

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

**O USO DE INFORMAÇÕES NÃO-FINANCEIRAS POR
ANALISTAS DE INVESTIMENTO NA AVALIAÇÃO DO
DESEMPENHO FUTURO DAS EMPRESAS**

ADRIANO PICCHI NEVES

**São Paulo
2009**

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

**O USO DE INFORMAÇÕES NÃO-FINANCEIRAS POR
ANALISTAS DE INVESTIMENTO NA AVALIAÇÃO DO
DESEMPENHO FUTURO DAS EMPRESAS**

ADRIANO PICCHI NEVES

Dissertação apresentada a Escola de
Administração de Empresas de São Paulo
da Fundação Getúlio Vargas como
requisito para obtenção do título de
Mestre em Administração de Empresas
Área de Conhecimento:
Estratégia, Gestão de Operações e
Análise Financeira

Orientador: Prof.-Dr. Luiz Carlos Di Serio

São Paulo
2009

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

**O USO DE INFORMAÇÕES NÃO-FINANCEIRAS POR
ANALISTAS DE INVESTIMENTO NA AVALIAÇÃO DO
DESEMPENHO FUTURO DAS EMPRESAS**

ADRIANO PICCHI NEVES

Dissertação apresentada a Escola de
Administração de Empresas de São Paulo da
Fundação Getúlio Vargas como requisito para
obtenção do título de Mestre em Administração
de Empresas

Área de Conhecimento:

Estratégia, Gestão de Operações e Análise
Financeira

Data de aprovação: 02 / 07 / 2009

Banca Examinadora

Prof. Dr. Luiz Carlos Di Serio (Orientador) – Fundação Getúlio Vargas

Prof. Dr. João Mario Csillag – Fundação Getúlio Vargas

Prof. Dr. Antonio Muscat – Escola Politécnica da USP

Neves, Adriano Picchi.

O uso de informações não financeiras por analistas de investimento na avaliação do desempenho futuro das empresas / Adriano Picchi Neves. - 2009.

173 f.

Orientador: Luiz Carlos Di Serio.

Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Investimentos – Avaliação. 2. Empresas - Avaliação. 3. Desempenho - Avaliação. 4. Investimentos - Brasil. I. Di Serio, Luiz Carlos. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 334.72(81)

*"A mente que se abre a uma nova idéia
jamais voltará ao seu tamanho original."*

Albert Einstein

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a meus pais, que, por meio dos ensinamentos, me passaram ao longo da vida muito de seus valores. Mostraram-me que o conhecimento se incorpora a nosso ser e nos transforma de maneira definitiva.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha esposa, Lizete, pelo amor, compreensão e suporte que me deu durante este período de aprendizado. Ela teve papel fundamental na realização deste meu objetivo, proporcionando um ambiente de paz necessário para que eu pudesse dedicar-me ao estudo.

Agradeço ao amigo Di Serio, que foi meu orientador, pelo companheirismo, energia, confiança e ajuda constante na busca de novos caminhos.

Agradeço pelo auxílio no decorrer deste trabalho.

- Ao prof. Dr. João Mario Csillag
- À prof. Dra. Susana C. Farias Pereira
- Ao prof. Dr. Jeovan Figueiredo
- À prof. Dra. Cristina Rodrigues de Borba Vieira
- Às empresas participantes da pesquisa e seus representantes

RESUMO

NEVES, A.P. O uso de informações não financeiras por analistas de investimento na avaliação do desempenho futuro das empresas. 158 p. (Dissertação de Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2009.

A complexidade do ambiente de negócios atual se mostrou num nível nunca experimentado com a crise econômica mundial iniciada no ano de 2008 e que despertou em muitos um sentimento de insegurança, perda de referência que não era percebido há muito tempo. Governos, indústrias, bancos e investidores se mostraram desconhecedores da situação e incapazes de reagir diante da nova realidade. Por essa perspectiva, entender o negócio em que se encontram como também as tendências deste no médio e longo prazo se tornaram ainda mais fundamentais para executivos e empresários. Em paralelo, o campo da Administração vem estudando já há algum tempo as causas do desempenho positivo ou negativo de uma organização. Executivos e pesquisadores buscam tal entendimento por meio da utilização de métodos e sistemas eficazes de mensuração e avaliação de desempenho organizacional. Dentro desse cenário de complexidade do ambiente empresarial, surge a necessidade de elaboração de um processo ou sistema para mensuração de novas medidas confiáveis que possam ajudar tanto na previsão do desempenho de longo prazo quanto oferecer ferramentas para correção de estratégias. As variáveis não financeiras têm capacidade maior de auxiliar os gestores na perspectiva de longo prazo, mas ainda existe uma dificuldade na aceitação da utilização e na tradução dessas variáveis em medidas financeiras. Assim, o presente estudo apresenta um enfoque tanto exploratório, por meio da revisão da literatura, base para as discussões sobre a importância das variáveis não-financeiras na análise de desempenho das empresas, quanto descritivo, por meio da descrição e análise de estudos de casos de cinco instituições financeiras que fazem análises de empresas do setor de siderurgia no Brasil. Assim, a partir da revisão da teoria de Análise de Empresas, Indicadores de Desempenho, Desempenho Empresarial e Competitividade e de uma pesquisa entre analistas financeiros das instituições selecionadas, este estudo pretende entender como os analistas financeiros fazem uso de diferentes medidas não-financeiras para determinar os lucros futuros estimados e avaliar as empresas. Dessa forma, espera-se que se possa contribuir para a discussão do tema, tanto do ponto de vista da análise teórica, quanto da verificação das práticas em organizações brasileiras.

Palavras-chave: Variáveis não-financeiras. Análise Fundamentalista. Projeção de resultados. Causas do desempenho das organizações.

ABSTRACT

NEVES, A.P. Non financial informations use by investment analysts on prospective organizational performance evaluation. 158 p. (Master's Degree) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2009.

Reinforced by the economic world-wide crisis initiated in 2008, the complexity of the current business environment has shown in a level never experienced before. It caused feelings such as loss of reference and insecurity in a way much intense it was in the past. Governments, industries, banks and investors had shown ignorant about the current situation and incapable to react upon this new reality. In this perspective to understand the business trends in the medium and long term had become more important than ever for the executives and entrepreneurs. In parallel the administration field is studying the causes of the positive or negative organization's performance. The executives and researchers are searching this understanding through the use of organizational performance measurement and evaluation methods and systems. Inside this scenario of complexity, emerges the need of elaborating a process or system for the measurement of new trustworthy measures that can help in the long term performance forecast as well to offer better tools for strategy's correction. The non-financial variables have better capacity of assisting managers in the long term perspectives, but it still difficulty the use acceptance of these variables and the translation of them into financial metrics. In this context, the present study in such a way presents an exploratory approach, through the revision of literature, base for the discussion on the importance of the non-financial variables in the performance analysis, as well descriptive, through the description and analysis of five case studies applied in financial institutions that analyses Brazilian companies of the siderurgy sector. Thus, from the discussion of the Fundamental Analysis, a critical revision of the theories Performance Indicators, Enterprise Performance and Competitiveness and a research next to the financial analysts of the financial institutions selected, this study intends to understand the way financial analysts use different non-financial metrics to estimate future profits and evaluate companies. As result, the expected contribution of this study is promoting the discussion of the subject both from the theoretical point of view and practical aspects in Brazilian organizations.

Keywords: Non-financial variables. Fundamental Analysis. Results projection. Causes of organizations' performance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 01 – Estrutura da Revisão Bibliográfica	7
Figura 02 – Componentes da Análise Fundamentalista	17
Figura 03 – Perspectivas de desempenho organizacional	22
Figura 04 – <i>Balanced Scorecard</i> como instrumento para tradução da estratégia em termos operacionais	22
Figura 05 – Metas e indicadores do <i>Balanced Scorecard</i> (BSC)	23
Figura 06 – Modelo completo do Diamante de Porter	27
Figura 07 – Matriz Slack de desempenho e importância	34
Figura 08 – Objetivos de desempenho da manufatura	36
Figura 09 – Etapas no processo de análise de uma empresa	47
Figura 10 – <i>Standard & Poor's Equity Research Methodology</i>	51
Figura 11 – Etapas de estudo de caso	59
Figura 12 – Participação dos setores na carteira teórica do índice Bovespa (jan./abr./2009)	63
Figura 13 – Estratégia de coleta de dados	65
Figura 14 – Modelo conceitual do estudo de caso	68
Figura 15 – Relacionamento do processo de análise de empresas com os objetivos e questões da pesquisa	69
Figura 16 – Etapas do método de projeção	115
Figura 17 – Principais temas que concentram as variáveis não-financeiras mais relevantes	126
Figura 18 – Espiral de avaliação	127
Figura 19 – Correlação das variáveis não-financeiras com as métricas financeiras	128
Figura 20 – Fontes de informações não-financeiras	128
Figura 21 – Proposta de uma abordagem sistêmica para avaliar empresas do setor siderúrgico levando-se em consideração a importância das variáveis não-financeiras	130

LISTA DE SIGLAS

AE/IBMEC – Agência Estado / Instituto Brasileiro de Mercados Capitais
ASEAN – Indonésia, Malásia, Filipinas, Cingapura, Tailândia, Vietnã, Mianmar, Laos e Camboja
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
BRIC – Brasil, Rússia, Índia e China
AF – Análise Fundamentalista
BSC – *Balanced Scorecard*
CAPEX – Capital Expenditure (despesas com ativos fixos)
COSIPA – Companhia Siderúrgica Paulista
CRU – *Commodities Research Unit*
CSN – Companhia Siderúrgica Nacional
EVA – Economic Value Added (Valor Econômico Agregado)
FGV – Fundação Getúlio Vargas
IBOVESPA – índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IBS – Instituto Brasileiro de Siderurgia
INAL – Indústria Nacional de Aços Laminados
INDA – Instituto Nacional dos Distribuidores de Aço
JCP – Juros sobre Capital Próprio
OEM – *Original Equipment Manufactures* (fabricante de equipamentos básicos para outras indústrias)
RBV – *Resource Based View* (VBR – Visão Baseada em Recursos)
SINOBRAS – Siderúrgica Norte Brasil S.A.
VPL – Valor Presente Líquido
UNIFAE – Centro Universitário das Faculdades Associadas de Ensino
USIMINAS – Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A

LISTA DE QUADROS

Quadro 01 – Indicadores representativos das sete dimensões do desempenho empresarial	10
Quadro 02 – Perspectiva financeira	23
Quadro 03 – Perspectiva dos clientes	24
Quadro 04 – Perspectiva dos processos internos	25
Quadro 05 – Perspectivas de aprendizado e crescimento	25
Quadro 06 – Condições de fatores	29
Quadro 07 – Condições de demanda	30
Quadro 08 – Setores correlatos e de apoio	31
Quadro 09 – Contexto para a estratégia e rivalidade da empresa	32
Quadro 10 – Conceito de qualidade	37
Quadro 11 – Conceito de confiabilidade	37
Quadro 12 – Conceito de velocidade	38
Quadro 13 – Conceito de flexibilidade	39
Quadro 14 – Conceito de custo	39
Quadro 15: RBV: decisões de manufatura e considerações estratégicas	44
Quadro 16 – Atributos de recursos; decisões de manufatura; variáveis não-financeiras	45
Quadro 17 – Relação entre teoria revisada, autor(es) e abordagens	53
Quadro 18 – Seções do Instrumento de Pesquisa	56
Quadro 19 – Principais segmentos e empresas na carteira teórica do índice Bovespa (jan.-abr./2009)	64
Quadro 20 – Seções consideradas no roteiro de entrevista	67
Quadro 21 – Testes do projeto	70
Quadro 22 – Composição das vendas de produtos de aço no Brasil (milhões de toneladas)	73
Quadro 23 – Produção siderúrgica brasileira	73
Quadro 24 – Produção e venda de aço no Brasil (2008/2009)	74
Quadro 25 – Números da siderurgia brasileira (2008)	76
Quadro 26 – Investimentos do setor siderúrgico (em milhões de US\$)	76
Quadro 27 – Produtos planos por empresa	82
Quadro 28 – Produtos longos por empresa	83
Quadro 29 – Produtos trefilados por empresa	83
Quadro 30 – Resultado da entrevista com empresa 01 (variáveis não-financeiras com alta utilização e capacidade de prever valor)	89
Quadro 31 – Resultado da entrevista com empresa 02 (variáveis não-financeiras com alta utilização e capacidade de prever valor)	94
Quadro 32 – Resultado da entrevista com a Empresa 03 (variáveis não-financeiras com alta utilização e capacidade de prever valor)	99
Quadro 33 – Resultado da entrevista com a Empresa 03 (variáveis não-financeiras com alta utilização e capacidade de prever valor)	104

Quadro 34 – Resultado da entrevista com a Empresa 03 (variáveis não-financeiras com alta utilização e capacidade de prever valor)	109
Quadro 35 – Características das empresas	112
Quadro 36 – Características dos respondentes	113
Quadro 37 – Etapas do método de projeção	114
Quadro 38 – Avaliação do método de projeção	116
Quadro 39 – Temas relevantes para projeção de resultados	117
Quadro 40 – Variáveis não-financeiras identificadas com alta utilização e alta capacidade de prever o valor	119
Quadro 41 – Escopo mínimo de variáveis para os principais temas	120
Quadro 42 – Facilidade de obtenção das informações não-financeiras	121
Quadro 43 – Características dos respondentes versus facilidade de obtenção das informações não-financeiras	122
Quadro 44 – Estratégia de coleta de dados versus experiência do entrevistado	123
Quadro 45 – Correlação entre variáveis não-financeiras identificadas com as métricas financeiras do negócio	124
Quadro 01 – Indicadores representativos das sete dimensões do desempenho empresarial	10

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
1.1 O Problema de Pesquisa	1
1.2 Objetivos da Pesquisa	3
1.2.1 Objetivos primários e secundários	4
1.3 As Questões da Pesquisa	5
1.4 Estrutura do Trabalho	5
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	7
2.1 Indicadores de Desempenho	8
2.1.1 Limitação dos indicadores de desempenho financeiros	11
2.1.2 Indicadores de desempenho não-financeiros	13
2.2 Análise Fundamentalista	15
2.2.1 Análise da empresa	17
2.2.2 Análise da indústria	18
2.2.3 Análise da economia	19
2.3 Avaliação de Desempenho Empresarial	20
2.3.1 Perspectiva financeira	23
2.3.2 Perspectiva dos clientes	24
2.3.3 Perspectiva dos processos internos	24
2.3.4 Perspectiva de aprendizado e crescimento	25
2.4 Competitividade Empresarial	26
2.4.1 Condições de fatores	28
2.4.2 Condições de demanda	29
2.4.3 Indústrias correlatas e de apoio	30
2.4.4 Estratégia, estrutura e rivalidade das empresas (ambiente empresarial)	31
2.4.5 A participação do governo	33
2.5 Competitividade em Operações	33
2.5.1 Conceito de qualidade	36
2.5.2 Conceito de confiabilidade	37
2.5.3 Conceito de velocidade	38
2.5.4 Conceito de flexibilidade	38
2.5.5 Conceito de custo	39
2.6 Competitividade em Recursos	40
2.7 Processo de Análise Empresarial	46
2.7.1 Conhecer o negócio	47
2.7.2 Analisar informações	48
2.7.3 Formular previsões	48
2.7.4 Converter previsões em avaliações	49
2.7.5 Recomendar com base em avaliações	50
2.7.6 Considerações sobre o processo	50
2.7.7 Metodologia de análise de empresa da Standard & Poor	51
2.8 Consolidação das Teorias Revisadas	52
2.9 Conexão da Revisão Teórica com a Pesquisa de Campo	55
3. ASPECTOS METODOLÓGICOS	57
3.1 Objetivos e Metodologia da Pesquisa	57
3.2 Definição e Planejamento	60
3.2.1 Seleção da amostra	60
3.2.2 Seleção da indústria	62
3.3 Coleta, Tratamento e Análise de Dados	64
3.3.1 Estratégia de coleta de dados	65

3.3.2 Desenvolvimento do protocolo de estudo de caso	66
3.4 Desenho conceitual do Estudo de Caso	68
4. RESULTADOS DA PESQUISA	71
4.1 Breve descrição do setor siderúrgico	71
4.1.1 Produtos siderúrgicos	71
4.1.2 Condição atual do setor siderúrgico	74
4.2 Principais Empresas do Setor	78
4.2.1 Usiminas – Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A	78
4.2.2 Grupo Gerdau	79
4.2.3 Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)	80
4.2.4 Siderúrgicas versus produtos	81
4.3 Descrição dos casos estudados	84
4.3.1 Análise da Empresa 01	85
4.3.2 Análise da Empresa 02	90
4.3.3 Análise da Empresa 03	95
4.3.4 Análise da Empresa 04	100
4.3.5 Análise da Empresa 05	106
4.4 Análise Cruzada dos Casos	111
4.4.1 Características das empresas e dos respondentes	111
4.4.2 Características dos métodos e processos de projeção de resultados	114
4.4.3 Variáveis não-financeiras identificadas com alta utilização e alta capacidade de prever valor	118
4.4.4 Facilidade de obtenção das informações não-financeiras	121
4.4.5 Correlação entre as variáveis não-financeiras identificadas com as métricas financeiras do negócio	123
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	125
5.1 Considerações sobre Informações Não-Financeiras na Análise da Empresa	125
5.1.1 Quais variáveis não-financeiras são utilizadas nos processos de projeção de resultados de empresas da indústria siderúrgica e qual a capacidade de previsão dessas variáveis	126
5.1.2 Quais processos de projeção de resultados são utilizados em empresas da indústria siderúrgica	126
5.1.3 Como os analistas correlacionam variáveis não-financeiras com variáveis financeiras	127
5.1.4 Qual a facilidade de obtenção das informações não-financeiras utilizadas para fazer a projeção financeira	128
5.2 Proposta de abordagem sistêmica para avaliar empresas do setor siderúrgico levando-se em consideração a importância das variáveis não-financeiras	129
5.3 Sugestões para Estudos Futuros	133
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	134
ANEXO I – Ranking das Instituições Financeiras	139
ANEXO II – <i>Standard & Poor's Equity Research Methodology</i>	141
ANEXO III – Tabela de Consolidação das Variáveis Não-Financeiras	143
ANEXO IV – Instrumento de Coleta de Dados	148

1. INTRODUÇÃO

O ambiente econômico atual vem se tornando cada vez mais complexo devido ao aumento da competição e colaboração global, surgimento e utilização de novas tecnologias e variação da demanda e dos preços de matéria-prima.

A determinação do desempenho futuro de uma empresa é tema de constante debate e pesquisa entre economistas e estudiosos do assunto e tem recebido destaque em função da crise econômica mundial que, em 2008, atingiu grande parte dos países.

Segundo De Wall (2003, p. 30), aproximadamente 20% das pesquisas em administração de empresas consideram o desempenho das organizações como variável dependente.

1.1 O Problema de Pesquisa

Nesse intenso movimento de mudanças o processo de gestão empresarial enfrenta novos desafios, e os gestores, necessariamente, passam a trabalhar com sofisticados modelos de decisão que demandam novas informações (Guerreiro, 1993, p. 03). Kaplan e Norton (1997, p. 02) acreditam que os indicadores financeiros já não têm a mesma importância que tiveram no passado, mas é o planejamento da estratégia futura da empresa que ganha relevância no ambiente econômico atual. Argumentam ainda que os fatores financeiros não são os mais adequados para definir o futuro da empresa, pois englobam somente parte das ações passadas, bem como não fornecem informações sobre as ações que devam ser realizadas para criar valor financeiro futuro.

