	0,0784	0,0640	0,0403
Lucro Bruto/ Ativo Total					
	0,1582	0,1181	0,1095	0,0276	0,0196
Retorno sobre o Patrimônio Líquido					
	0,0920	0,0715	0,0524	0,0104	0,0106
Margem de Lucro					
	0,8252	0,6258	0,6901	1,0584	0,7415
Giro do Ativo					
	0,1049	0,0816	0,0568	0,0115	0,0112
Alavancagem Operacional					
	1,8272	2,3126	2,7908	2,2625	2,3719
Alavancagem Financeira					

FONTE: Elaboração própria.

De acordo com a tabela apresentada acima, a Liquidez Corrente foi superior a 1 em todos os anos, salvo em 2007, em que as obrigações do passivo foram maiores que o ativo circulante, representando que a empresa passou por um aperto de caixa. Já a Liquidez Geral, que engloba também as aplicações e obrigações de longo prazo e, portanto, dá uma visão mais ampla da situação financeira da empresa, foi superior a 1 a partir de 2005, tendo em 2007 uma ligeira queda mas permanecendo ainda superior a 1, evidenciando uma boa situação financeira.

A relação entre Capital de Terceiros e Capital Próprio revelou grande dependência financeira de capital de terceiros uma vez que o resultado foi superior 1 em todos os anos, sendo em 2005 e 2007 superiores a 2, decaindo um pouco em 2008 e 2009. A relação entre Capital de Terceiros e o Passivo Total, que mede o quanto provém de financiamentos de terceiros de cada unidade monetária captada pela empresa, revelou-se bastante alta, sendo superior a 90% em 2005, e caindo para a casa dos 60% nos outros anos.

Os indicadores de rentabilidade mostraram que a empresa não anda muito bem economicamente, uma vez que decaíram de forma crescente no decorrer do período, sendo suas piores quedas nos anos de 2008 e 2009, e seus resultados não chegaram a uma casa decimal. O retorno sobre o patrimônio líquido, que revela o quanto os proprietários da

empresa auferiram de lucro por seus recursos aplicados, teve um desempenho igualmente decrescente e despencaram nos últimos dois anos.

Apesar do mau desempenho econômico, o giro do ativo que mede o quanto a empresa realizou em vendas para cobrir seus ativos totais foi superior a 1 em 2007 e apresentou um bom desempenho comparado por exemplo às empresas do setor no Brasil, Gerdau e Usiminas. A margem líquida, que analisa o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação as suas vendas líquidas, também teve decréscimo no período, os resultados foram de 9% em 2005 e 1% em 2009.

A empresa apresentou alta alavancagem financeira em todo o período tratado, principalmente em 2008, ano em que a alavancagem ficou em 2,79. Esse fato mostra que a empresa utiliza o capital de terceiros para aumentar seus rendimentos em patrimônio líquido, mas pode indicar também um certo desequilíbrio financeiro, obrigando-a a adquirir cada vez mais empréstimos para manter suas atividades. A alavancagem operacional que relaciona a estrutura dos custos fixos, com as vendas e a geração de lucro operacional, assim como para as demais empresas não se mostrou presente.

4.5.4. Análise do Fluxo de Caixa

Tabela 12 - Fluxo de Caixa Masteel

		2005	2006	2007	2008	2009
4.01	Caixa Líquido Atividades Operacionais	1.699.630	1.447.272	879.080	2.873.390	1.700.826
4.01.01	Caixa Gerado nas Operações	1.643.496	1.569.772	973.269	3.108.433	1.741.237
4.01.02	Variações nos Ativos e Passivos	202.294	116.500	-745.437	226.184	182.677
4.01.03	Outros	-146.161	-239.001	651.248	-461.227	-223.089
4.02	Caixa Líquido Atividades de Investimento	-2.590.883	-3.387.813	-1.735.436	-1.137.749	-1.021.216
4.03	Caixa Líquido Atividades Financiamento	1.184.058	2.663.383	1.317.448	-1.751.596	-668.137
4.04	Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-21.211	-15.945	-1.706	-13.680	5.254
4.05	Aumento(Redução) de Caixa e Equivalentes	292.805	174.923	461.091	-15.955	11.472
4.05.01	Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	612.823	835.375	880.199	1.892.303	1.386.779
4.05.02	Saldo Final de Caixa e Equivalentes	884.416	994.353	1.339.584	1.862.668	1.403.505

*valores em milhares de Reais, utilização da cotação Real –Iuan RMB do último dia de cada ano analisado.