Por sua vez, as medidas não-financeiras auxiliam os gestores a focar ações em perspectivas de longo prazo e, segundo Banker, Potter e Srinivasan (2000, p. 65), são os melhores indicadores de medidas de desempenho futuro da empresas.

A contabilidade gerencial que tem por base um modelo exclusivamente financeiro não mais consegue propiciar as informações necessárias para dar apoio à gestão das empresas nas mais importantes decisões (Willson, 2002, p. 25-28) e nesse sentido, é bem-vinda a introdução de variáveis não-financeiras no apoio à gestão das empresas.

Estas variáveis não financeiras podem ser consideradas como recursos da empresa e a linha de pensamento denominada Visão Baseada em Recursos (*Resource-Based View* – RBV) propõe que a acumulação de recursos – únicos, inimitáveis e valiosos – é a verdadeira causa da vantagem competitiva sustentável e, portanto, da diferença no desempenho das empresas (Barney, 2001, p. 643-650; Peteraf, 1993, p. 179-191; Wernerfelt, 1984, p.171).

Porém, não há consenso sobre o que deva ser considerado como recurso da empresa entre os autores citados. Barney (1991, p. 105) se baseia numa visão mais restrita ao ambiente da empresa; enquanto Collins e Montgomery (1995, p. 118-128) adotam um conceito mais amplo, considerando o ambiente competitivo em que as empresas se encontram. Para Barney (1991, p. 99-120), os recursos são os ativos, capacidades, competências, processos organizacionais, informação, conhecimento e tudo mais que é controlado pela firma e que permite a ela conceber e implantar estratégias que aumentem a eficiência e a efetividade. Collins e Montgomery (1995, p. 118-128) argumentam que a RBV combina a análise interna dos fenômenos que ocorrem na firma com a análise externa da indústria e do ambiente competitivo e entende que os recursos não podem ser avaliados isoladamente, porque tal valor é determinado pela interação com as forças de mercado.

Para entender o relacionamento das variáveis não-financeiras com o resultado futuro das empresas, foi definido para este estudo o processo de

Análise Fundamentalista, que consiste em um método de análise amplo para a determinação dos lucros futuros estimados da empresa. A Análise Fundamentalista, segundo Lemes, Rigo e Cherobim (2002, p. 48-68), toma como base a projeção de informações sobre economia global e local, desempenhos setoriais, cenários políticos, introdução de novas tecnologias, produtos e processos, visando estimar a competitividade futura da empresa estudada. De posse dessas informações, que constituem a base do método fundamentalista e muitas vezes contemplam dados não-financeiros, o analista define premissas que permitem traduzir tais informações de forma a projetar os lucros futuros estimados da empresa.

Os analistas financeiros utilizam-se de processos específicos e complexos para realizar avaliações de determinada empresa, e, segundo Penmam (2004, p. 44), procuram obter entendimento profundo do ambiente do negócio. São responsáveis ainda pela coleta, estruturação e análise das informações disponíveis, elaboração de premissas e previsões. Um ponto importante a destacar é que, durante todo processo, o principal esforço se concentra na utilização da informação como principal insumo. Portanto, a eficácia do trabalho de quem avalia determinada empresa está condicionada ao processamento e utilização de informações disponíveis.

Dessa maneira, o problema da pesquisa consiste em entender como os analistas financeiros fazem uso de diferentes medidas não-financeiras para determinar os lucros futuros estimados e avaliar as empresas.

1.2 Objetivos da Pesquisa

Uma vez delimitado o problema da pesquisa, o próximo passo do estudo se propôs a definir os objetivos gerais e específicos, que também são conhecidos respectivamente como objetivos primários e secundários. Por meio desses objetivos buscamos levantar e analisar informações que pudessem ajudar a compreender e atender ao problema de pesquisa.

Devido à necessidade de especialização do analista financeiro e com o intuito de fazer análises comparativas entre as variáveis não-financeiras utilizadas para projetar o resultado das empresas, determinou-se utilizar neste estudo empresas brasileiras de um mesmo setor e que fossem listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). O setor siderúrgico, conhecido pela relevância que possui para a economia brasileira, tem várias empresas listadas na Bovespa, o que nos levou a orientar o foco para esse setor. Abordamos com maiores detalhes as premissas utilizadas para a seleção da indústria e das empresas que fizeram parte deste estudo no item Definição e Planejamento do Capítulo 3 – Aspectos Metodológicos.

1.2.1 Objetivos primários e secundários

Tendo claro o problema, que é o motivo de pesquisa, foram determinados os objetivos que trariam as informações necessárias para solucioná-lo. Neste momento, a indagação básica que o pesquisador deve fazer é: Que informações são necessárias para resolver o problema?

É prática comum determinar o objetivo primário (geral) e os objetivos secundários (específicos) da pesquisa. O objetivo primário é aquele que soluciona o problema de pesquisa. Os objetivos secundários são todas as informações que levarão a cumprir o objetivo primário.

Os objetivos da pesquisa foram detalhados, servindo como base para a elaboração do instrumento de pesquisa.

Sendo assim, esta pesquisa tem como objetivo primário:

- identificar e analisar como os analistas financeiros fazem uso de diferentes medidas não-financeiras para determinar os lucros futuros estimados e avaliar as empresas.

Os objetivos secundários são identificar e analisar:

as variáveis não-financeiras utilizadas nos processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica e a capacidade de previsão dessas variáveis;

- os processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica;
- as premissas que permitem ao analista financeiro relacionar as variáveis não-financeiras com métricas financeiras no processo de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica; e,
- a facilidade de obtenção das informações não-financeiras que são utilizadas para projeção financeira.

1.3 As Questões da Pesquisa

As questões da pesquisa foram desenvolvidas alinhadas com a estratégia e objetivos da pesquisa. Yin (2005, p. 26) afirma que definir as questões de pesquisa é provavelmente o passo mais importante a ser considerado em um estudo. Neste trabalho o que se busca, com a ajuda da pesquisade campo, é responder a seguinte pergunta:

- como os analistas financeiros fazem uso de diferentes medidas não-financeiras para determinar os lucros futuros estimados e avaliar empresas?

Para auxiliar na resposta ao problema da pesquisa, quatro questões específicas foram elaboradas:

- quais variáveis não-financeiras são utilizadas nos processos de projeção de resultados de empresas da indústria siderúrgica e qual a capacidade de previsão dessas variáveis?
- quais processos de projeção de resultados são utilizados em empresas da indústria siderúrgica?
- como os analistas correlacionam variáveis não-financeiras com variáveis financeiras?
- qual a facilidade de obtenção de informações não-financeiras utilizadas para fazer a projeção financeira?

1.4 Estrutura do Trabalho

Este trabalho foi estruturado em cinco capítulos, que serão descritos a seguir. O Capítulo 1 refere-se à Introdução, que passa uma visão geral do estudo, com destaque para a identificação e apresentação do problema da pesquisa e dos objetivos.

O Capítulo 2 faz uma revisão bibliográfica da fundamentação teórica pertinente utilizada no presente estudo, organizando as teorias de forma estruturada para que possam ser utilizadas como base nas demais fases do trabalho.

O Capítulo 3 descreve aspectos metodológicos utilizados no trabalho, tais como objetivos metodológicos, metodologia, etapas da metodologia, amostra e definição dos dados a serem levantados. Na sequência, são detalhados os processos de elaboração do protocolo de estudo de caso e de análise de informações.

O Capítulo 4 trata dos resultados obtidos pela pesquisa. Inicia-se com a descrição do setor siderúrgico brasileiro e das principais empresas deste setor. Na sequência são apresentados os resultados dos estudos de caso e ao final, são colocadas as várias análises realizadas para os casos estudados individualmente e de forma cruzada.

O Capítulo 5 trata das considerações finais, apresentando as variáveis não-financeiras identificadas, conclusões a respeito do processo de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica, considerações gerais a respeito do estudo e recomendações para estudos futuros no tema.

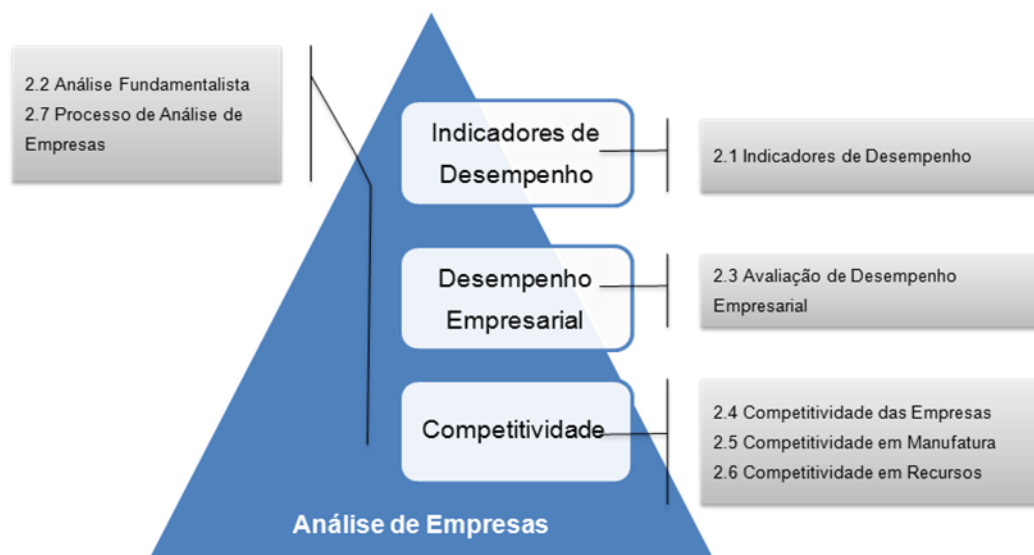
Ao final, encontram-se as Referências Bibliográficas, com as obras que foram citadas no estudo, e os Apêndices, contendo dados mais completos sobre as instituições financeiras brasileiras, metodologia de análise da Standard & Poor e instrumento de pesquisa.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

As teorias foram selecionadas com base nas questões propostas pela pesquisa, que têm como foco principal a utilização de variáveis não-financeiras no processo de análise de empresas.

A revisão foi elaborada com base na Figura 01, que assume a Análise de Empresas como tema central do estudo e seleciona três outros temas que se relacionam e complementam o tema central. São eles: Indicadores de Desempenho, Desempenho Empresarial e Competitividade.

Figura 01 – Estrutura da Revisão Teórica



Fonte: o próprio autor

No início deste capítulo será realizada uma revisão teórica sobre indicadores de desempenho empresarial com o objetivo principal de discutir a importância das variáveis não-financeiras na análise de desempenho das empresas. Depois, a Análise Fundamentalista será contextualizada visando facilitar a identificação das variáveis não-financeiras que serão selecionadas a partir da revisão das teorias.

Na sequência, elaborou-se uma revisão das teorias elencadas com a finalidade de constituir o embasamento do instrumento de pesquisa a ser utilizado na pesquisa de campo realizada no decorrer do estudo. São elas: Indicadores de Desempenho; Avaliação de Desempenho Empresarial; Competitividade das Empresas; Competitividade da Manufatura; e Competitividade em Recursos.

No final deste capítulo será feita uma revisão teórica sobre processos de análise de empresas.

2.1 Indicadores de Desempenho

A notável expansão da tecnologia da informação, competição global mais acirrada, ciclos de vida dos produtos encurtados e inovações na organização e tecnologia das operações têm contribuído para novas demandas aos sistemas gerenciais das corporações, que, segundo Kaplan (1987, p. 42), remontam a eventos de 60 a 100 anos atrás e atualmente não têm a mesma aplicabilidade da época em que foram concebidos.

Os rumos contemporâneos da competição, da tecnologia e da administração exigem grandes mudanças no modo como as organizações medem e gerenciam os negócios, bem como na forma como avaliam o desempenho de curto e longo prazo. Assim, cada vez mais as empresas necessitam de medidas de desempenho que possam auxiliá-las na gestão e no planejamento estratégico. A importância das medidas de desempenho dentro de um sistema estratégico exige por sua vez intenso esforço no processo de mensuração das informações. Kaplan e Norton (1997, p. 21) definem a importância da medição contextualizada ao ambiente do sistema estratégico: “O que não é medido não é gerenciado”. Já Baker e Maddux (2005, p. 43) afirmam que o que você não entende não pode gerenciar e o que você não consegue efetivamente medir não consegue entender. Discorrem ainda sobre a importância de uma metodologia estruturada de medição, e para isso sugerem um método composto de três fases: identificação do objetivo da medida (propósito da medição), definição da medida atual e a medição em si.

Os pesquisadores buscam identificar as variáveis de desempenho e os impactos nos resultados e na forma com que as organizações se organizam e são conduzidas, tornando o desempenho de um negócio tema de grande importância nas pesquisas em administração estratégica (VENKATRAMAN & RAMANUJAN, 1986, p. 813).

Santos (2009, p. 16) pesquisou 177 artigos empíricos, coletados em periódicos nacionais e internacionais dos anos de 1995 a 2006, para identificar como o desempenho empresarial tem sido mensurado pela comunidade acadêmica e assim criar uma lista de indicadores. Os resultados do estudo indicaram que o desempenho empresarial pode ser resumido em sete dimensões, citadas a seguir: satisfação dos clientes; crescimento; satisfação dos funcionários; lucratividade; desempenho ambiental; valor de mercado; e desempenho social. Ainda na pesquisa, a autora selecionou indicadores para representar as sete dimensões do desempenho empresarial, como no Quadro 01.

Quadro 01: Indicadores selecionados para representar as sete dimensões do desempenho empresarial.

SATISFAÇÃO DOS CLIENTES	
1	Valor agregado para o cliente
2	Número de reclamações
3	Fidelidade do cliente (taxa de recompra)
4	Retenção de novos clientes
5	Satisfação geral dos clientes
6	Lançamentos de novos produtos bem-sucedidos
SATISFAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS	
1	Rotatividade dos funcionários
2	Investimento de desenvolvimento e treinamento dos funcionários
3	Política de remuneração e benefícios
4	Plano de carreira
5	Clima organizacional
6	Satisfação geral dos funcionários
CRESCIMENTO	
1	Crescimento da Participação de Mercado
2	Crescimento do Lucro Líquido
3	Crescimento do Ativo Total
4	Crescimento do Faturamento
5	Crescimento do Número de Funcionários
LUCRATIVIDADE	
1	Retorno Sobre Ativo
2	Retorno Sobre Patrimônio Líquido
3	Retorno Sobre Investimento
4	Retorno Sobre Vendas
5	Valor Econômico Adicionado
6	Margem de Lucro Líquido antes de Imposto, Depreciação e Amortização
DESEMPENHO AMBIENTAL	
1	Realização de projetos para melhoria ou recuperação do meio ambiente
2	Emissão de poluentes, lançamento de efluentes e resíduos sólidos
3	Utilização de insumos recicláveis ou biodegradáveis
4	Reciclagem e reuso de resíduos
5	Número de ações judiciais ambientais
VALOR DE MERCADO	
1	Lucro por Ação
2	Valorização das Ações
3	Dividendos sobre Preço Ação
4	Volatilidade das Ações
5	Valor de Mercado / Valor Patrimonial
6	Q de Tobin
DESEMPENHO SOCIAL	
1	Contratação de minorias (negros, pardos, mulheres, deficientes, etc)
2	Realização de projetos sociais e culturais
3	Número de ações judiciais movidas por funcionários, consumidores, agências reguladoras

Fonte: SANTOS (2008, p. 126).

Outra forma de classificar os indicadores de desempenho é dividindo-os em financeiros e não-financeiros. Para Morissete (1997, p. 57), indicador financeiro é uma medida quantitativa expressa em valor monetário e resultante de ações tomadas pelas empresas. Exemplos básicos de indicadores financeiros são o lucro e o retorno sobre investimentos (relação entre valores monetários). O indicador não-financeiro é uma medida quantitativa que não será expressa em valor monetário, ou seja, é apresentado em uma métrica diferente de uma unidade monetária. Como exemplos de indicadores não-financeiros têm a participação no mercado e a evolução do volume de produção.

Dessa forma, entende-se que os sistemas gerenciais que eram usados no passado não atendem mais às necessidades das empresas, pois se afastaram muito da operação e passaram a ter foco mais financeiro. Com o objetivo de aprimorar esses sistemas, os executivos buscam identificar variáveis financeiras e não-financeiras que representem de forma mais acurada a realidade e o desempenho das empresas. O tema vem ganhando importância entre os pesquisadores (Kaplan, 1987; Venkatraman, 1986).

2.1.1 Limitação dos indicadores de desempenho financeiros

Os relatórios financeiros oficiais exigidos das empresas não são capazes de atender simultaneamente às diferentes demandas dos usuários: gerentes, acionistas e governo. Devido às regras contábeis, muitas empresas têm os objetivos direcionados pela forma como esses demonstrativos são afetados, e não apenas pelos resultados de negócio.

Segundo Pace (2002, p. 32), se no início do desenvolvimento dos padrões que norteariam as demonstrações financeiras as inconsistências existentes eram consideradas de pouca importância e não causavam muita preocupação, no final do século XX elas aumentaram enormemente com as mudanças provocadas pelo crescimento da importância dos ativos intangíveis. Kayo (2002, p. 14) define ativos intangíveis como um conjunto estruturado de conhecimentos, práticas e atitudes da empresa que, interagindo com seus ativos tangíveis, contribui para a formação do valor das

empresas. São exemplos de alguns ativos intangíveis: patentes, franquias, marcas, “goodwill”, direitos autorais, franquias, licenças, softwares, licenças públicas, direitos de exploração e operação, processos específicos de produção entre outros.

São conhecidas as limitações referentes aos sistemas tradicionais de mensuração financeira, principalmente no que se refere ao afastamento desse sistema das reais necessidades do negócio. Kaplan (1987, p. 04) destaca algumas destas limitações:

Tudo de que se deverá necessitar será um retorno aos fundamentos, ou seja, perguntar pelo que faz sentido e pelo que é importante para a organização. Em outros termos: de que informações se necessitam para as funções de planejamento e controle gerenciais? Trabalhando em estreito contato com engenheiros de produtos e de processos, gerentes operacionais, e gerentes comerciais e de produtos, os contadores gerenciais serão, sem dúvida, capazes de projetar sistemas que efetivamente atendam às metas desses diferentes públicos.

(...)

Projetistas dos primeiros sistemas de contabilidade gerencial, nas tecelagens, nas ferrovias, nas companhias siderúrgicas e nas empresas multidivisionais e integradas do início do século XX, desenvolveram sistemas em apoio às metas de suas organizações. Os sistemas de contabilidade gerencial eram considerados elementos necessários na administração da maior escala e escopo das operações, na medida em que as organizações internalizavam atividades antes conduzidas por firmas menores e mediadas pelas trocas do mercado. O envolvimento ativo de engenheiros e gerentes operacionais será essencial no projeto de novos sistemas de contabilidade gerencial.

Ainda segundo o autor (p. 50), além de os sistemas gerenciais tradicionais de mensuração de desempenho não estarem conectados as variáveis de desempenho relevantes para o negócio, eles se baseiam na coleta e análise de dados financeiros históricos. Kaplan e Norton (1997, p. 02) argumentam que os indicadores financeiros são inadequados para orientar e avaliar a trajetória da empresa em um ambiente competitivo, pois são indicadores de

ocorrência, contam parte, mas não toda a história das ações passadas, bem como não fornecem orientações adequadas para as ações que devem ser realizadas hoje e amanhã para criar valor financeiro futuro.

Dados financeiros auditados têm suas virtudes ao serem comparáveis entre empresas do mesmo setor. Mesmo que medidas financeiras entre empresas não possam ser mecanicamente comparadas, os analistas e investidores conseguem realizar ajustes que as colocam dentro de perspectivas semelhantes (ECCLES, 2001, p. 250). As medidas financeiras são prova concreta dos efeitos de todas as outras medidas e, portanto, têm significativa importância no processo de avaliação de resultados e desempenhos.

Apesar de os sistemas gerenciais não atenderem mais tão eficientemente às necessidades das empresas, por terem se afastado da operação (Kaplan, 1987), e de as variáveis não-financeiras ganharem importância por refletir mais as ações de médio e longo prazo (idem), não se discute a importância da análise das variáveis financeiras, devido a sua capacidade de medição e padronização (Eccles, 2001). A seguir discutiremos os indicadores de desempenho não-financeiros, classificando-os e discutindo os motivos pelos quais seus usos ainda não se encontram completamente difundidos entre as práticas gerenciais contemporâneas.

2.1.2 Indicadores de desempenho não-financeiros

A complexidade do ambiente empresarial atual contempla fatores como indicadores de desempenho macroeconômicos, capacidade de identificação de oportunidades e inovação, qualidade dos produtos, flexibilidade da empresa e da cadeia de suprimentos, entre outros.

Este cenário, segundo Vitale (1994, p. 12-16), exige a elaboração de um processo ou sistema para a mensuração de novas medidas confiáveis que possa ajudar tanto na previsão do desempenho de longo prazo quanto oferecer ferramentas para correção de estratégias. O sistema deve permitir aos administradores uma visão clara dos fatores que geram valor para a

empresa, das necessidades de investimento e melhoria e das estratégias que estão sendo bem-sucedidas.

Banker, Potter e Srinivasan (2000, p. 65-92) também sugerem que os indicadores não-financeiros são mais adequados para estimar os resultados futuros que os financeiros, uma vez que aqueles permitem que a gestão passe a ter foco no médio e longo prazo. Dessa forma, os gerentes passam a analisar o impacto das ações atuais não somente no presente, mas no futuro da empresa.

A proposta desses autores não é substituir os indicadores financeiros, mas, sim, criar uma composição de indicadores que possa representar de forma mais precisa a complexidade da empresa e o ambiente empresarial, dando assim maior assertividade aos executivos para projetar o futuro da companhia.

Indicadores como qualidade de produto, satisfação de cliente, participação de mercado, tempo de desenvolvimento e lançamento do produto medem as mudanças que estão ocorrendo em determinada empresa no longo prazo e podem ser classificados como indicadores não-financeiros e operacionais. Tais variáveis são comumente encontradas em estudos de desempenho empresarial na busca de evidência empírica que comprove a relação entre os indicadores não-financeiros e o resultado financeiro das empresas.

No estudo realizado por Banker, Potter e Srinivasan (p. 65-92), o setor de hotelaria mostrou evidências empíricas de que as métricas de satisfação do cliente estão significativamente associadas ao futuro da empresa, especificamente ao resultado financeiro futuro.

Mesmo que atualmente as tomadas de decisões envolvam maior número de variáveis (MIRANDA, 2001, p. 140) e exigem mais atenção entre os gestores com os indicadores não-financeiros e operacionais, segundo Manoochehri (1999, p. 14), a pouca utilização de métricas não-financeiras é explicada devido à pequena quantidade de empresas com experiência no assunto, a pouca importância dada a essas medidas pelos executivos contemporâneos e à dificuldade de coleta e mensuração de dados.

Walter, Bornia e Kliemann (2000, p. 24) concordam com Manoochehri (1999, p. 14) e sustentam que as variáveis não-financeiras têm capacidade maior de ajudar os gestores no desenvolvimento de perspectivas de longo prazo. Stivers (1998, p. 47) adiciona que o baixo uso pelos administradores é devido à má compreensão da importância do impacto de atuação sobre aquelas medidas e o custo financeiro de obtenção das informações. Existe ainda dificuldade em traduzir as medidas não-financeiras em medidas financeiras, o que ressalta ainda mais a importância deste estudo.

A seguir a Análise Fundamentalista foi estudada visando orientar a revisão das teorias que teve como um dos objetivos selecionar as variáveis não-financeiras a serem consideradas neste estudo.

2.2 Análise Fundamentalista

O estilo dos investidores é classificado de acordo com três categorias distintas. No primeiro grupo, os investidores se apoiam nos próprios instintos e são chamados de intuitivos. O segundo grupo é formado por investidores passivos que se apoiam na eficiência de mercado e assumem que o preço de mercado é justo para determinado risco assumido. Estes investidores acreditam que as forças de mercado direcionam o preço para um ponto apropriado (Penman, 2004, p. 44-96).

Ainda segundo o autor, o risco de pagar muito por uma ação ou vender por pouco pode ser reduzido por meio da análise das informações da empresa e seu ambiente. Tal análise pode gerar conclusões acerca do impacto das diversas informações no valor intrínseco da ação. Os investidores que se utilizam deste tipo de análise de informações estão classificados no terceiro grupo de estilo de investidores – os fundamentalistas.

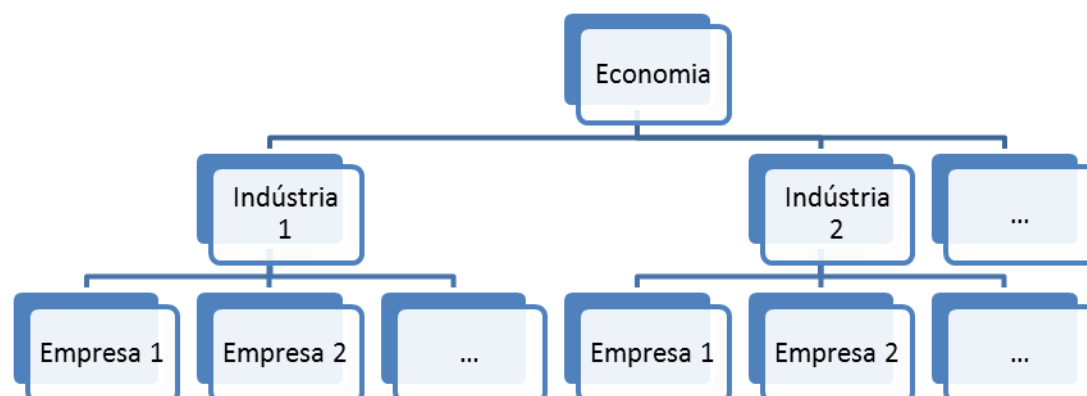
Devido à evidência na literatura econômica de finanças de que os mercados não são eficientes, o estudo da Análise Fundamentalista no mercado de capitais vem se tornando cada vez mais um tópico frequente nas pesquisas acadêmicas (Lopes e Galdi, 2008, p. 190).

A análise fundamentalista também pode ser definida como a determinação do valor presente de todos os pagamentos que os acionistas receberão por ação. Para determinar esse valor os analistas devem projetar os resultados da empresa levando em consideração lucros e dividendos esperados, expectativas econômicas e avaliação de risco (Bodie, Kane e Marcus, 2002, p. 532).

Rotella (1992, p. 33) afirma que a Análise Fundamentalista é inerentemente profética, uma vez que o analista necessita fazer projeções que visam encontrar equações futuras para as curvas de oferta e demanda do mercado que irão permitir uma projeção mais precisa do desempenho futuro da empresa. O analista fundamentalista busca entender a causa e efeito de uma variável, os impactos sobre o mercado e consequentemente o direcionamento dos preços no futuro.

Para que o analista pudesse entender e projetar o futuro das empresas, Winger e Frasca (1995, p. 216) definiram como pilares da Análise Fundamentalista as seguintes operações: análise da empresa; análise da indústria em que a empresa está inserida; e análise geral da economia. A Figura 02 resume a idéia dos autores, que será discutida na sequência.

Figura 02 – Componentes da Análise Fundamentalista



Fonte: Winger e Frasca (1995, p. 237)

2.2.1 Análise da empresa

A análise da empresa é aplicada para a precificação das ações e exige grande quantidade de informações sobre a mesma. As principais fontes de dados para isso são:

- balanços contábeis – em que estão detalhados ativos e passivos da empresa e o valor contábil no momento da divulgação; e
- demonstrações de resultados – oferecem despesas e receitas da empresa além de resultados obtidos no período e irão mostrar as consequências econômicas das atividades da empresa.

Os analistas devem levar em consideração que os demonstrativos são elaborados pela ótica contábil, regulamentada por leis e convenções inerentes ao país onde está situada a empresa analisada, o que pode ocasionar avaliação equivocada dos valores reais da empresa. Sendo assim, segundo Penman (2004, p. 44-96), a Análise Fundamentalista será responsável por identificar as medidas contábeis defectivas e corrigi-las; e o analista deve completar ou suprir as demonstrações financeiras em pontos em que ela não for suficiente ou precisa.

Os fatores não-financeiros são cada vez mais utilizados na tentativa de prever os resultados futuros das empresas.

2.2.2 Análise da indústria

A indústria representa o conjunto de empresas de um mesmo setor onde está inserida a empresa analisada e é a conexão entre a própria empresa com toda a economia. Estudos sobre setores industriais e da concorrência mostram como um sistema de forças, dentro e fora de um setor, influencia coletivamente a natureza e o nível da competição no setor e potencial de lucratividade (MONTGOMERY e PORTER, 1998, p. 11).

A análise da indústria ou mercado consiste em três atividades: correlacionar o desempenho da indústria com o desempenho da economia; encontrar novos desenvolvimentos dentro da indústria que possam alavancar venda ou revolucionar o mercado atual; e correlacionar o desempenho da indústria com o desempenho da empresa. A obtenção desses dados para a análise é complicada e apresenta custo elevado.

Atualmente, esses serviços são prestados pelas corretoras de valores e agências especializadas, que realizam estudos nas diferentes indústrias de forma detalhada e aprofundada permitindo aos analistas fundamentalistas delinear análises para a empresa em questão.

São estas corretoras e agências que foram definidas com o alvo de nosso estudo.

2.2.3 Análise da economia

Na Análise Fundamentalista, qualquer previsão se baseia nas projeções econômicas mundiais, do país onde a empresa em estudo está inserida e do mercado analisado. As projeções são importantes para o entendimento da situação presente e das tendências de curto prazo da economia. Ajudam também a projetar as curvas de oferta e demanda de determinado ativo.

Um dos principais objetivos da análise econômica para os analistas, segundo Winger e Frasca (1995, p. 216), é antecipar possíveis movimentos da economia do país antes do restante do mercado, quando então a informação se torna consenso.

Uma vez que os economistas possuem conhecimentos específicos para a análise e podem fornecer informações para as previsões futuras da economia, para que se possa realizar a previsão dos resultados de uma empresa, torna-se fundamental uma relação muito próxima entre analistas e economistas.

A seguir, algumas teorias que levam em consideração as variáveis não-financeiras serão revisadas com a finalidade de obtenção de embasamento teórico para selecionar uma lista de variáveis não-financeiras que será a base do instrumento de pesquisa a ser utilizado neste estudo.

As teorias a ser revisadas são: Indicadores de Desempenho; Avaliação de Desempenho Empresarial; Competitividade Empresarial; Competitividade em operações; e Competitividade em Recursos.

2.3 Avaliação de Desempenho Empresarial

Os pesquisadores Robert Kaplan e David Norton questionavam os métodos de avaliação do desempenho empresarial baseados em indicadores contábeis e financeiros, alegando que os mesmos não eram mais adequados dentro da nova realidade mundial. Acreditavam também que a utilização desses métodos de avaliação de desempenho dificultava o processo de criação de valor econômico para o futuro.

Em 1990, esses autores, com o patrocínio do Instituto Nolan Norton (unidade de pesquisa da KPMG), desenvolveram um estudo, liderado por David Norton, de medição de desempenho empresarial com diversas empresas, com duração de ano e que foi denominado *Measuring Performance in Organization of the Future*.

O estudo teve como objetivo principal o desenvolvimento de um novo modelo de medição de desempenho e contou com representantes de grandes corporações, tais como Bell South, Apple Computer, DuPont, General Electric, Hewlett-Packard, Shell Canadá, além de outras organizações dos mais variados segmentos. O novo modelo de medição de desempenho, o *Balanced Scorecard* (BSC), nasceu com a preocupação de prover os gestores com informações abrangentes e essenciais sobre o desempenho organizacional, procurando balancear o predomínio no uso de indicadores financeiros e permitir uma visão de longo prazo (KAPLAN e NORTON, 1997, p. 21).

Em 1992, os dois autores publicaram o artigo *The Balanced Scorecard – measures that drive performance*, na Harvard Business Review. A partir da publicação, este sistema de medição foi popularizado.

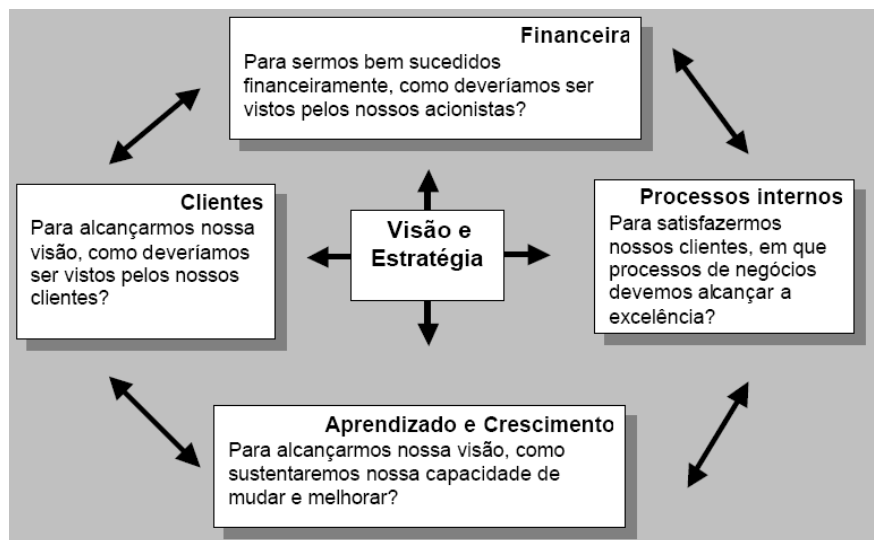
Segundo Kaplan e Norton (1997, p. 43), o novo sistema consistia na utilização de medidas financeiras e não-financeiras para a avaliação do desempenho empresarial. Os autores acreditavam que na falta de outros indicadores os executivos privilegiavam os indicadores financeiros, que eram consequência de outros esforços e, portanto, tinham pouca utilidade para orientar decisões futuras.

Os objetivos financeiros servem de foco para os objetivos e medidas das outras perspectivas do scorecard. Qualquer medida selecionada deve fazer parte de uma cadeia de relações de causa e efeito que culminam no desempenho financeiro. O scorecard deve contar a história da estratégia, começando pelos objetivos financeiros de longo prazo e relacionando-os depois à sequência de ações que precisam ser tomadas em relação aos processos financeiros, dos clientes, dos processos internos e, por fim, dos funcionários e sistemas, a fim de que, em longo prazo, seja produzido o desempenho econômico desejado (Kaplan e Norton, 1997, p. 45).

No sistema, além de medidas financeiras, os autores propõem outras três perspectivas para avaliar o desempenho organizacional: clientes, processos internos e inovação e aprendizagem (também denominada perspectiva de aprendizado e crescimento).

Trata-se de uma ferramenta gerencial de avaliação de desempenho, e as decisões, decorrentes dessa avaliação, que nortearão o futuro da empresa dependerão não só de relatórios financeiros e contábeis, mas também da relação da empresa com funcionários, clientes, fornecedores e todos aquelas pessoas (físicas ou jurídicas) que interagem, direta ou indiretamente, com a organização (KAPLAN e NORTON, 1997, p. 44). Na Figura 03, são explicitadas as principais questões de cada perspectiva e as conexões entre as mesmas e com a Visão e Estratégia da empresa.

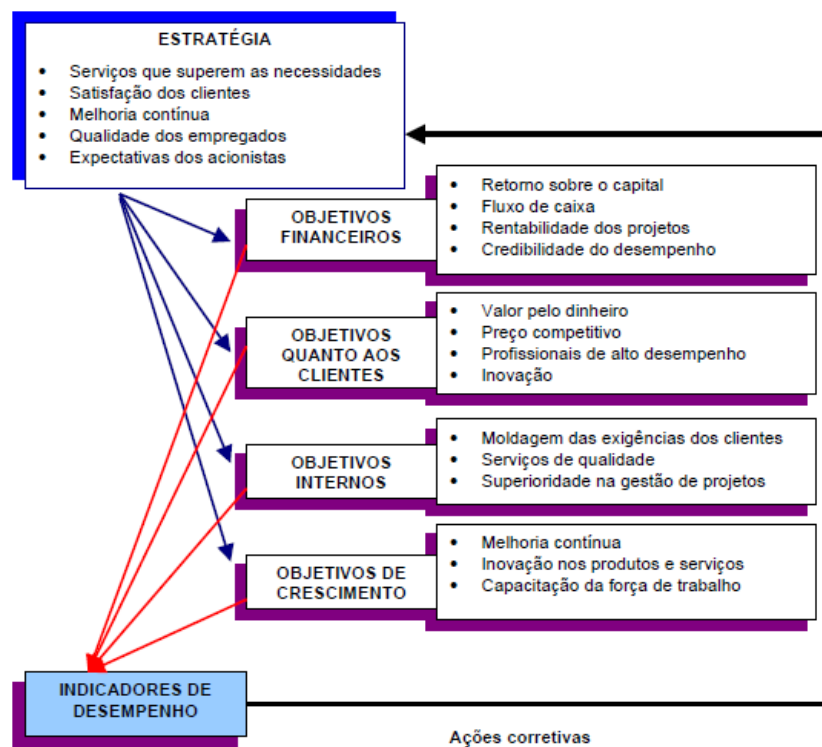
Figura 03 – Perspectivas de desempenho organizacional



Fonte: A estratégia em ação (Kaplan e Norton, 1997, p. 10)

O diferencial do novo sistema de medida de desempenho se concentra em dois fatores: a integração da estratégia com os objetivos e metas da empresa e a qualidade dos indicadores de desempenho (Figura 04).

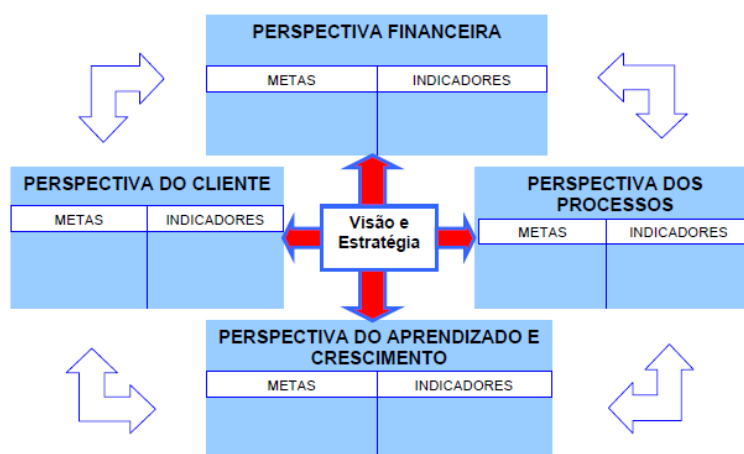
Figura 04: *Balanced Scorecard* como instrumento para tradução da estratégia em termos operacionais.