FONTE: Elaboração própria a partir de <http://www.magang.com.hk/eng/announcement.asp>

De acordo com o fluxo de caixa da Masteel, o ano de 2005 apresentou uma elevação no caixa da empresa de 292 milhões de reais. As atividades operacionais renderam um caixa na ordem de 1,6 bilhões. O caixa das atividades de investimento foi negativo em 2,6 bilhões

devido aos investimentos em equipamentos e obras do ativo imobilizado e na aquisição de uma subsidiária. O caixa das atividades de financiamento foi positivo em 1,1 bilhões devido a um volume de empréstimos maior que somado a contribuições de acionistas minoritários superaram as obrigações de dívidas pagas.

O ano de 2006 apresentou um aumento menor em caixa comparado com o ano anterior, com destaque para uma queda do caixa líquido das atividades operacionais. As atividades de investimento tiveram valor negativo superior ao de 2005, evidenciando um maior volume de investimentos, principalmente em compras de itens do ativo imobilizado, obras em andamento e outros ativos intangíveis. O caixa das atividades de financiamento foi superior ao ano de 2005, não pelo volume emprestado, mas pelo aumento da emissão de obrigações com warrants, pelo aumento das contribuições de acionistas minoritários e pela diminuição do volume pago por juros e dividendos.

Em 2007 a empresa teve o melhor aumento em caixa do período estudado, 461 milhões. No entanto, o caixa líquido das atividades operacionais reduziu significativamente em relação ao ano anterior, principalmente devido as variações negativas nos ativos e passivos em decorrência do aumento dos estoques, das contas a pagar e receber. O caixa líquido das atividades de investimento ainda foi negativo porém revelou um fluxo de investimentos menor que ao ano de 2006, com quase a metade do volume de investimentos em imobilizado que o ano anterior. O caixa líquido das atividades de financiamento foi positivo, porém menor que 2006, isso em razão do maior valor pago em juros e amortização de empréstimos.

Em 2008 a empresa foi recorde em geração de caixa líquido das atividades operacionais, gerando apenas em operações 3,1 bilhões de reais. Entretanto, a empresa teve um saldo negativo no caixa de atividades de financiamento de R\$ 1,7 bi. Isso porque, apesar do aumento do volume de empréstimos e da emissão de warrants, foi pago mais que o dobro do ano anterior em empréstimos bancários e o valor pago por dividendos também aumentou significativamente. Os investimentos também reduziram de volume, para quase a metade. Com esses fatores houve uma redução do volume de caixa de um ano para o outro no valor de R\$46 milhões.

Em 2009 o caixa líquido das atividades operacionais foi menor. No entanto houve aumento do caixa da empresa de um ano para o outro no valor de R\$44 milhões. Houve uma redução dos estoques, um aumento das contas a receber e diminuição das contas a pagar. O caixa líquido das atividades de investimento mostrou que houve um aumento no nível dos

investimentos. Assim também o caixa líquido das atividades de financiamento foi negativo, porém menor que o ano de 2008, a empresa apesar de ter adquirido mais empréstimos, pagou mais aos bancos e menos sobre os dividendos. Com isso é simples perceber o aperto financeiro enfrentado pela empresa nesses últimos dois anos.

5. Conclusões a cerca do desempenho das empresas

Conforme as análises realizadas das empresas, pode-se dizer que a Usiminas em comparação com a Gerdau apresentou no período liquidez corrente e geral maiores, com exceção do ano de 2005. Além disso, o endividamento em relação ao capital próprio e o endividamento em relação ao total do passivo também foram menores, revelando uma menor dependência financeira de capital de terceiros. Os indicadores de rentabilidade mostraram também que a Usiminas teve um desempenho mais satisfatório.