Fonte: Adaptado de Kaplan e Norton, 1997, p.143

Em cada perspectiva, os objetivos são traduzidos em metas, que por sua vez são representadas por indicadores, como na Figura 05.

Figura 05: Metas e indicadores do *Balanced Scorecard*



Fonte: Kaplan e Norton (1997, p. 147).

2.3.1 Perspectiva financeira

Aborda as consequências econômicas das decisões estratégicas da empresa no que tange ao curto prazo. Mensura a lucratividade e a participação do produto no mercado (KAPLAN e NORTON, 1997, p. 47). Exemplos de indicadores dessa perspectiva estão no Quadro 02.

Quadro 02 – Perspectiva financeira

PERSPECTIVA FINANCEIRA	
1	Aumento de vendas
2	Percentual das vendas geradas por novos produtos
3	Receita por funcionário
4	Custos do produto
5	Investimento em pesquisa
6	Percentual de vendas repetidas
7	Percentual de participação do produto no mercado
8	Retorno sobre o investimento
9	EVA – Valor Econômico Agregado
10	Fluxo de Caixa líquido

Fonte: Adaptado a partir de Kaplan e Norton (1997, p. 47-60)

2.3.2 Perspectiva dos clientes

A perspectiva dos clientes do BSC traduz a missão e a estratégia da empresa em objetivos específicos para segmentos focalizados que podem ser comunicados a toda a organização. Além disso, permite a clara identificação e avaliação das propostas de valor dirigidas a esses segmentos. Para tanto, as empresas precisam identificar os segmentos de mercado na população atual e potencial de clientes (KAPLAN e NORTON, 1997, p.63). Exemplos de indicadores dessa perspectiva estão no Quadro 03:

Quadro 03 – Perspectiva dos clientes

PERSPECTIVA DOS CLIENTES	
1	Participação de mercado
2	Captação de clientes
3	Retenção de clientes
4	Satisfação de clientes
5	Lucratividade dos clientes
6	Atributo dos produtos e serviços
7	Relacionamento com os clientes
8	Imagem e reputação

Fonte: Adaptado a partir de Kaplan e Norton (1997 p.63-90)

2.3.3 Perspectiva dos processos internos

Identifica os processos críticos para a empresa alcançar a excelência empresarial, surgindo posteriormente às perspectivas financeiras e de clientes (KAPLAN e NORTON, 1997, p. 92). Exemplos de medidas de desempenho estão no Quadro 04.

Quadro 04 – Perspectiva dos processos internos

PERSPECTIVA DOS PROCESSOS INTERNOS	
1	Nível de qualidade dos produtos finais
2	Taxa de produtos com defeitos
3	Tempo de ciclo de fabricação
4	Tempo entre pedido e entrega
5	Capacidade de customização
6	Investimento em modernização da fábrica
7	Idade da planta e equipamentos
8	Uso da capacidade instalada

Fonte: Adaptado a partir de Kaplan e Norton (1997 p. 92-120)

2.3.4 Perspectiva de aprendizado e crescimento

Levantamento da infra-estrutura que a empresa deve construir para gerar crescimento e melhoria de longo prazo. O objetivo é avaliar de maneira integrada três grupos de agentes internos da empresa: pessoas, sistemas e procedimentos organizacionais (KAPLAN e NORTON, 1997, p. 126). Exemplos de indicadores dessa perspectiva estão no Quadro 05.

Quadro 05: Perspectivas de aprendizado e crescimento

PERSPECTIVA DE APRENDIZADO E CRESCIMENTO	
1	Existência de processos formais de gestão do conhecimento
2	Política de Desenvolvimento de Funcionários
3	Satisfação dos funcionários
4	Retenção de funcionários
5	Produtividade dos funcionários

Fonte: Adaptado a partir de Kaplan e Norton (1997, p. 126-145)

2.4 Competitividade Empresarial

Competitividade empresarial significa a busca de uma rentabilidade igual ou superior às empresas concorrentes no mercado. Se a empresa possui uma rentabilidade inferior à dos seus rivais, no médio ou longo prazo, tende ainda mais a diminuir sua rentabilidade, podendo até obter rentabilidade negativa.

Porter (1995), desenvolveu a metodologia das Cinco Forças que tem por objetivo avaliar a atratividade de uma determinada indústria em termos de rentabilidade, auxiliando as empresas nas decisões referentes à entrada em novos mercados, assim como na identificação dos desafios e oportunidades competitivas presentes nesses mercados.

O modelo é estruturado a partir da interação entre cinco forças competitivas, que são: rivalidade entre os concorrentes, ameaça de novos entrantes, poder de negociação dos compradores, poder de negociação dos fornecedores e ameaça de produtos ou serviços substitutos. Uma sexta força muitas vezes adicionada ao modelo das cinco forças de Porter é o Governo.

O Modelo do Diamante (Porter, 1989) é uma evolução desta metodologia e prevê que a competitividade de uma empresa ou de um grupo de empresas é determinada por quatro fatores básicos e que a interação desses fatores descreve o ambiente no qual a empresa está inserida. Neste estudo foram considerados Estados Unidos, Japão, Dinamarca, Itália, Coréia do Sul, Cingapura, Suécia, Suíça e Reino Unido por possuírem critérios adequados de variação de tamanho, geografia e políticas de governo para a indústria.

Ainda segundo o autor (p. 87-149), os atributos básicos conseguem explicar em grande parte por que as empresas inovam e se mantêm competitivas ao longo do tempo, facilitando assim o entendimento dos fatores que podem influenciar na competitividade das empresas. Porter afirma (87-149) que a competitividade de uma nação depende da capacidade da indústria de inovar e se aperfeiçoar e não somente das capacidades herdadas (recursos naturais, condições geográficas, entre outras).

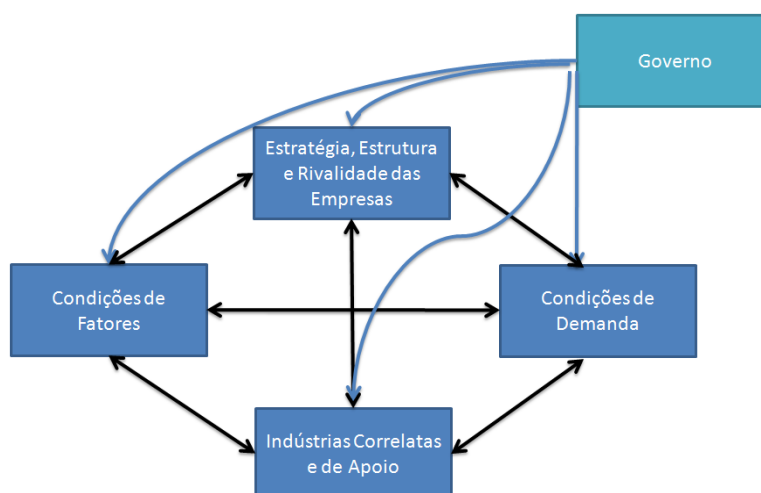
O autor afirma que a vantagem competitiva é muitas vezes fruto da forte rivalidade das empresas e que o dinamismo do mercado local é um fator

importante para a criação destas vantagens e pode definir o sucesso de uma nação em determinada indústria. Segundo Porter (2001, p. 80), as empresas atingem vantagens competitivas por meio de atos de inovação, de forma abrangente, incluindo tecnologia e forma de fazer as coisas (design de produtos, processo de produção, marketing, treinamento, entre outras). Para entendimento e aplicação do modelo, a compreensão da vantagem nacional deve partir de três premissas:

- 1) a natureza da competição e as fontes de vantagem competitiva diferem muito entre indústrias e, até mesmo, entre segmentos da mesma indústria;
- 2) os competidores globais desempenharam certas atividades na cadeia de valores fora do país-sede;
- 3) as empresas conseguem criar e manter a vantagem competitiva internacional por meio da melhoria, inovação e aperfeiçoamento.

Ainda segundo Porter, as empresas que obtêm vantagem competitiva em dada indústria antecipam a necessidade de um novo mercado ou o potencial de uma nova tecnologia e a exploram de forma agressiva. O modelo de Porter tem como base quatro pilares essenciais a uma nação, que constituem o diamante da vantagem nacional: Condições de Fatores; Condições de Demanda; Indústrias Correlatas e de Apoio; e Estratégia, Estrutura e Rivalidade das Empresas (Ambiente Empresarial) e é representado na Figura 06. O autor ainda reconhece a influência do governo nos quatro pilares.

Figura 06 – Modelo completo do Diamante de Porter



Fonte: Porter (2001, p. 146)

2.4.1 Condições de fatores

Este item se refere à posição da nação em fatores de produção tais como capacitação de mão-de-obra ou infra-estrutura, necessários para competir em determinada indústria.

De acordo com o pensamento econômico corrente, fatores de produção – trabalho, terra, recursos naturais, capital, infra-estrutura – vão determinar o fluxo do comércio. Uma nação vai exportar os bens que mais utilizam os fatores dos quais ela é relativamente bem suprida. Nas sofisticadas indústrias que formam a espinha dorsal de qualquer economia avançada, uma nação não herda, e sim cria os mais importantes fatores de produção – como especialização de recursos humanos ou base científica. Ademais, o estoque de trunfos de que dispõe uma nação numa certa época é menos importante que a eficiência com que ela cria e aperfeiçoa tais trunfos. Porter (2001, p. 90).

Os fatores de produção que exigem investimentos mais pesados e de longo prazo são os que constroem de forma mais sólida a vantagem competitiva. Recursos naturais básicos, mão-de-obra qualificada, mas não especializada, são fatores acessíveis a qualquer empresa.

Processos de transformações específicos, educação especializada e centros de pesquisas podem ajudar as empresas a criar vantagem competitiva.

Como exemplo de condição de fatores, o Quadro 06 mostra variáveis que podem ilustrar esta teoria.

Quadro 06 – Condições de fatores

CONDIÇÕES DE FATORES	
Recursos Naturais	
1	Existência de recursos naturais no país para a condução das operações locais
2	Qualidade da infra-estrutura no país (estradas, energia, telefonia, saneamento, água) para as operações da empresa
3	Esforço (tempo, pessoas, maquinário) necessário para conseguir recursos naturais para a produção
4	Existência de fornecedores aptos a fornecer insumos para a produção
Recursos Humanos	
5	Existência de recursos humanos com capacitação adequada às necessidades da empresa
6	Investimento das empresas em treinamento de funcionários
Recursos de Capital	
7	O acesso a capitais necessários à condução das operações empresariais
8	Existência de financiamentos de órgãos governamentais (BNDES no caso brasileiro) para a empresa conseguir recursos de capital
9	Existência de financiamentos em bancos setoriais para a empresa
Infraestrutura Física	
10	Infraestrutura física da (equipamentos, planta da fábrica etc.) empresa para as operações do dia a dia
11	Localização da empresa
12	Infraestrutura adequada da localidade (estradas, energia, telefonia, saneamento, água) para as operações da empresa
13	Infraestrutura adequada no país em termos de iniciação e capacitação científica e tecnológica para suporte às operações da empresa

Fonte: Adaptado a partir de Porter (2001 p. 90-102)

2.4.2 Condições de demanda

Este item se refere à natureza da demanda do mercado local para determinado produto ou serviço da indústria em questão.

Aparentemente devido à globalização, a demanda local deve ter sua importância reduzida perante a demanda global. Na prática não é isto o que ocorre. Nações ganham vantagens competitivas em indústrias nas quais a demanda interna permite uma visão clara das necessidades atuais e futuras dos compradores. Condições da demanda interna ajudam na construção de vantagens competitivas quando um determinado segmento de indústria é maior ou mais

visível no mercado doméstico que no mercado internacional. Mais importante que os segmentos em si são a natureza dos compradores domésticos. Consumidores sofisticados permitem uma visão futura das necessidades dos clientes, fazendo com que as empresas busquem por padrões mais altos (Porter, 2001, p. 103).

Se as necessidades dos consumidores sofisticados locais são atendidas pela indústria local, esta passa a alcançar ou antecipar as tendências globais e assim desenvolver vantagens únicas.

Como exemplo de condição da demanda, elencou-se no Quadro 07 uma série de variáveis que podem ilustrar a teoria acima citada.

Quadro 07 – Condições de demanda

CONDIÇÕES DA DEMANDA	
1	Importância da demanda local para o negócio
2	Sofisticação e exigência dos clientes locais
3	Capacidade de antecipar as tendências

Fonte: Adaptado a partir de Porter (2001, p. 103-119)

2.4.3 Indústrias correlatas e de apoio

Este item se reporta à ausência ou presença, na nação, de fornecedores da indústria ou indústrias relacionadas internacionalmente competitivas. Segundo Porter (2001):

O terceiro determinante abrangente da vantagem de um país é a presença de indústrias relacionadas que são internacionalmente competitivas. Fornecedores domésticos competitivos em nível nacional criam vantagens em indústrias que se seguem na cadeia de produção de diversas maneiras. Primeiramente os fornecedores oferecem uma melhor relação custo benefício, de forma rápida e eficiente. Mais importante que o acesso a componentes e máquinas é a vantagem das indústrias locais relacionadas e de suporte permitirem inovação baseada em relacionamentos de negócios estreitos. As empresas têm capacidade de influenciar seus

fornecedores locais a gastar maiores esforços técnicos em pesquisas e desenvolver a inovação. A sinergia é mutuamente vantajosa e revigorante, mas não acontece automaticamente: ela é auxiliada pela proximidade, mas só ocorre se empresas e fornecedores trabalharem com tal objetivo (Porter, 2001, p. 118).

As empresas se beneficiam das inovações de fornecedores geralmente quando estes são competidores globais. As empresas não devem evitar que fornecedores locais se desenvolvam globalmente nem precisam que todos os fornecedores sejam competitivos globalmente. A estratégia da empresa irá determinar quais fornecedores são mais estratégicos para ela.

Como exemplo de setores correlatos e de apoio, o Quadro 08 mostra variáveis que podem ilustrar a teoria.

Quadro 08 – Setores correlatos e de apoio

SETORES CORRELATOS E DE APOIO	
1	Existência de massa crítica de fornecedores considerados capazes, situados na localidade onde a empresa atua
2	Existência de fornecedores qualificados (competentes) em atividades correlatas (P&D, distribuição e marketing)
3	Existência de fornecedores estratégicos para a empresa que possuem competitividade global
4	Velocidade e flexibilidade na introdução de novos produtos

Fonte: Adaptado a partir de Porter (2001, p. 118-125)

2.4.4 Estratégia, estrutura e rivalidade das empresas (ambiente empresarial)

Este item relata as condições da nação que governam a forma como as empresas são criadas, organizadas e gerenciadas, como também a natureza da rivalidade doméstica.

A criação, a organização e a administração das empresas dependem das circunstâncias e do contexto nacional. Os países diferem também em relação aos objetivos que companhias e

indivíduos anseiam atingir. Os objetivos das empresas refletem as características de seus mercados de capitais e as práticas de remuneração de seus executivos de primeiro escalão. (...) As metas que instituições e valores de uma nação estabelecem para indivíduos e companhias guiam o fluxo de capital e recursos humanos – o que afeta diretamente o desempenho das indústrias. As nações tendem a ser competitivas em atividades que as pessoas admiram ou de que dependem – as atividades de onde emergem os heróis nacionais (Porter, 2001, p. 126).

A rivalidade doméstica é a ponta mais importante do diamante, pois exerce efeito nas demais. Rivals locais disputam em busca de custos menores e aperfeiçoamento de qualidade e serviço e criam novos produtos e processos. Competidores locais disputam por fatias de mercado, excelência técnica e recursos humanos. A rivalidade ainda pressiona as empresas locais a buscar mercados globais e as fortalece para vencer neles. No mercado global, as empresas passam a buscar economia de escala para conseguir maior eficiência e lucro. Assim, quando o ambiente nacional pressiona as companhias a inovar, elas ganham vantagem competitiva, além de aperfeiçoar tais vantagens por tempo indeterminado (Porter, 1990, p. 126-143).

Como exemplo de condição de fatores, o Quadro 09 traz algumas variáveis que podem ilustrar a teoria acima citada.

Quadro 09 – Contexto para a estratégia e rivalidade da empresa

CONTEXTO PARA A ESTRATÉGIA E RIVALIDADE DA EMPRESA	
1	Competitividade local
2	Participação da empresa e concorrentes

Fonte: Adaptado a partir de Porter (2001, p. 126-143)

2.4.5 A participação do governo

O governo tem significativa parcela de importância no modelo e, entre os governos, há a tendência crescente de experimentar diversas políticas para a promoção da competitividade nacional, tais como esforços para administrar taxas de câmbio e política de incentivos setoriais. Por outro lado, os executivos pressionam o governo por mais apoio às indústrias privadas (Porter, 1990, p. 146).

2.5 Competitividade em Operações

A estratégia de manufatura é definida como o conjunto de tarefas e decisões coordenadas, que uma vez realizado, permite com que a empresa atinja as exigências dos objetivos competitivos da manufatura. Uma estratégia de manufatura eficaz deve ser apropriada, abrangente, coerente, consistente no tempo e acreditável (Slack, 1993, p. 27). O autor (1993, p. 62) divide o processo de formulação da estratégia em quatro etapas.

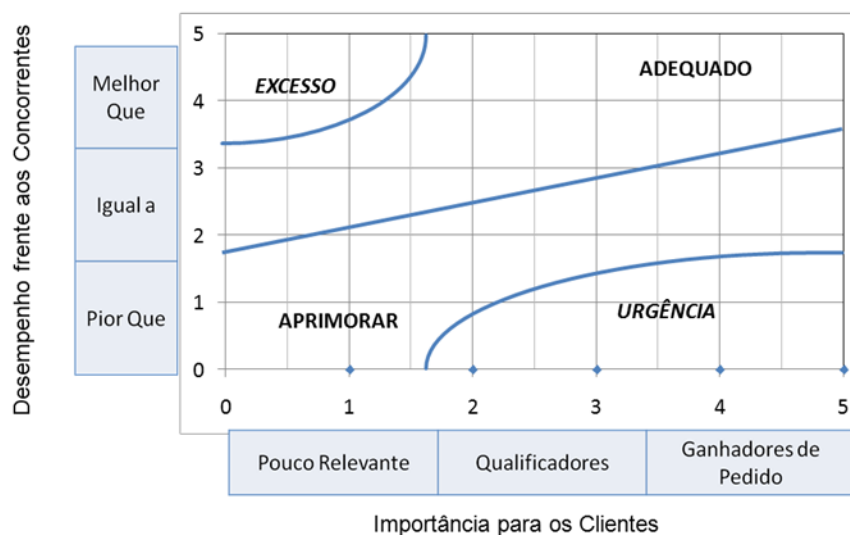
1) Estabelecimento dos objetivos de manufatura: determinados pelas necessidades dos consumidores e traduzidos na estratégia de manufatura. Cada objetivo de desempenho é visto como objetivo ganhador ou qualificador de pedidos. O autor propõe uma escala de nove pontos, que são segmentados em trios: a) Os três primeiros se referem aos objetivos ganhadores de pedidos, que avalia se os objetivos proporcionam vantagem competitiva entre os clientes; b) os três pontos intermediários se referem aos objetivos qualificadores, comparando-os com o padrão do setor industrial; c) os três últimos se referem aos objetivos menos importantes, sendo a última escala em que o objetivo nunca é considerado pelos clientes. São considerados pelo autor objetivos de desempenho: custo/preço, qualidade do produto, qualidade de engenharia, tempo de consulta, tempo de manufatura,

confiabilidade de entrega, flexibilidade de projeto, flexibilidade de entrega e de volume.