Em contrapartida, a Gerdau apresentou uma estrutura de crescimento mais contínua comparada a da Usiminas, revelando uma interrupção do crescimento somente em decorrência da crise de 2008. Já a Usiminas teve períodos de oscilações, como por exemplo, o ano de 2006, em que a empresa não teve um desempenho muito satisfatório apresentando receita de vendas menores, conseqüentemente margem e rentabilidade menor.

No que diz respeito a investimentos a Gerdau superou a Usiminas, o maior volume de investimentos da Usiminas foi da ordem de R\$3,7 bilhões em 2008, enquanto a Gerdau investiu aproximadamente o mesmo em 2006, R\$11 bilhões em 2007 e R\$6,5 bilhões em 2008. Talvez isso explique o porquê a Gerdau apresenta uma alavancagem financeira muito superior ao da Usiminas.

Comparando a Baosteel com a Masteel, pode-se observar alguns pontos semelhantes e outros bastante divergentes. O que diz respeito à liquidez corrente, tanto uma empresa como a outra apresentou uma trajetória semelhante, ou seja, tiveram liquidez corrente inferior a 1 a partir de 2007, revelando portanto que, a partir de então, as obrigações do passivo superaram as aplicações no ativo e que se forem necessários desembolsos imediatos o caixa gerado não seria suficiente para cobrir as obrigações do passivo. Quanto a liquidez geral, que inclui, como já dito no transcorrer do trabalho, o realizável a longo prazo e o exigível a longo prazo, revelou uma grande divergência entre as duas empresas. A Masteel em decorrência da baixa participação do realizável a longo prazo na composição de seus ativos e da quase estabilidade do exigível a longo prazo no período, obteve liquidez geral abaixo de 1 em todo o período tratado. Já a Baosteel apresentou uma surpreendente alta em ativos realizáveis a longo prazo a partir de 2007 e por essa razão somado ao aumento contínuo do exigível a longo prazo, a liquidez geral atingiu valores superiores a 2, revelando uma situação de alta liquidez geral, transferindo para o longo prazo obrigações e aplicações.

No que diz respeito à estrutura de capital, a Masteel apresenta uma participação de terceiros em relação ao capital próprio muito maior que a Baosteel, assim também como a participação de terceiros em relação ao passivo total, em média 60% contra a média de 40% da Baosteel. Com isso também a alavancagem financeira da Masteel é superior a da Baosteel, enquanto em 2007 a Masteel apresentou um GAF de 2,79, a Baosteel ficou com o valor de 1,31. Os indicadores de rentabilidade mostraram que a Baosteel apresentou rentabilidade maior que a Masteel. Enquanto em 2005 a Masteel teve seu melhor desempenho de retorno sobre o ativo (ROA) na casa dos 8%, a Baosteel apresentou 12%. Em 2009 com a crise econômica, a Masteel não chegou a alcançar o patamar de 1%, enquanto a Baosteel ficou na casa dos 3%.

A Baosteel manteve durante todo o período uma política voltada para os investimentos, sendo o seu volume total de investimentos muito superior ao volume de investimentos da concorrente Masteel. Diante do cenário de baixa liquidez e maior endividamento a Masteel é uma empresa que opera com maior risco financeiro e tende a enfrentar maiores dificuldades diante de crises. Por essa razão seu desempenho foi o pior entre as quatro no período de crise, 2008 e 2009.

Ao comparar as empresas brasileiras com as chinesas, pode-se concluir que as brasileiras apresentam melhor liquidez, e rentabilidade mais elevada. A estrutura de endividamento foi semelhante, com exceção da Masteel, que apresenta uma maior dependência de capital de terceiros e, portanto, é mais alavancada e mais propensa ao risco. No que diz respeito a volume de investimentos a Gerdau e Baosteel são as que investiram montantes maiores, seguidas da Usiminas e Masteel.