2) Medição do desempenho: os objetivos de manufatura estabelecidos são baseados nas necessidades dos clientes, mas a comparação com os concorrentes proporciona um padrão de referência. Para medir o desempenho tanto pelo consumidor quanto pelos concorrentes, o autor propõe uma escala de nove pontos, em que: a) a primeira escala, de valor 1, significa consistente e consideravelmente melhor que o concorrente mais próximo; e b) a última escala, de valor 9, significa consistentemente pior que a maioria dos concorrentes.

3) Priorizar por meio da lacuna importância/desempenho: nesta etapa é elaborada uma matriz de desempenho e importância considerando as duas escalas desenvolvidas nas etapas anteriores. A matriz permite identificar quatro zonas: a) zona de excesso de desempenho e baixa importância; b) zona apropriada de desempenho e importância; c) zona de melhoria de ambos os fatores; e d) zona de ação urgente em relação ao desempenho e importância. A matriz é representada na Figura 07.

Figura 07 – Matriz Slack de desempenho e importância



Fonte: Slack (1993, p. 67)

4) Desenvolvimento de planos de ação: a partir da matriz elaborada no passo anterior, é possível identificar a zona de ação urgente e a zona de melhoramento que exigem ações mais imediatas. Na avaliação são considerados os seguintes fatores para definir uma agenda de implantação: aceitabilidade, viabilidade técnica e financeira e a vulnerabilidade do plano. Esta agenda busca responder às seguintes questões: Quando começar? Onde começar? Quão rápido andar? Como coordenar o programa de melhoramento?

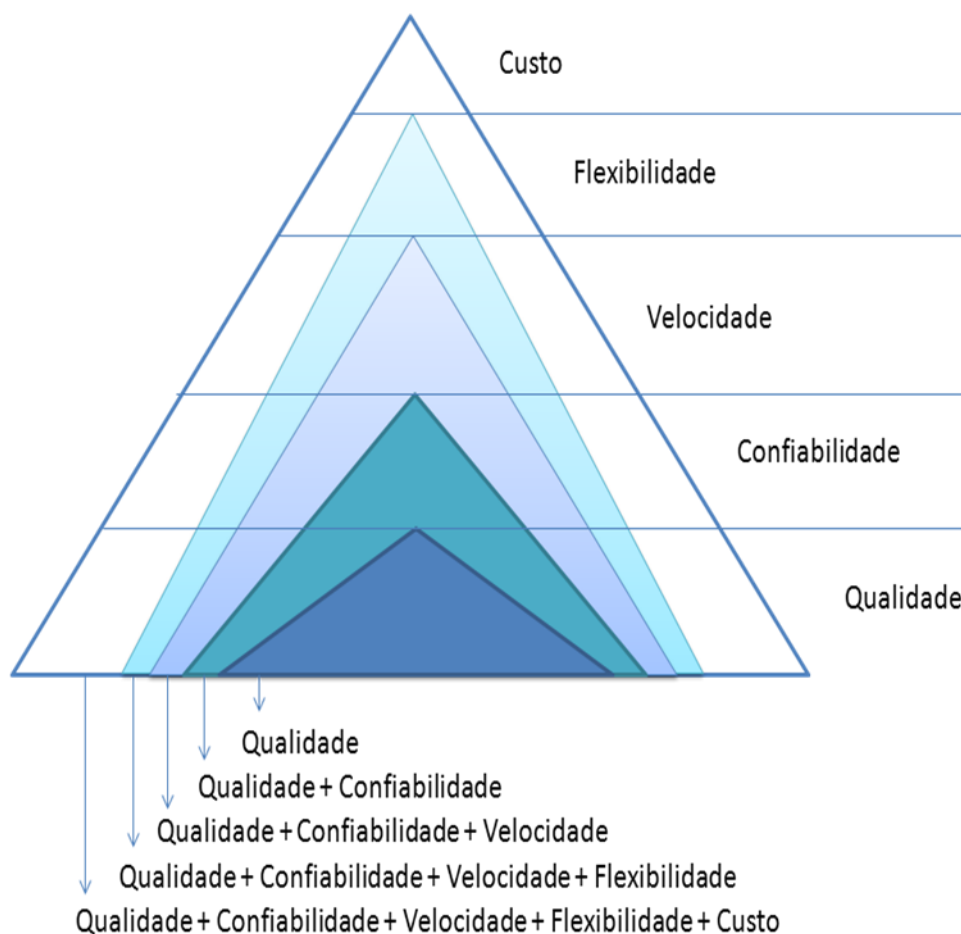
Segundo Slack (1993, p. 27), para o sucesso de um plano de ação existem elementos-chave de suporte tais como apoio da alta administração, definição de objetivos claros e comunicação dos mesmos, necessidade de repensar os conceitos fundamentais e das estratégias de mudança de forma integrada e abrangente, investimento em pessoas e em tecnologia, utilização da tecnologia para implementar melhoramentos e gerenciamento de projeto.

Ainda segundo o autor, a função produção tem como principal papel produzir os serviços e bens demandados pelos consumidores. Assume ainda outros papéis importantes, tais como apoiar, implementar e impulsionar a estratégia empresarial.

Para uma organização ser bem-sucedida no longo prazo, a função produção oferece uma vantagem baseada em produção; e para atingi-la o modelo de Slack considera os aspectos internos e externos dos cinco objetivos de desempenho da manufatura – qualidade, velocidade, confiabilidade, flexibilidade e custos. O tema foi discutido pelos autores Bolwijn & Kumpe (1990, p.45), que desenharam um modelo que priorizava a execução desses objetivos. Segundo o modelo de fases de Bolwijn & Kumpe, a empresa evolui passando por cada uma das seguintes fases: eficiência, qualidade, flexibilidade e inovação.

Uma vez que o objetivo mais básico é alcançado, o próximo objetivo se torna o alvo. Assim, quando a empresa obtém qualidade, passa e buscar confiabilidade, e então velocidade, flexibilidade e finalmente custo, conforme ilustrado na Figura 08.

Figura 08 – Objetivos de desempenho da manufatura



Fonte: Adaptado dos conceitos de Slack (1993)

2.5.1 Conceito de qualidade

Produtos e serviços de boa qualidade significam alta satisfação do consumidor e a probabilidade de o consumidor vir a adquirir o produto ou serviço da empresa novamente. Por outro lado, a má qualidade reduz as chances de o consumidor voltar a consumir o produto. O objetivo de qualidade proporciona redução de custos e aumento da confiabilidade (Slack, 1993, p. 33-53).

Como exemplo de “conceito de qualidade”, o Quadro 10 traz uma série de variáveis que podem ilustrar a teoria acima citada.

Quadro 10 – Conceito de qualidade

CONCEITO DE QUALIDADE	
1	Taxa de falhas em campo adequada dos produtos finais
2	Nível de qualidade dos produtos finais
3	Paradas na linha de produção ocasionadas por quebra de qualidade produto/processo
4	Atratividade do produto final
5	Confiabilidade do produto final
6	Gastos com garantia de produtos
7	Processos internos conforme as especificações determinadas
8	Qualidade de atendimento aos clientes
9	Organização da fábrica
10	Taxa de reincidência de problemas

Fonte: Adaptado a partir de Slack (1993, p. 33-53)

2.5.2 Conceito de confiabilidade

Significa cumprir os prazos pré-estabelecidos perante o consumidor, isto é, fazer as coisas em tempo para os consumidores receberem bens ou serviços conforme e no prazo combinado. Os consumidores julgam este conceito somente depois que recebem o produto ou serviço solicitado. A confiabilidade nas operações internas economiza tempo, dinheiro e dá estabilidade (Slack, 1993, p. 76-87).

Como exemplo de “conceito de confiabilidade”, o Quadro 11 oferece uma série de variáveis que podem ilustrar a teoria acima citada.

Quadro 11 – Conceito de confiabilidade

CONCEITO DE CONFIABILIDADE	
1	Percentual de pedidos dentro do prazo estabelecido
2	Percentual de entregas com atrasos
3	Produtos entregues dentro da especificação

Fonte: Adaptado a partir de Slack (1993, p. 76-87)

2.5.3 Conceito de velocidade

Relaciona o tempo que os consumidores precisam esperar por um produto ou serviço e tem como principal benefício a rapidez, que enriquece a oferta. A velocidade na operação interna reduz estoques e os riscos de produção (Slack, 1993, p. 54-70). Como exemplo de “conceito de velocidade”, o Quadro 12 traz uma série de variáveis que podem ilustrar a teoria acima citada.

Quadro 12 – Conceito de velocidade

CONCEITO DE VELOCIDADE	
1	Tempo adequado de entrega do pedido
2	O tempo de ciclo de produção
3	O tempo total de lançamento de novos produtos
4	Tempo de reposição de estoque dos clientes
5	Integração com fornecedores

Fonte: Adaptado a partir de Slack (1993, p. 54-70)

2.5.4 Conceito de flexibilidade

Flexibilidade está relacionada à capacidade de mudar a operação: alterar o produto final, o processo e o tempo de produção. Algumas exigências são necessárias para que a mudança seja efetivada, tais como flexibilidade nos seguintes itens:

- produto – produtos e serviços diferentes;
- composto – ampla variedade ou composto de produtos e serviços;
- volume – quantidade ou volumes diferentes de produtos e serviços;
- entrega – tempos de entrega diferentes.

A flexibilidade em operações traz mais confiabilidade, menor custo e maior velocidade. A confiabilidade é otimizada por uma operação flexível que permite resposta melhor às interrupções de produção inesperadas.

Os custos são melhorados com a melhor utilização da tecnologia de processos, da mão-de-obra ou dos recursos materiais. A velocidade pode ser representada por rápido desenvolvimento de produtos, entrega rápida etc. (Slack, 1993, p. 91). Como exemplo de “conceito de flexibilidade”, o Quadro 13 informa uma série de variáveis que podem ilustrar a teoria acima citada.

Quadro 13 – Conceito de flexibilidade

CONCEITO DE FLEXIBILIDADE	
1	Introdução de novos produtos (flexibilidade de produto)
2	Existe uma ampla variedade de produtos/opções disponíveis para os consumidores (flexibilidade de mix)
3	Capacidade da empresa em ajustar volume de produção (flexibilidade de volume)
4	Capacidade de reprogramação da produção conforme demanda de produtos (flexibilidade de entrega)
5	Capacidade de reprogramação dos fornecedores conforme necessidade da empresa (flexibilidade de entrega)
6	Capacidade dos fornecedores em ajustar volume de produção (flexibilidade de volume)

Fonte: Adaptado a partir de Slack (1993, p. 91)

2.5.5 Conceito de custo

Quanto menor o custo de produção, menor o preço de venda ao consumidor e maior o lucro. Cada recurso retirado do custo é acrescentado ao lucro (Slack, 1993, p. 112). Como exemplo de “conceito de custo”, o Quadro 14 indica uma série de variáveis que podem ilustrar a teoria acima citada.

Quadro 14 – Conceito de custo

CONCEITO DE CUSTO	
1	Custo do produto competitivo
2	Custos dos serviços de manutenção/reparos
3	Custos de matéria prima
4	Sensibilidade do cliente ao preço do produto
5	Possibilidade de redução de custo do produto

Fonte: Adaptado a partir de Slack (1993, p. 112)

2.6 Competitividade em Recursos

Os atributos internos de uma firma devem ser considerados fonte de vantagem competitiva sustentável (Penrose, 1959, p.22). Várias pesquisas apóiam esta visão baseada em recursos, também conhecida pela sigla RBV (*Resource-Based View*), mas o conceito se tornou mais difundido com a publicação de artigo de Hamel e Prahalad, na Harvard Business Review, em 1990. A partir do livro *Competindo pelo futuro* (1994), que se seguiu ao artigo, a visão se consolida como uma teoria da Estratégia Empresarial.

Edith Penrose (1959) empregou no livro *The theory of the growth of the firm* o termo “recurso” da forma que hoje utilizamos e atenta que, para a análise da firma por meio de modelos já estabelecidos, alguns conceitos básicos não são mais adequados – como a afirmação que crescimento é aumento na oferta de determinado produto e o tamanho ideal da oferta corresponde ao ponto mínimo da curva de custo.

A autora entende que tais modelos não se mostraram adequados para o objetivo de entender o processo de crescimento das firmas e os limites desse crescimento. Com base nesse pensamento, Penrose definiu um novo conceito de firma, que foi utilizado como base para o desenvolvimento da abordagem RBV: “A firma é mais que uma unidade administrativa; é também uma coleção de recursos produtivos cuja disposição entre diferentes usos e ao longo do tempo é determinada por decisões administrativas” (p. 24).

A autora classificou os recursos de uma firma de forma restrita considerando apenas bens tangíveis, tais como plantas da fábrica, equipamentos, bens imobiliários, matérias-primas e recursos humanos. Apesar dessa limitação, um ponto importante do trabalho é a consideração de que a fonte de individualidade de uma firma não reside no conjunto de recursos, mas sim na forma como são usados, ou seja, nos resultados gerados. Os recursos continuam importantes para o crescimento da firma, mas a forma como eles serão usados é que definirá a vantagem competitiva sobre as demais.

No início de 1980, essa teoria ganhou evidência dentro da estratégia empresarial. Wernerfelt (1984, p. 171) faz um paralelo entre a visão

tradicional baseada em produtos e a visão baseada em recursos e mostra que nesta última visão existem novas perspectivas estratégicas.

O autor não define formalmente o que seriam os recursos, mas, além dos ativos tangíveis já citados por Penrose (1959, p. 65), considera também os ativos intangíveis. Um dos fatores que estimularam o autor a considerar estes ativos foi a ênfase que estava sendo dada no momento à tecnologia como fator importante na competitividade e estratégia da empresa.

No início da década de 1990, novos estudos foram publicados ressaltando a importância dos recursos específicos ou únicos de uma firma, que poderiam definir o desempenho futuro. Rumelt (1991, p. 185) mostrou que a diferença de lucro entre firmas pertencentes a uma mesma indústria é maior que entre firmas de indústrias distintas, reforçando a importância do conjunto de recursos pertencentes às firmas ante a estrutura da indústria.

Tal afirmação vai contra os estudos mais recentes dos autores Porter e McGahan (2002, p. 848), que concluem exatamente o oposto: a estrutura da indústria é fator determinante para a rentabilidade das firmas.

Ainda hoje se discute em torno dos termos e conceitos introduzidos pela visão baseada em recursos, e apesar desta teoria ser bastante utilizada não há consenso sobre o que deva ser considerado como recurso da firma. Alguns autores se baseiam numa visão mais restrita, como Penrose (1959) e Wernerfelt (1984), e outros numa visão mais ampla, como Barney (1996).

Este último autor conceituou como recursos todos os ativos que pudessem ser controlados pela empresa e assim ser manipulados para buscar aumento de eficiência e definiu que, em geral, os recursos da firma são todos os ativos, capacidades, competências, processos organizacionais, atributos da firma, informação, conhecimento e tudo mais que é controlado pela firma e que permite a ela conceber e implantar estratégias que aumentem a eficiência e a efetividade.

Collins e Montgomery (1995, p. 119-120) apresentam a RBV não como uma abordagem que buscava entender sucesso empresarial como base numa visão fechada somente para os recursos da empresa, mas voltada para a importância do ambiente competitivo:

A RBV combina a análise interna dos fenômenos que ocorrem na firma com a análise externa da indústria e do ambiente competitivo. Os recursos não podem ser avaliados isoladamente, porque seu valor é determinado pela interação com as forças de mercado (p. 119-120).

Sendo assim, a RBV não se limita a analisar os recursos internos da empresa uma vez que o ambiente externo também exerce forte influência no desenvolvimento estratégico da empresa. Nessa linha, Collins e Montgomery (1995, p. 120-128) adotaram uma definição mais ampla, em que os recursos de uma firma eram divididos em três classes:

- a) ativos tangíveis – incluem propriedades, instalações, estoques de matérias-primas, entre outros;
- b) ativos intangíveis – incluem marcas, cultura, conhecimento tecnológico, patentes, experiência acumulada, entre outros; e
- c) capacidades organizacionais – habilidades específicas da organização como um todo ou das partes. São complexas combinações de ativos, pessoas e processos das organizações, estando relacionadas também à cultura e às rotinas da companhia.

Esta visão ampliada fortaleceu a abordagem RBV dentro da estratégia empresarial. Segundo os autores (1995, p. 125), um recurso valioso deve contribuir para a produção de algo que os clientes desejem por um preço que estejam dispostos a pagar. Estudos de Hamel e Prahalad (1990) reforçam essa definição ao introduzir o conceito de competência essencial, definida como um conjunto de habilidades e tecnologias que permite a uma empresa oferecer determinado benefício ao cliente.

Hamel e Prahalad (1990, p.82) agruparam as competências, pela importância de cada uma para a competitividade da empresa no longo prazo, em três grupos distintos:

- a) competências de base – as quais todas as empresas envolvidas em determinado negócio devem possuir e que não são fonte de vantagem competitiva. Sem essas competências uma empresa não conseguiria manter-se no mercado no longo prazo;
- b) competências de resposta – são restritas a um grupo de empresas da indústria e permitem à organização ter um potencial inovador, mas incremental. Essas competências não são suficientes para que a empresa tenha grande influência no processo de mudança da indústria, mas lhe dão capacidade de adaptação em curto prazo; e
- c) competências essenciais (*core competencies*) – as que realmente levam a empresa a realizar inovações radicais, a influenciar e mudar radicalmente os mercados em que atua e de se expandir para conquistar novos mercados. As competências essenciais, ao longo do tempo, tendem a perder a capacidade de diferenciação, tornando-se competências de base para a empresa.

Ainda segundo Hamel e Prahalad (1994, p. 224), para que uma competência possa ser considerada essencial, deve possuir as seguintes características:

- a) ser competitivamente única de forma a ser difícil de ser imitada pelos concorrentes;
- b) contribuir de forma excepcional para o valor percebido pelo cliente; e
- c) permitir a expansão da empresa dentro dos mercados onde atua como também em novos mercados.

Uma crítica feita à visão de Hamel e Prahalad é que as competências essenciais de uma empresa devem ser vistas como aquilo que fazem melhor que os concorrentes. Barney (1991, p. 99-120) apresenta uma teoria alinhada com a visão de Hamel e Prahalad e enfatiza que, dentre todos os recursos, apenas alguns formarão base para vantagem competitiva. Para isso o autor considera que o recurso tem que apresentar quatro atributos:

- 1) deve ser valioso, capacitando a empresa a explorar novas oportunidades e neutralizar ameaças;

- 2) deve ser raro, criando diferencial entre a empresa e os concorrentes;
- 3) deve ser imperfeitamente imitável; e
- 4) não pode ter substituto.