6. Considerações finais

Concluimos que a teoria da Irrelevância Financeira proposta por Modigliani e Miller abriu caminho para muitos questionamentos que auxiliaram a elaboração de novos conceitos dentro do que se denomina de teoria do investimento. O investimento passou a ser visto como dependente do financiamento e da estrutura financeira interna das empresas. Foi possível perceber que boas práticas de governança corporativa contribuem para que sejam reduzidos problemas como assimetria de informações, custos de agência e restrições ao crédito, uma vez que as empresas mais comprometidas com práticas de boa governança estão também mais comprometidas a minimizarem as perdas de recursos financiados e com isso adquirem crédito mais facilmente nos mercados.

Foi possível perceber também que o maior endividamento, ao mesmo passo que pode promover maior capacidade de alavancar resultados, representa um risco financeiro maior e que a maturidade das decisões de investimento deve ser compatível com seus financiamentos, para que não se comprometa o caixa da empresa na hora de honrar dívidas.

A indústria siderúrgica tem como característica ser intensiva em capital e por isso realizar investimentos de longo prazo e demandar volume maior de recursos para financiá-los. Além disso, por ser base para outras indústrias, as siderúrgicas são altamente sensíveis a variações econômicas. Diante disso, o trabalho mostrou que o período de 2008-2009, em que o mundo passou por uma recessão, a indústria siderúrgica foi uma das mais afetadas, as empresas do setor foram obrigadas a adiar investimentos, cortar custos e racionar a produção, ocasionando redução dos lucros e um maior aperto financeiro. No entanto, apesar do forte impacto, sinais de recuperação não tardaram a aparecer principalmente graças à rápida resposta das empresas na redução de custos, assim também como as ações governamentais de incentivo à produção e ao consumo, visando o aquecimento da demanda em atividades como construção civil, indústria automobilística e de eletrodomésticos.

Em síntese, o estudo mostrou que o aço tem se caracterizado pelo alto crescimento no mercado chinês e pela formação de grandes grupos internacionais. Com isso, a China tem pressionado os preços internacionais e as decisões de investimento ao redor do mundo. Entretanto, apesar de apresentar um crescimento exorbitante e ser a número um em produção siderúrgica mundial, a saúde financeira de suas empresas não foi superior a saúde financeira das empresas brasileiras no período tratado. As brasileiras, Gerdau e Usiminas, se igualaram

em grande parte dos quesitos e em muitos deles tiveram desempenho superior aos das chinesas.

7. Referências Bibliográficas

ALDRIGHI, D.M. **Uma avaliação das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros.** *Revista de Economia Política*. Pdf de Scielo.br, 2006.

AMORIM, R.L.C. **Assimetria de Informações e Racionamento de Crédito: Novo-Keynesianos x Pós- Keynesianos.** *Teor. Evid.Econ. Passo Fundo*, v.9 n.17, 2001.

BAOSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2005.

BAOSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2006.

BAOSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2007.

BAOSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2008.

BAOSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2009.

CASAGRANDE, E. E; CERZETTI, F. V. **As modernas teorias do investimento: uma perspectiva histórica de suas dificuldades.** In: *Anais Do VII Encontro De Economia Da Região Sul – ANPEC SUL*, jul. 2004.

CASAGRANDE, E. E. **Investimento e Financiamento no Brasil.** *Revista Venesolana de Analisis de Conyuntura* vol. XIII nº2, 2002.

CASAGRANDE, E. E. **O Investimento e o financiamento em tempos anormais: A decisão de investir e financiar no Brasil.** Tese de Doutorado. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2000.

CERZETTI, F. V. **Estrutura de capital e investimento: financiamento no Brasil na segunda metade da década de 1990.** *Trabalho de conclusão de curso.* UNESP. Araraquara, 2002.

CERZETTI, F. V. **Restrição Financeira: Teoria e Evidências para o Brasil pós- Real, 1995 a 1999.** *Tese de Mestrado.* Araraquara, 2005.

CROSSETTI, P.A & FERNANDES, P.D. **Para onde vai a China? O Impacto do Crescimento Chinês na Siderurgia Brasileira.** *BNDES Setorial*, Rio de Janeiro, n.22, p.151-204, set. 2005.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas: teoria e prática.** *Bookman*, 2ª ed., 2004.