Fundamentadas em análises econômicas e sob a ótica da abordagem RBV as decisões de manufatura ganham sustentação complementar e todo um novo conjunto de elementos de análise. Por exemplo, a questão de focalização da fábrica, onde em determinado momento pode estar desempenhando uma missão para um produto ou mercado, mas ao mesmo tempo atendendo à missão corporativa de desenvolver uma nova competência ou recurso para aplicação em mercados e produtos futuros (Wilk, 2001, p. 5). O autor agrupa as decisões estratégicas de manufatura com base nos atributos de recursos. Utiliza-se de outros atributos além dos principais citados anteriormente e os consolida no Quadro 15.

Quadro 15 – RBV: decisões de manufatura e considerações estratégicas

Atributos de Recursos	Decisões de Manufatura	Considerações Estratégicas
Escassez	RH	Qual a nossa política de retenção de especialistas na empresa?
Imperfeita Imitabilidade	Tecnologia Integração Vertical	Nossa tecnologia pode ser replicada por engenharia reversa? Integrando verticalmente estaremos protegendo nossas tecnologias?
Imperfeita Substituição	Capacidade, RH, Tecnologia, Equipamentos	Nossa estratégia de capacidade nos protege de subcontratar e ter de transferir conhecimento de teor estratégico? Nossas pessoas são únicas em nossa indústria? Nossos produtos podem ser fabricados com outros equipamentos e tecnologias alternativas?
Dependência de Caminho	Gestão de Qualidade Integração Vertical	Nossa cultura de qualidade foi desenvolvida em um processo histórico e complexo? Nossa estrutura de integração vertical nos dá vantagens históricas que não podem ser imitadas rapidamente?
Ambiguidade Causal	RH, Qualidade	Os concorrentes sabem como produzimos com tanta qualidade, nós mesmos sabemos?
Complexidade Social	RH, Qualidade	Nosso sistema de qualidade depende de habilidade internalizadas nas pessoas ou utilizamos procedimentos padrão na indústria?
Durabilidade Não-transferibilidade	Tecnologia RH, Tecnologias, Equipamentos, Integração Vertical	Qual a vida útil da tecnologia que exploramos no mercado ? Outras pessoas podem aprender a utilizar nossas tecnologias com a mesma excelência? Outros podem apropriar nossa tecnologia? Possuímos alguma vantagem de localização, instalação ou suprimento inacessível aos concorrentes?
Informação Imperfeita Não codificação Conhecimento tácito	Tecnologias, RH	Nossa tecnologias são completamente mapeadas ou trabalhamos com habilidades e processos intrínsecos? Existe um know-how tácito internalizado em nossos processos e pessoas?
Especificidade	Equipamentos, PCP	Nossos equipamentos são customizados ou estão disponíveis no mercado ? Nosso sistema de PCP é customizado internamente ou resume-se à um software comprado no mercado?
Imobilidade das Capacitações	RH	Nosso técnicos podem atuar com excelência fora de nosso ambiente ?

Fonte: Wilk (2001, p. 6-7)

Segundo Wilk (2001, p. 7) o agrupamento acima permite uma constatação de que processo de raciocínio baseado em recursos pode levar a empresa a repensar suas decisões manufatura, revelando fontes de vantagem competitiva antes não percebidas. Com base nesse agrupamento, o Quadro 16 elenca as variáveis não-financeiras que, a partir da revisão teórica, foram relacionadas com a teoria da Visão Baseada em Recursos.

Quadro 16 – Atributos de recursos; decisões de manufatura; variáveis não-financeiras

ATRIBUTOS DE RECURSOS	DECISÕES DE MANUFATURA	VARIÁVEIS NÃO-FINANCEIRAS
Escassez	RH	Política de retenção de especialistas da empresa
Imperfeita Imitabilidade	Tecnologia e integração Vertical	Dificuldade de replicação da tecnologia pelos concorrentes
Imperfeita Substituição	Capacidade, RH, tecnologia e equipamentos	Integração vertical da empresa
	Gestão de qualidade e integração vertical	Capacidade de transferir conhecimento estratégico para fornecedores
		Diferencial dos profissionais da empresa
		Dificuldade de produção dos produtos em outras empresas
Dependência de Caminho	Gestão da qualidade e integração vertical	Cultura de qualidade sólida
		Impacto cultural de qualidade nos produtos
Ambiguidade Causal	RH e qualidade	Conhecimento dos processos de qualidade
Complexidade Social	RH e qualidade	Existência de processos padrões de qualidade
Durabilidade	Tecnologia, RH, equipamentos e integração vertical	Vida útil da tecnologia
		Localização da empresa
		Patentes
Informação Imperfeita	Tecnologias, RH	Existência de processos formais de gestão do conhecimento
Especificidade	Equipamentos	Equipamentos customizados e únicos
		Softwares únicos
Imobilidade de Capacitações	RH	Especialização
Negociabilidade	Tecnologia, Qualidade	Valor da tecnologia
Idiosincrasia dos recursos	RH	Cultura organizacional única e particular
Co-Especialização	RH, Instalações, equipamentos e integração vertical	Manufatura modular

Fonte: adaptado de Wilk (2001, p. 6-7)

Teece, Pisano e Shuen (1997, p. 509-533) propuseram um novo conceito, dentro da RBV, chamado capacidades dinâmicas (*dynamic capabilities*). Segundo os autores, essas capacidades podem ser definidas como a habilidade de alcançar novas formas de vantagem competitiva.

Permitem a uma empresa renovar competências para fazer frente às mudanças do ambiente de negócios e adaptar-se de forma apropriada para atender às demandas do ambiente em mudança. As capacidades dinâmicas são as forças capazes de renovar as vantagens competitivas das empresas em ambientes dinâmicos.

Uma vez revisadas as teorias selecionadas, com a finalidade de construir o embasamento do instrumento de pesquisa, fez-se na seqüência do trabalho uma revisão teórica dos processos de análise de investimento.

2.7 Processo de Análise Empresarial

O valor de mercado das ações é determinado pelas expectativas dos investidores acerca do valor das variáveis que medem aspectos relevantes do desempenho e lucratividade das corporações (Cragg e Makiel, 1968, p. 67-84). Esta teoria está alinhada com os esforços dos analistas de mercado na busca da consolidação das expectativas do mercado por meio de análises, previsões e recomendações.

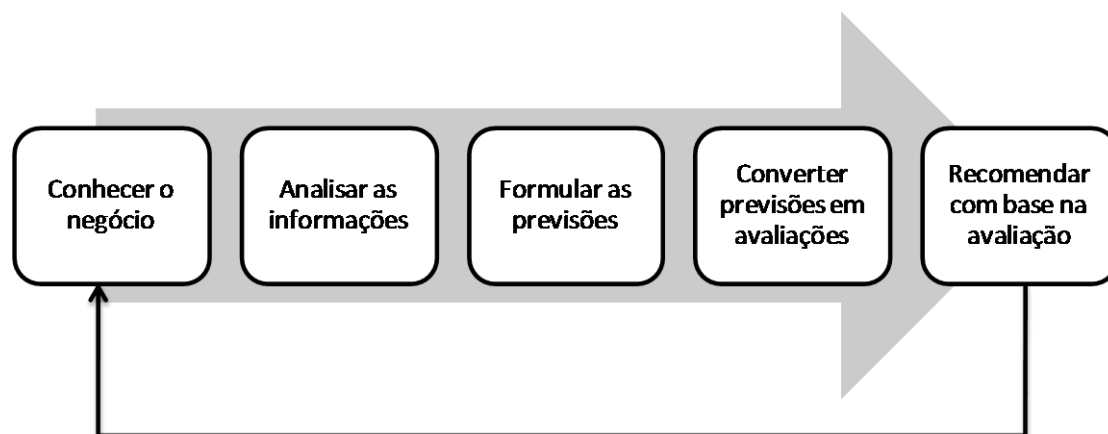
Sendo assim, as expectativas do mercado sobre os resultados futuros da empresa direcionam os preços das ações. Como o cenário macroeconômico e o futuro das empresas são incertos, é comum a existência de diferentes projeções de crescimento para empresas e indústrias.

Sundali e Atkins (1994, p. 223-241) identificaram que especialistas em análise de investimentos têm desempenho superior à média do mercado. Outros trabalhos, contrariando resultados obtidos por Sundali e Atkins, mostram que especialistas e investidores profissionais têm obtido

desempenho inferiores aos índices de mercado (Berkowitz, 1988; Brinson, 1986; Stael von Holstein, 1972; Yates, 1991).

O setor de análises de uma instituição financeira pode ser desenhado como uma linha de produção, em que as informações financeiras e não-financeiras são os insumos básicos e a análise dos dados é o produto final. Na Figura 09 utilizam-se os conceitos de Penman (2004, p. 44-96) para explicar a seqüência de etapas no processo de análise de uma empresa.

Figura 09 – Etapas no processo de análise de uma empresa



Fonte: Penman (2004, p. 44-96)

As quatro primeiras etapas contemplam as fases da análise propriamente dita. Na última fase, o valor de um investimento é comparado ao preço do investimento e a partir daí formulada a recomendação do analista. As expectativas dos analistas são quantificadas na terceira fase, que constitui a principal etapa da avaliação de investimentos. O conhecimento do negócio e a análise da informação antecedem a previsão.

2.7.1 Conhecer o negócio

Um analista com intuito de avaliar uma empresa deverá entender a indústria e a posição da empresa nela, e normalmente essa necessidade leva o analista se especializar num determinado setor industrial. Geralmente se

avalia a empresa pelas estratégias que estão sendo desenvolvidas em várias áreas, tais como: produto, produção, marketing, pesquisa e desenvolvimento. Para tal, este profissional precisa aprofundar os conhecimentos sobre as habilidades e competências da empresa para se adaptar ao mercado e para enfrentar os concorrentes. Também deve conhecer em profundidade os produtos da empresa e concorrentes, a demanda dos clientes, a importância do fator humano, a margem de rentabilidade e os fatores críticos de produção. A empresa também pode ser avaliada com base em outras estratégias que tenham potencial de ampliar-lhe o valor (Penman, 2004, p. 44-96).

2.7.2 Analisar informações

O conhecimento prévio do negócio torna possível analisar as informações disponíveis. Essas informações podem ser coletadas em diversas fontes e se dividem em quantitativas (lucratividade, receita e fluxo de caixa) e qualitativas (qualidade, clientes, tecnologias utilizadas e equipe de gestão). O processo de análise de informações exige do analista a capacidade de discernir sobre aquilo que é relevante para auxiliar na formulação das previsões e possa ser considerado de fonte confiável (Penman, 2004, p. 44-96).

2.7.3 Formular previsões

Para efeito de previsões e projeções, buscam-se estimar os resultados operacionais da empresa, seja com foco no fluxo de caixa, seja nos lucros. Nesta etapa são identificadas as hipóteses ou premissas das projeções, que são fundamentais para a elaboração do modelo de previsão de resultados. A estimativa e mensuração dos resultados dependem muitas vezes das regras utilizadas para o reconhecimento de receitas e despesas (princípios e normas contábeis) ou das premissas que os analistas adotam para transformar medidas qualitativas em quantitativas (Penman, 2004, p. 44-96).

2.7.4 Converter previsões em avaliações

Após a formulação das previsões, existe a necessidade de desenvolvimento de um modelo de avaliação que possa incorporar os valores estimados. Este modelo não precisa necessariamente contemplar todos os dados estimados, mas sim os dados relevantes que serão utilizados para o cálculo ou estimativa da avaliação. Os valores futuros necessitam ser descontados a valor presente e vários cenários serão considerados para definir as taxas de descontos. Os resultados futuros são incertos e serão elaborados cenários de menor e maior risco (Penman, 2004, p. 44-96).

Atualmente o método do fluxo de caixa descontado é o mais utilizado pelos analistas e avaliadores de empresas. Marren (1993, p.195) afirma que a análise do fluxo de caixa descontado é a mais importante técnica de avaliação para estimar o valor de referência para o lance inicial do processo de negociação de compra de determinada empresa. Damodaran (1997, p. 295) argumenta que o preço pago por qualquer ativo deve ser compatível a capacidade deste em gerar fluxos de caixa. Afirma que o valor da empresa pode ser calculado descontando os fluxos de caixa acumulados considerando a média ponderada do custo do capital.

Copeland (1996) defende que o valor da empresa está mais relacionado com sua capacidade de gerar fluxos de caixa positivos do que com seu valor contábil, representado no Balanço Patrimonial. Os fluxos de caixa positivos são gerados no ciclo operacional da empresa e são os recursos financeiros que estão à disposição do acionista para resgate ou investimento.

O modelo dos múltiplos de vendas ou de receitas é usado no mercado em alguns segmentos com certa frequência. Consiste em calcular o valor da empresa multiplicando-se o volume de vendas por um multiplicador. Dessa forma, as empresas de um determinado ramo de atividade podem estar sendo vendidas por um multiplicador do próprio faturamento. Outros modelos de múltiplos são também utilizados e obtidos pela divisão do valor da empresa em dado momento por valores identificáveis nos livros contábeis, como, por exemplo, lucro e fluxo de caixa.

2.7.5 Recomendar com base em avaliações

A partir do cenário escolhido, o analista irá elaborar a recomendação. No caso do valor apurado ser maior que o preço de mercado, será feita uma indicação de subvalorização do valor da empresa e consequentemente de compra do ativo. No caso do valor apurado ser menor, será feita uma indicação de supervalorização do valor da empresa e consequentemente de venda do ativo. Se a avaliação identificar um valor equivalente ao preço de mercado, a recomendação será de manter o ativo. Neste investimento em particular, dizemos que o mercado está sendo eficiente (Penman, 2004, p. 44-96).

2.7.6 Considerações sobre o processo

O trabalho mais relevante dos analistas é fazer previsões e para isso têm de levar em consideração as informações ou variáveis que irão utilizar como base das formulações. A relevância e facilidade de obtenção dessas informações são determinantes para uma análise mais precisa e consequentemente mais eficiente.

Fica evidente que as etapas iniciais do processo de análise convertem o conhecimento do negócio em cenários financeiros, que por sua vez determinam o valor da empresa. O modelo de avaliação de empresas pode definir ou orientar a determinação de quais variáveis receberão maior atenção do analista. Os analistas podem, estrategicamente, definir se irão atuar com todas as etapas do processo ou se especializar em algumas delas que determinarem como mais relevante. Esta decisão é tomada sempre tendo em vista que trará vantagem competitiva em relação à concorrência.

2.7.7 Metodologia de análise de empresa da Standard & Poor

As informações sobre o processo de análise de empresas levantadas na revisão teórica foram confirmadas comparando-as com a metodologia de análise de empresas da Standard & Poor, *documento Standard & Poor's Equity Research Methodology*, presente no Anexo II. A metodologia considera grande parte da teoria revisada sobre processo de análise de empresas e mostra de forma clara as etapas deste processo e as principais atividades realizadas pelos analistas. De forma macro o documento em questão pode ser representado pela Figura 10.

Figura 10 – Standard & Poor's Equity Research Methodology



Fonte: Standard & Poor's Equity Research Methodology

A metodologia, de forma genérica, divide o processo em três etapas: Análise Macro e Análise Econômica; Análise Fundamentalista; e Avaliação da Empresa. O estudo teve como foco a segunda etapa do processo, que é a Análise Fundamentalista da empresa, que pode ser subdividida em seis fases:

1. Análise de informações públicas
 - a. Relatórios anuais
 - b. Balanços
 - c. Indicadores fundamentalistas
 - d. Endividamento
 - e. Histórico de investimentos

- f. Áudio conferências para investidores
- 2. Conversa com a equipe de gestão da empresa para obtenção de informações mais detalhadas
 - a. Estabelecer relacionamento com executivos chave
 - b. Obter melhor conhecimento sobre:
 - i. Tendências
 - ii. Programas de eficiência
 - iii. Custos
 - iv. Margens
- 3. Projeção financeira preliminar de três anos
- 4. Revisão das premissas financeiras
- 5. Acessar informações do ambiente
 - a. Time gerencial
 - b. Competidores
 - c. Fornecedores
 - d. Compradores
 - e. Barreiras
 - f. Regulamentação
- 6. Finalizar/revisar projeção financeira de três anos

2.8 Consolidação das Teorias Revisadas

Os principais temas abordados na revisão da literatura neste estudo pelas teorias e principais autores que têm contribuído sobre o assunto foram consolidados no Quadro 17, a seguir.

Quadro 17 – Relação entre teoria revisada, autor(es) e abordagens

TEORIA REVISADAS	PRINCIPAIS AUTORES	CONTRIBUIÇÕES
Indicadores de Desempenho	KAPLAN, R.S. e NORTON, D.P. (1997)	Obsolescência dos sistemas gerenciais. Criaram um modelo de medição de desempenho, o <i>Balanced Scorecard</i> (BSC), que nasceu com a preocupação de prover os gestores com informações abrangentes e essenciais sobre o desempenho organizacional, procurando balancear o predomínio no uso de indicadores financeiros e permitir visão de longo prazo.
	BANKER D.R (2000); WALTER, F.; BORNIA, A.C. (2000); KLIEMANN NETO, F.J. (2000); MANOOCHEHRI, G. (1999)	Indicadores não-financeiros têm maior capacidade para ajudar os gestores nas perspectivas de longo prazo.
Competitividade das Empresas	PORTER, M.E. (1989)	Prevê que a competitividade de uma empresa ou de um grupo de empresas é determinada por quatro fatores básicos: Condições de Fatores; Condições de Demanda; Indústrias Correlatas e de Apoio; e Estratégia, Estrutura e Rivalidade das Empresas (Ambiente Empresarial). Porter ainda reconhece a Influência do Governo.
Competitividade em Operações	NIGEL, S. (1993)	Considera que para uma organização ser bem-sucedida no longo prazo, com base na vantagem baseada em produção, ela tem de buscar objetivos de desempenho da manufatura – qualidade, velocidade, confiabilidade, flexibilidade e custos.
	BOLWIJN, P.T. e KUMPE, T. (1990)	Desenharam um modelo que prioriza a execução desses objetivos
Competitividade em Recursos	PENROSE, E. (1959)	Propõe que os atributos internos de uma firma sejam considerados como fonte de vantagem competitiva sustentável.
	RUMELT, R.P. (1991)	Reforçou a importância do conjunto de recursos pertencentes às firmas ante a estrutura da indústria.
	WERNERFELT B. (1984)	Além dos ativos tangíveis, considera também os ativos intangíveis.
	COLLINS, D. e MONTGOMERY, C. (1995)	Consideram o ambiente competitivo em que as empresas se encontram para identificar os recursos da firma.
	BARNEY, J.B. (1991)	Considera recursos todos os ativos, capacidades, competências, processos organizacionais, informação, conhecimento e tudo mais que é controlado pela firma.

	HAMEL, G. e PRAHALAD, C.K. (1994)	Introduzem o conceito de competência essencial, definida como um conjunto de habilidades e tecnologias que permite a uma empresa oferecer determinado benefício ao cliente.
	TEECE, D.; PISANO, G. e SHUEN, A. (1997)	Propuseram um novo conceito, dentro da RBV, chamado capacidades dinâmicas (<i>dynamic capabilities</i>). Segundo os autores, tais capacidades podem ser definidas como a habilidade de alcançar novas formas de vantagem competitiva.
Análise Fundamentalista	SUNDALI, J. & ATKINS, A. (1994)	Identificaram que especialistas em análise de investimentos têm desempenho superior à média do mercado.
	PENMAM, S. (2004)	Classifica o estilo dos investidores em três grupos distintos: intuitivos, passivos e fundamentalistas.
	BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS (2002)	Definem Análise Fundamentalista como a determinação do valor presente de todos os pagamentos que os acionistas receberão por ação.
	J.G. CRAGG, J.G. e MAKIEL, B.G. (1968)	Identificaram que o valor de mercado das ações é determinado pelas expectativas dos investidores acerca do valor das variáveis que medem desempenho e lucratividade das corporações.
Processo de Análise Empresarial	COPELAND (1996)	Defende que o valor da empresa está mais relacionado com sua capacidade de gerar fluxos de caixa positivos do que com seu valor contábil, representado no Balanço Patrimonial.
	MARREN (1993)	Afirma que a análise do fluxo de caixa descontado é a mais importante técnica de avaliação para estimar o valor de referência para o lance inicial do processo de negociação de compra de determinada empresa.
	PENMAM, S. (2004)	O processo de análise de informações exige do analista a capacidade de discernir sobre aquilo que é relevante para auxiliar na formulação das previsões e possa ser considerado de fonte confiável.

Fonte: o próprio autor

2.9 Conexão da Revisão Teórica com a Pesquisa de Campo

A revisão teórica percorreu sobre a importância das variáveis não-financeiras e dentro de cada teoria revisada permitiu a elaboração de uma lista de variáveis que foram utilizadas como base para a pesquisa de campo. Adicionalmente à discussão sobre a importância das variáveis não-financeiras e da lista de variáveis, foi realizada uma revisão teórica sobre os processos de análise de investimento visando complementar o instrumento de pesquisa. A pesquisa de campo, por sua vez, teve como objetivo principal coletar dados suficientes para responder à questão principal da pesquisa. As quatro seções em que foi dividido o instrumento de pesquisa são apresentadas no Quadro 18. Cada seção tem relação direta com a pergunta de pesquisa.

Quadro 18 – Seções do Instrumento de Pesquisa

#	SEÇÃO DO QUESTIONÁRIO	PERGUNTA DE PESQUISA ASSOCIADA
1	CARACTERIZAÇÃO DO RESPONDENTE E DA EMPRESA	Fatores contextuais.
2	PROCESSO DE PROJEÇÃO DE RESULTADOS	Quais os processos de projeção de resultado que são utilizados em empresas da indústria siderúrgica?
3	IDENTIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS NÃO-FINANCEIRAS UTILIZADAS PARA PROJETAR OS RESULTADOS DAS EMPRESAS	Quais as variáveis não-financeiras que são utilizadas nos processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica e qual é a relevância relativa destas variáveis? Qual a facilidade de obtenção das informações não-financeiras que são utilizadas para projeção financeira?
4	CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS NÃO-FINANCEIRAS COM AS VARIÁVEIS FINANCEIRAS	Como os analistas correlacionam as variáveis não-financeiras com as variáveis financeiras?

Fonte: o próprio autor

A seção dois levou em conta a revisão dos processos de análise de empresa e a seção três utilizou-se das variáveis não-financeiras relacionadas na teoria revisada que foram agrupadas nas seguintes categorias:

- **Qualidade de Produtos:** % e vendas repetidas, grandes clientes, reclamações de clientes e reclamações da garantia;
- **Satisfação de Clientes:** pesquisa de mercado, pontualidade na entrega, tempo de resposta nos serviços, % clientes fidelizados, quantidade de oportunidades, conversão de vendas e disputas judiciais com clientes;
- **Eficiência de Processos:** taxa de produtos com defeitos, tempo de desenvolvimento de produtos, tempo de ciclo de fabricação, tempo entre pedido e entrega, capacidade de customização, custos operacionais/empregado, vendas por funcionário, custo mercadorias vendidas/estoque, contas a receber/vendas, investimento de capital, idade da planta e equipamentos e uso da capacidade instalada;
- **Inovação de Produtos e Processos:** gastos com desenvolvimento e pesquisa, % produtos patenteados, números de novas patentes, número de novos produtos e % vendas de novos produtos;
- **Ambiente Competitivo:** participação de mercado, percepção da marca, concorrência potencial, protecionismo, % de vendas de produtos patenteados, alianças estratégicas, disputas antitruste, diversificação geográfica, diversificação de clientes, diversificação de produtos, potencial do setor, potencial de fusões aquisições e capacidade de adaptação ao ambiente;
- **Qualidade da Alta Administração:** perspectiva de continuidade de gestão, experiência dos administradores, motivação dos administradores e avaliação da administração atual;
- **Estratégia da Empresa:** clareza da estratégia, alinhamento com operações, estratégia vencedora e capacidade de execução; e,
- **Outros Fatores:** política de desenvolvimento de funcionários, governança corporativa, aspectos relacionados à sociedade em geral, aspectos relacionados ao meio ambiente e aspectos relacionados ao governo.

Desta forma, toda a teoria revisada, foi contemplada no instrumento de pesquisa com a finalidade de levantar informações para responder as questões da pesquisa.

CAPÍTULO 3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

O trabalho foi organizado em três etapas bem definidas: a revisão das teorias, os aspectos metodológicos e a pesquisa de campo nas empresas, que teve como unidade de análise, o analista financeiro. A revisão de literatura teve como objetivo apresentar e analisar as diferentes abordagens de determinação do desempenho futuro de uma empresa e das variáveis envolvidas no processo. Nesse sentido, foram identificados os conceitos, necessários para o trabalho, que foram fundamentais para a elaboração do instrumento de pesquisa e realização da pesquisa de campo. Esta, por sua vez, teve como objetivo principal entender como os analistas financeiros fazem uso de diferentes medidas não-financeiras para determinar os lucros futuros estimados e avaliar as empresas. Os aspectos metodológicos fazem a conexão entre a revisão bibliográfica e a pesquisa de campo.

3.1 Objetivos e Metodologia da Pesquisa

Esta etapa do trabalho teve como finalidade classificar o estudo quanto aos objetivos e justificar os motivos pelos quais os métodos de pesquisas utilizados foram selecionados.

Quanto aos objetivos, uma pesquisa pode ser classificada como exploratória, descritiva ou explicativa e segundo Gil:

Pesquisa exploratória: visa proporcionar maior familiaridade com o problema com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Envolve levantamento bibliográfico; entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado; análise de exemplos que estimulem a compreensão. Assume, em geral, as formas de Pesquisas Bibliográficas e Estudos de caso (1991, p. 41).

Pesquisa descritiva: visa descrever as características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Envolvem o uso de técnicas padronizadas de coleta de dados: questionário e observação sistemática. Assume, em geral, a forma de Levantamento (1991, p. 42).

Pesquisa explicativa: visa identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Aprofunda o conhecimento da realidade porque explica a razão, o “porquê” das coisas. Quando realizada nas ciências naturais requer o uso do método experimental e nas ciências sociais requer o uso do método observacional. Assume, em geral, a forma de Pesquisa Experimental (1991, p. 43).

Assim, o presente estudo apresenta um enfoque tanto exploratório, por meio da revisão da literatura, base para as discussões sobre a importância das variáveis não-financeiras na análise de desempenho das empresas, quanto descritivo, buscando identificar, compreender e descrever alguns elementos inerentes ao processo de análise de empresas em instituições financeiras pré-definidas.

A metodologia de pesquisa escolhida para este estudo foi o estudo de caso, aplicado em cinco instituições financeiras que fazem análises de empresas do setor de siderurgia no Brasil. O estudo de caso permite que o pesquisador observe, ganhe familiaridade com o tema, compreenda e descreva determinada situação real com base em observações, entrevistas e análises de dados. A seguir algumas definições de estudo de caso:

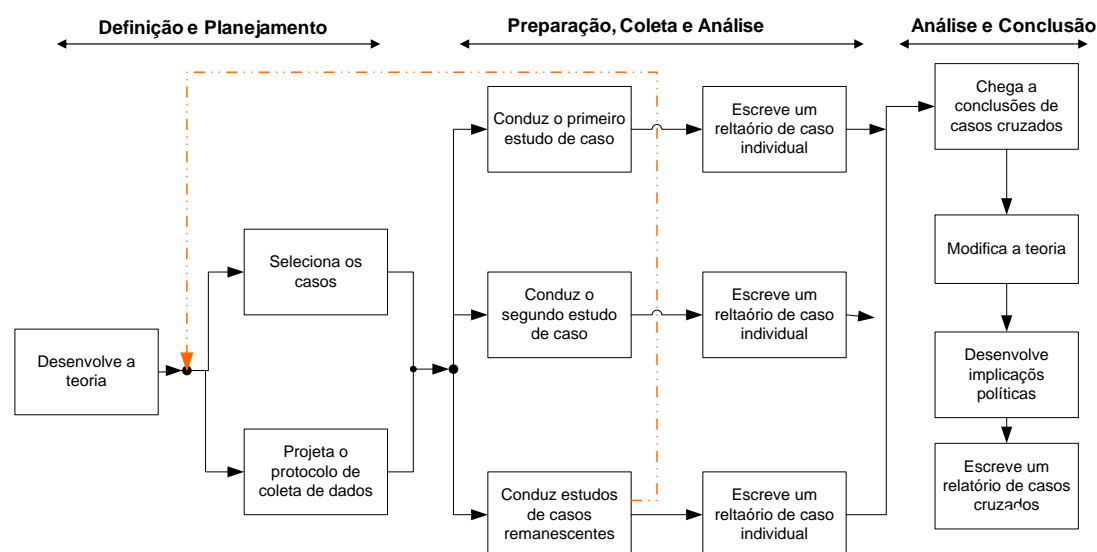
O Estudo de Caso é a exploração de um “sistema limitado”, no tempo e em profundidade, através de um profundo levantamento de dados envolvendo fontes múltiplas de informação ricas no contexto” (Creswell, 1994, p.61)

O Estudo de Caso é uma investigação empírica que investiga um fenômeno no seu ambiente natural, quando as fronteiras entre o fenômeno e o contexto não são bem definidas (...) em que múltiplas fontes de evidência são usadas (Yin, 1994, p. 32).

A realização da pesquisa ocorreu por meio de um “estudo multicase” ou, na terminologia utilizada por Yin (2003, p. 75), um “estudo de casos múltiplos”. A análise de casos múltiplos é importante porque, além de verificar similaridades ou diferenças entre os casos estudados, permite estabelecer que um estudo de caso seja complementar ao outro, favorecendo melhor análise dos dados.

Segundo Yin (2001, p. 72), o método de estudo de caso envolve três etapas, descritas na Figura 11.

Figura 11 – Etapas de estudo de caso



Fonte: Yin (2001, p. 72)

As duas primeiras etapas são abordadas nas seções que seguem neste estudo. São elas: Definição e Planejamento e Preparação Coleta e Análise dos Dados. A terceira etapa, Análise e Conclusão, será abordada no Capítulo 4 deste estudo, que relata os resultados obtidos na pesquisa.

Em resumo, o estudo apresentará um caráter descritivo, tendo enfoque qualitativo e se utilizando do método “estudo de casos múltiplos”, uma vez que se pretende investigar a realidade existente, sem que haja controle por parte do pesquisador sobre o contexto que levou aos desdobramentos, utilizando-se múltiplas fontes de evidência.

3.2 Definição e Planejamento

Nesta etapa do trabalho, utilizou-se como base toda a teoria revisada para selecionar os casos a serem considerados no estudo e para desenvolver o Protocolo de Estudo de Caso. Como parte do planejamento desta pesquisa, verificaram-se os critérios de qualidade do desenho conceitual da pesquisa.

3.2.1 Seleção da amostra

A pesquisa foi realizada por meio de estudo de caso em instituições financeiras. Para a seleção das empresas investigadas, estabeleceu-se que as mesmas deveriam constar dos principais rankings de corretoras no país, assumindo-se assim que os analistas financeiros entrevistados destas corretoras, devido ao melhor desempenho de seus fundos, teriam um método mais preciso para prever o desempenho futuro das empresas. A seguir os rankings considerados:

- Ranking de corretoras AE/IBMEC
- Guia Exame de Fundos de Investimentos
- Melhores Gestores da Gazeta

Após esse levantamento, foram escolhidas cinco empresas e levou-se em conta o relacionamento existente com os profissionais das instituições financeiras pré-definidas, visando obter maior disponibilidade das empresas em contribuir para a pesquisa, fornecendo os contatos e dados necessários.

Foram estas as empresas inicialmente selecionadas: Unibanco, Bradesco, Coinvalores, ABN e Ágora.

No decorrer do processo de entrevistas mudou-se a estratégia de seleção das empresas, buscando-se não somente corretoras, mas também empresas que tivessem como foco desenvolver metodologia para análise de empresas. Das cinco instituições entrevistadas, tivemos:

- 02 corretoras;
- 01 instituição de pesquisa;
- 01 fundo de investimento; e
- 01 instituto de investidores.

A mudança ocorreu principalmente pela busca de empresas com papéis diferentes dentro do mercado financeiro que pudessem enriquecer a pesquisa e oferecer diferentes perspectivas sobre a utilização das variáveis não-financeiras nos processos de análise de empresa. Vale ressaltar que, apesar da mudança das empresas selecionadas, todas percebem a análise de empresas como parte fundamental do negócio.

Para facilitar o acesso aos entrevistados, principalmente das corretoras, definiu-se não expor no estudo o nome da instituição nem do entrevistado.

Esta pesquisa se diferencia das demais por ter como objetivo verificar os critérios operacionais utilizados pelos analistas de investimento para avaliar o desempenho futuro das empresas. O conhecimento das particularidades do negócio faz com que, usualmente, o analista se especialize num determinado setor industrial. Isso decorre simplesmente do fato de que conhecer a indústria é um requisito indispensável para uma análise profunda e coerente.

Foram entrevistados executivos financeiros de cinco instituições financeiras, além de interlocutores internos ou externos quando necessário.

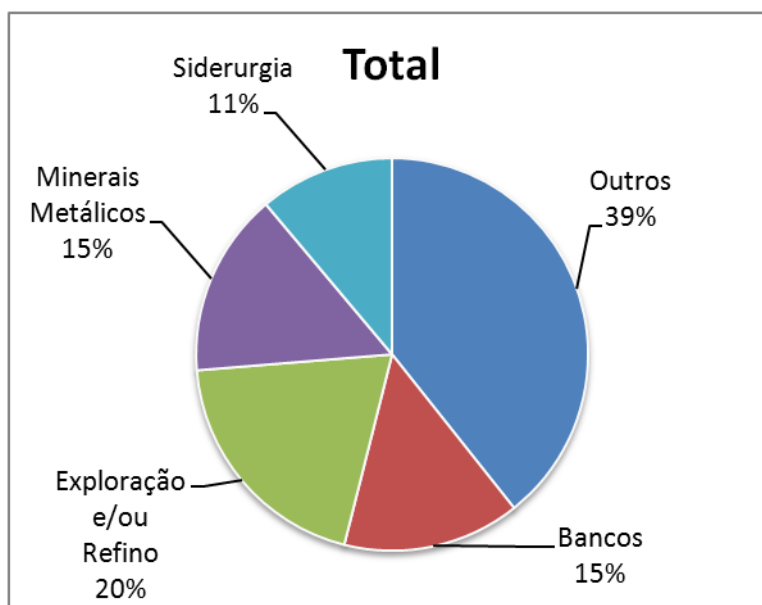
3.2.2 Seleção da indústria

Com o intuito de fazer análises comparativas entre as variáveis não-financeiras utilizadas pelas instituições financeiras para projetar o resultado das empresas, determinou-se utilizar empresas de uma mesma indústria. Outro fator que determinou a seleção das empresas por segmento foi o fato de que um analista com intuito de avaliar uma empresa deve especializar-se em determinado setor industrial, isto é, precisa conhecer o negócio, conforme visto no item Processo de Análise na revisão bibliográfica.

Uma vez que as entrevistas foram realizadas com analistas de instituições financeiras brasileiras, utilizou-se como um dos critérios de seleção das empresas o fato de estarem listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e particularmente de participar do Ibovespa. O Ibovespa é o principal índice do mercado de ações e expressa, na forma de “pontos”, a evolução dos preços as ações mais negociadas da Bovespa – a carteira, revista a cada quatro meses, inclui uma média de sessenta papéis e corresponde a mais de 90% do volume financeiro diário.

A indústria siderúrgica, selecionada para o estudo, representa 11,14% da carteira teórica do Ibovespa – o principal índice da bolsa brasileira do primeiro quartil de 2009 –, como pode ser visualizado na Figura 12.

Figura 12 – Participação dos setores na carteira teórica do índice Bovespa (jan./abr./2009)



Fonte: Bovespa (www.bovespa.com.br)

Apesar de a indústria siderúrgica ocupar o quarto lugar na participação da Carteira Teórica do Índice Ibovespa, a mesma foi escolhida porque as duas primeiras indústrias – Exploração e Refino e Minerais Metálicos – possuem, cada uma, apenas uma empresa, conforme mostra o Quadro 19.

O Setor de Bancos não foi considerado uma vez que o foco do trabalho se deu em operações de manufatura.

Quadro 19 – Principais segmentos e empresas na carteira teórica do índice Bovespa (jan.-abr.2009)

SEGMENTO	EMPRESA	PARTICIPAÇÃO
Exploração e/ou Refino	PETROBRAS	19,78%
Minerais Metálicos	VALE DO RIO DOCE	15,15%
Bancos	BRADESCO	3,70%
	BRASIL	2,40%
	ITAUBANCO	3,47%
	ITAÚSA	2,24%
	NOSSA CAIXA	0,40%
	UNIBANCO	2,42%
Siderurgia	GERDAU	3,10%
	GERDAU MET	0,92%
	SID NACIONAL	3,45%
	USIMINAS	3,67%

Fonte: Bovespa (www.bovespa.com.br)

Portanto, as entrevistas tiveram como foco os analistas de instituições financeiras que acompanham a trajetória das maiores empresas dessa indústria, entre elas: Gerdau; Gerdau Metais; Companhia Siderúrgica Nacional; e Usiminas, que compõem o Índice da Ibovespa.