ECLAD. Economic Commission for Latin America and the Caribbean - **Foreign Direct Investment in Latin America and the Caribbean**, 2009.

FANG, C.; YANG, D.; MEIYAN, W. **Crise ou Oportunidade : Resposta da China à Crise Financeira Global**. *Revista Tempo do Mundo* [rtm] n.1. dez. 2009.

FAZZARI, S. & PETERSEN, B. **Working capital and fixed investment : new evidence on finance constraints**. *Randal Journal of Economics*, v.24,n.3, 1993.

FAZZARI, S.M, HUBBARD, G. & PETERSEN, B. **Financing constraint and corporate investment: response to Kaplan and Zingales**. *NBER Working Paper*, n.5462,1996.

FONSECA, P.S.M.; ALECRIM, M.D.A.; SILVA, M.M. **Siderurgia: Dimensionamento do Potencial de Investimento**. 2007. Disponível em www.bndes.gov.br.

GERDAU S.A, **Relatório Anual**, 2005.

GERDAU S.A, **Relatório Anual**, 2006.

GERDAU S.A, **Relatório Anual**, 2007.

GERDAU S.A, **Relatório Anual**, 2008.

GERDAU S.A, **Relatório Anual**, 2009.

GREENWALD, B.; STIGLITZ J.; WEISS A. M. **Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations**. *American Economic Review*, v. 74, nº 2, p. 350-355, mai. 1984.

GROSSMAN, S. & STIGLITZ, J. **On the Impossibility of Informationally Efficient Markets**. *American Economic Review*, v. 70, nº3, p.393-408, jun. 1980.

KAPLAN, S. N & ZINGALES, L. **Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints**. *NBER Working Paper*, n. 5267, 1995.

MAANSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2005.

MAANSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2006.

MAANSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2007.

MAANSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2008.

MAANSHAN IRON & STEEL CO., LTD. **Annual Report**, 2009.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços Abordagem Gerencial**. São Paulo. Editora Atlas S.A., 7ª ed., 2010.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. **The cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment**. *The American Economic Review*, v.48, n.3, p.162-197, 1958

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. **Dividend policy, growth, and the valuation of shares**. *The Journal of Business*, v.34, n.4, p 411-433, 1961.

NETO, A. A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo. Editora Atlas S.A., 2007.

SAITO, R. ; TERRA, P.R.S ; SILVA, A.L.C. ; SILVEIRA, A.D.M. **O Teorema de Modigliani e Miller: Gênese e Contribuição**. *Revista de Administração de Empresas [online]*.vol.48, n.4, pp 64-66, 2008.

STIGLITZ, J. E & WEISS, A. **Credit Rationing in Markets with Imperfect Information**. *American Economic Review*, v.71, p.393-410, june 1981.

STIGLITZ, J. **A Re- Examination of the Modigliani-Miller Theorem**. *American Economic Review*, v.59, n.5, p.784-793, dec. 1969.

USIMINAS S.A, **Relatório Anual**, 2005.

USIMINAS S.A, **Relatório Anual**, 2006.

USIMINAS S.A, **Relatório Anual**, 2007.

USIMINAS S.A, **Relatório Anual**, 2008.

USIMINAS S.A, **Relatório Anual**, 2009.

ZANI, J. **Estrutura de Capital: Restrição Financeira e Sensibilidade do Endividamento em Relação ao Colateral**. *Tese de Doutorado*. UFRGS. Porto Alegre, 2005.

Sites Consultados:

Baoshan I&S Co. Ltda - www.baosteel.com/plc_e/

Bolsa de Valores de São Paulo. <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>

China Iron e Steel Association – <http://www.chinaisa.org.cn>

Gerdau S.A. <http://www.gerdau.com.br>

Instituto Aço Brasil. <http://www.acobrasil.org.br/site/portugues/index.asp>

Maanshan I &S Co.Ltda. <http://www.magang.com.hk/eng/announcement.asp>

Usiminas S.A. <http://www.usiminas.com.br>