3.3 Coleta, Tratamento e Análise de Dados

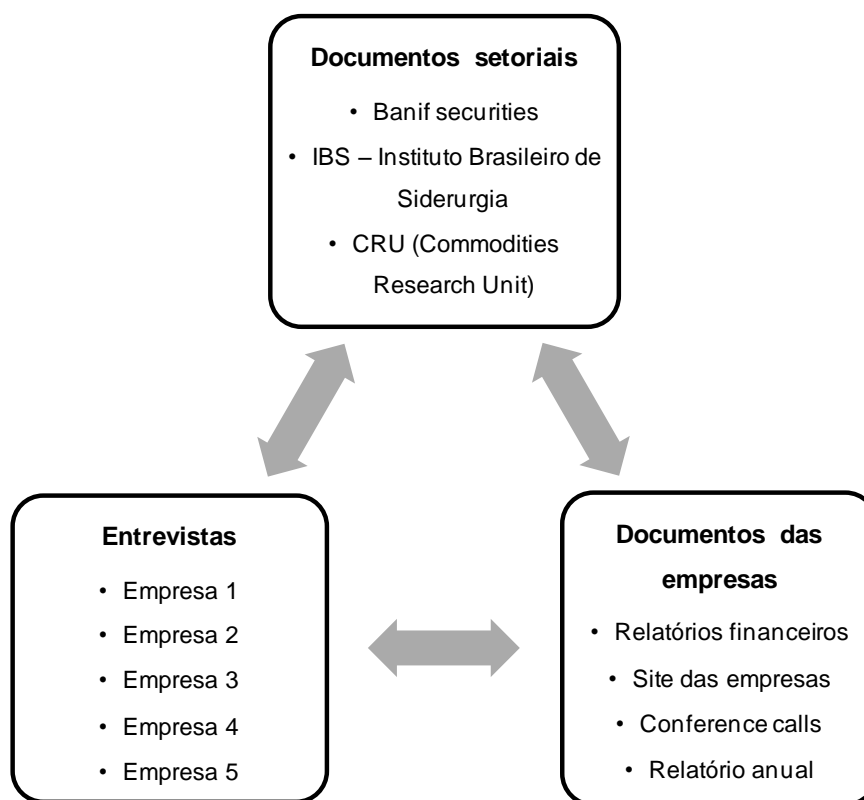
Nesta etapa do estudo, os seguintes pontos foram considerados primordiais para dar credibilidade dos resultados: técnica de coleta de dados, validade de construto, múltiplas fontes de evidência, dados qualitativos e quantitativos, triangulação, base de dados, confiabilidade.

Para realizar o estudo de caso, foi feita uma triangulação de métodos, que incluem investigação documental e levantamentos de percepções por meio de questionários, entrevistas para a coleta de dados e visitas *in loco* com observação direta.

3.3.1 Estratégia de coleta de dados

Para que fosse possível definir a estratégia de coleta de dados a ser considerada neste estudo (Figura 13), os referenciais teóricos analisados e o documento *Standard & Poor's Equity Research Methodology*, presente no Anexo II, foram utilizados como base.

Figura 13 – Estratégia de coleta de dados



Fonte: o próprio autor

Yin (2005, p. 112) afirma que a documentação pode ser representada por cartas, memorandos, agendas, avisos administrativos, recortes de jornal e outros. O principal uso desta fonte é corroborar outras, já que está implícito no estudo de caso o princípio da triangulação.

As documentações foram levantadas com base nos referenciais teóricos estudados e fontes selecionadas pelos entrevistados.

A entrevista, segundo Yin (2005, p. 116), é dedicada a abordar o entrevistado de forma a satisfazer as necessidades da linha de investigação. É comum que seja conduzida de forma espontânea (perceptiva), e para isso se sugere

cuidado com as influências interpessoais. Outro tipo de entrevista é a focada (direcionada). Apesar de ainda ser espontânea e informal, o pesquisador segue um conjunto de perguntas originadas no protocolo. Creswell (1998) atribui às entrevistas a possibilidade de registrar informações em profundidade, apoiadas em roteiros não-estruturados ou semi-estruturados e com o apoio de anotações ou gravação e transcrição (para posterior análise). As questões foram desenvolvidas de forma a permitir que o entrevistado descrevesse o próprio processo de análise de investimentos, porém o entrevistador, quando necessário, fez perguntas referentes aos processos descritos anteriormente garantindo que no mínimo estes fossem considerados. Tais processos, juntamente com os referenciais teóricos, formaram a base para a formulação das questões utilizadas na elaboração do “protocolo de coleta de dados”.

3.3.2 Desenvolvimento do protocolo de estudo de caso

Este protocolo contém os procedimentos, os instrumentos e as regras gerais que devem ser seguidas na aplicação e uso dos instrumentos e se constitui numa tática para aumentar a fidedignidade da pesquisa.

Segundo Yin (1989, p. 92), este protocolo ou manual deve conter:

- visão geral do projeto do estudo de caso – objetivos, ajudas, questões do estudo de caso e leituras relevantes sobre os tópicos a serem investigados;
- procedimentos de campo;
- questões do estudo de caso que o investigador deve ter em mente, locais, fontes de informação, formulários para o registro dos dados e potenciais fontes de informação para cada questão;
- guia para o relatório do “estudo de caso”.

Para a execução da pesquisa de campo, elaborou-se um roteiro de entrevista com várias seções, que buscaram responder às questões de pesquisa.

Quadro 20 – Seções consideradas no roteiro de entrevista

SEÇÃO DO QUESTIONÁRIO	QUESTÕES	PERGUNTA DE PESQUISA ASSOCIADA
Caracterização do respondente e da empresa	<ul style="list-style-type: none"> – Nome o nome do respondente? – Qual o cargo que melhor descreve suas responsabilidades? – Qual à indústria ou indústrias às quais você dedica a maior parte dos seus esforços de análise? – Qual o tempo no cargo e setor? – Qual escolaridade? – Curso superior? Cursos de especialização/pós-graduação? 	Fatores contextuais
Processo de projeção de resultados	<ul style="list-style-type: none"> – Existência de método específico e formal – Avaliação geral deste método – Utilização tanto indicadores financeiros, como não-financeiros – Utilização de resultados já ocorridos, como tendências e eventos futuros – Principais fontes de informações, primárias e secundárias. 	Quais os processos de projeção de resultado que são utilizados em empresas da indústria siderúrgica?
Identificação das variáveis não-financeiras utilizadas para projetar os resultados das empresas	<p>Quais as variáveis, dentro das categorias abaixo, que são consideradas na projeção de resultados, sua importância e facilidade de obtenção?</p> <ul style="list-style-type: none"> – Qualidade de Produtos – Satisfação de Clientes – Eficiência de Processos – Inovação de Produtos e Processos – Ambiente Competitivo – Qualidade da Alta Administração – Estratégia da empresa – Outros Fatores 	<p>Quais as variáveis não-financeiras que são utilizadas nos processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica e qual é a relevância relativa destas variáveis?</p> <p>Qual a facilidade de obtenção das informações não-financeiras que são utilizadas para projeção financeira?</p>
Correlação das variáveis não-financeiras com as variáveis financeiras	<p>Quais as variáveis financeiras mais utilizadas e mais importantes para projetar o resultado futuro das empresas do setor siderúrgico?</p> <ul style="list-style-type: none"> – Como correlacionar estas variáveis não-financeiras com as variáveis financeiras? 	Como os analistas correlacionam as variáveis não-financeiras com as variáveis financeiras?

Fonte: o próprio autor

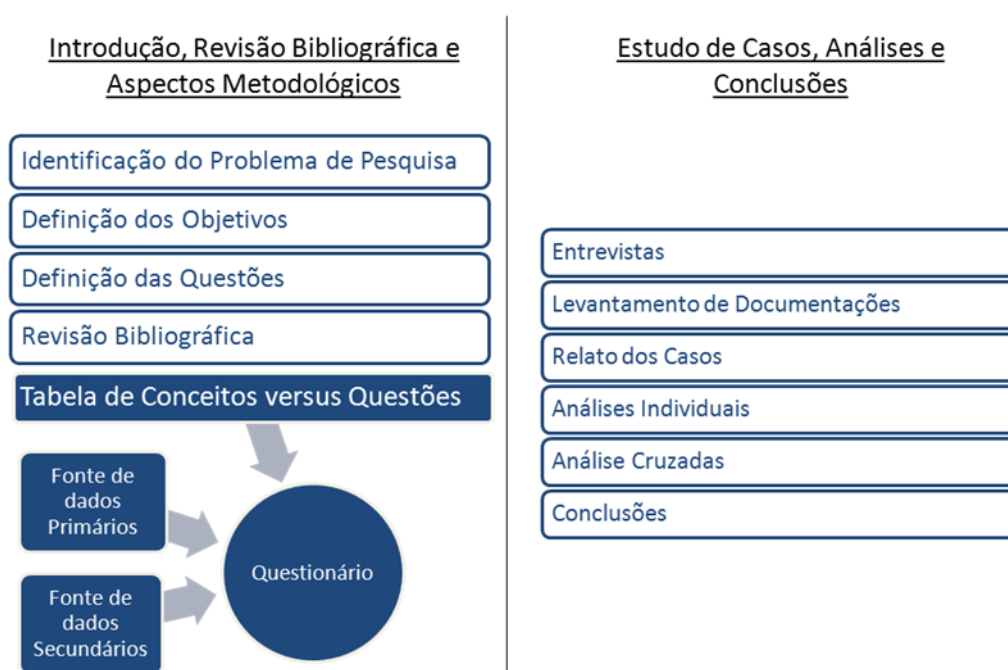
A partir do roteiro de entrevista e embasado na revisão teórica, elaborou-se o instrumento de pesquisa (que se encontra no Anexo IV).

3.4 Desenho Conceitual do Estudo de Caso

A pesquisa busca, a partir da revisão bibliográfica sobre o tema, levantar quais variáveis não-financeiras serão pesquisadas com os analistas com foco em empresas do setor de siderurgia brasileiro.

Com base na lista de variáveis, nas questões de pesquisa e em informações selecionadas em fontes de dados primários e secundários, elaborou-se o questionário utilizado na pesquisa de campo. Este modelo conceitual é representado graficamente pela Figura 14.

Figura 14 – Modelo conceitual do estudo de caso



Fonte: o próprio autor

O objetivo principal deste estudo, que é identificar e analisar como os analistas financeiros fazem uso de diferentes medidas não-financeiras para determinar os lucros futuros estimados e avaliar as empresas, será atingido a partir dos objetivos e questões secundárias definidos na introdução da pesquisa. Na Figura 15, buscou-se um alinhamento entre as fases do processo de análise de empresas, os objetivos, as questões da pesquisa e o método de levantamento e análise de dados. Dessa forma, certifica-se que o

levantamento e análise das informações de campo permitirão ao pesquisador atingir o objetivo elaborado para a pesquisa.

Figura 15 – Relacionamento do processo de análise de empresas com os objetivos e questões da pesquisa

Processo de Análise de Empresas	Objetivos da Pesquisa	Questões da Pesquisa	Levantamento / Análise de Dados
Análise macro e econômica			
Conhecer o negócio	Identificar e analisar a disponibilidade das informações não-financeiras que são utilizadas para projeção financeira.	Qual a disponibilidade das informações não-financeiras utilizadas para fazer a projeção financeira?	1. Pesquisa qualitativa (entrevista em profundidade) 2. Pesquisa qualitativa (levantamento)
Analisar as informações	Identificar e analisar as variáveis não-financeiras utilizadas nos processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica e a capacidade de previsão dessas variáveis.	Quais variáveis não-financeiras são utilizadas nos processos de projeção de resultados de empresas da indústria siderúrgica e qual a capacidade de previsão dessas variáveis?	1. Pesquisa qualitativa (entrevista em profundidade) 2. Pesquisa qualitativa (levantamento)
Formular as previsões	Identificar e analisar as premissas que permitem ao analista financeiro relacionar as variáveis não-financeiras com métricas financeiras no processo de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica.	Como os analistas correlacionam variáveis não-financeiras com variáveis financeiras?	1. Pesquisa qualitativa (entrevista em profundidade) 2. Pesquisa qualitativa (levantamento)
Converter previsões em avaliações	Identificar e analisar os processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica.	Quais processos de projeção de resultados são utilizados em empresas da indústria siderúrgica?	1. Pesquisa qualitativa (entrevista em profundidade) 2. Pesquisa qualitativa (levantamento)
Avaliação da empresa			
Elaboração dos cenários			

Fonte: o próprio autor

Para validar o desenho conceitual, utilizaram-se os testes de caso apontados na literatura por Yin (1994, p.25). O Quadro 21 resume os pontos utilizados.

Quadro 21 – Testes do projeto

Testes de caso	Tática de estudo	Fase da pesquisa na qual a tática deve ser aplicada
Validade do construto	Utilizou fontes múltiplas de evidências: relatórios financeiros das empresas, relatórios setoriais, entrevistas e relatórios anuais das empresas	Coleta de dados
	Estabeleceu encadeamento de evidências: identificação das questões de pesquisa, levantamento da teoria, identificação do processo de análise de empresa e formulação de um instrumento de pesquisa completo	Coleta de dados
	O rascunho do relatório de caso foi revisado pelo próprio entrevistado, que validou as informações.	Composição
Validade interna	Fez adequação ao padrão	Análise de dados
	Fez construção da explanação	Análise de dados
	Estudou explanações concorrentes	Análise de dados
	Utilizou modelos lógicos	Análise de dados
Validade externa	Utilizou teoria nos estudos de caso individuais	Projeto de pesquisa
	Utilizou lógica de replicação em estudos de caso múltiplos	Projeto de pesquisa
Confiabilidade	Utilizou protocolo de estudo de caso	Coleta de dados
	Desenvolveu estrutura de armazenamento de informações para estudo de caso	Coleta de dados

Fonte: o próprio autor adaptado de Yin (1994)

Assim, procurou-se garantir a confiabilidade da pesquisa utilizando um protocolo de estudo de caso e organizando entrevistas e documentos coletados de forma estruturada.

4. RESULTADOS DA PESQUISA

Este capítulo apresenta os resultados da pesquisa, com a descrição detalhada de cada um dos casos analisados individualmente e de forma cruzada, além da contribuição dos analistas financeiros entrevistados em forma de tabelas e depoimentos. Inicialmente é apresentada uma breve descrição do setor siderúrgico e das empresas Grupo Gerdau (Gerdau e Gerdau Metals), Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e Usiminas. A descrição do setor e das empresas tem como objetivo proporcionar melhor contextualização para a análise dos casos, uma vez que os analistas financeiros entrevistados tomaram como base essas empresas.

4.1 Breve descrição do setor siderúrgico

O setor siderúrgico possui grande relevância para a economia brasileira e tem várias empresas listadas na Bovespa, o que levou este estudo a adotá-lo como foco. Foram abordadas em detalhe as premissas utilizadas para a seleção da indústria e das empresas no item definição e planejamento do Capítulo 3. Sendo assim, as entrevistas foram direcionadas a analistas de instituições financeiras que acompanham a trajetória das maiores empresas dessa indústria, entre elas: Gerdau, Gerdau Metals, CSN e Usiminas, cujas ações fazem parte da composição do Ibovespa – o Índice da Bovespa.

4.1.1 Produtos siderúrgicos

Em uma sociedade cada vez mais preocupada com a sustentabilidade, o aço é visto como matéria-prima ideal. Seu alto potencial de reciclagem conquista arquitetos interessados em oferecer ao cliente o melhor custo / benefício na hora da construção, associado à preocupação com o meio ambiente (IBS-a,

2008). Quanto ao tipo de aço, os produtos podem ser classificados em aço-carbono e aços ligados ou especiais.

1. Aço-carbono: é o aço ao carbono, ou com baixo teor de liga, de composição química definida em faixas amplas.
2. Aços ligados ou especiais: são aços ligados ou de alto carbono, de composição química definida em estreitas faixas para todos os elementos e especificações rígidas.

Quanto à forma geométrica, os produtos feitos de aço podem ser classificados em semiacabados, planos e produtos longos.

1. Semiacabados: produtos oriundos de processo de lingotamento contínuo ou de laminação de desbaste, destinados a posterior processamento de laminação ou forjamento a quente.
2. Produtos planos: produtos siderúrgicos, resultado de processo de laminação, cuja largura é extremamente superior à espessura, comercializados na forma de chapas e bobinas de aço-carbono.
3. Produtos longos: produtos siderúrgicos, resultado de processo de laminação, cujas seções transversais têm formato poligonal e cujo comprimento é extremamente superior à maior dimensão da seção, sendo ofertados em forma de aço-carbono e aços especiais.

Em função dos produtos preponderantes, as usinas podem ser classificadas como produtoras de:

- semiacabados (placas, blocos e tarugos);
- planos aço-carbono (chapas e bobinas);
- planos aços especiais/ligados (chapas e bobinas);
- de longos aço-carbono (barras, perfis, fio máquina, vergalhões, arames e tubos sem costura); e,
- de longos aços especiais/ligados (barras, fio-máquina, arames e tubos sem costura).

A seguir, informações detalhadas sobre a composição das vendas de produtos de aço (Quadro 22) e a produção siderúrgica no Brasil (Quadro 23). Como se pode constatar, o setor automotivo (fabricação de veículos e

autopeças) e o de construção civil são os que detêm maior responsabilidade sobre a demanda de aço.

Quadro 22 – Composição das vendas de produtos de aço no Brasil (milhões de toneladas)

Setor	2003	2004	2005	2006	2007
Fabricação de veículos motorizados	977	1,291	1,210	1,280	1.552
Autopeças (incluindo carrocerias de caminhão)	1,337	1,724	1,739	2,001	2.292
Ferroviário	23	74	78	91	76
Construção naval	45	102	77	35	54
Bicicletas e motocicletas	4	5	30	13	14
Máquinas agrícolas e para construção de estradas	307	330	246	252	337
Máquinas e equipamentos eletrônicos e de medida e controle	446	492	557	518	540
Máquinas e equipamentos industriais	374	420	410	509	600
Construção civil	2,080	2,254	2,156	2,171	2.72
Utilidades domésticas e comerciais	445	535	435	467	549
Embalagens e recipientes	805	814	757	756	733
Cutelaria	13	11	8	11	16
Parafusos e rebites (excl. para indústria automobilística)	153	192	135	104	105
Derivados de arames	33	20	6	5	52
Relaminação (fora do parque)	612	701	618	613	793
Trefilaria de barras	83	132	61	56	71
Trefilaria de arames	682	685	638	784	806
Forjaria matriz fechada	417	446	495	499	528
Forjaria (outras)	23	120	52	26	42
Perfis conformados a frio	198	163	146	153	173
Perfis soldados	2	26	4	14	32
Tubos com Costura de Pequeno Diâmetro	769	762	735	817	1.194
Tubos com Costura de Grandes Diâmetro	310	345	395	327	517
Distribuidoras e revendedores	4,983	5,745	4,565	5,621	6.359
Outros	287	394	508	408	395
Total	15,408	17,783	16,061	17,531	20.55
Relaminação (para usinas)	448	690	699	1240	339

Fonte: (IBS-b, 2008)

Quadro 23 – Produção siderúrgica brasileira

Produtos	JAN/JUL		08/07 (%)	MAIO 2008	JUN 2008	JULHO		08/07 (%)	Últimos 12 meses
	2008(*)	2007				2008(*)	2007		
Aço bruto	20.645	19.195	7,6	2.972	2.934	3.198	2.869	11,5	35.232
Laminado	15.145	14.773	2,5	2.189	2.089	2.182	2.206	(1,1)	26.222
Plano	8.777	9.089	(3,4)	1.255	1.197	1.208	1.336	(9,5)	15.379
Longo	6.368	5.684	12,0	934	892	974	871	11,9	10.843
Semi-acabados para vendas	3.965	3.149	25,9	549	606	686	459	49,5	6.638
Placas	2.767	2.015	37,3	364	413	498	287	73,2	4.688
Lingotes/blocos e tarugos	1.198	1.135	5,6	185	193	188	172	9,9	1.950
Ferro gusa	21.625	20.010	8,1	3.126	3.133	3.289	2.965	11,0	37.185
Siderúrgicas integradas	16.009	14.462	10,7	2.287	2.293	2.436	2.201	10,7	27.490
Siderúrgicas independentes	5.616	5.548	1,2	839	840	853	764	11,8	9.695
Ferro esponja	194	194	(0,1)	22	35	34	24	41,3	362

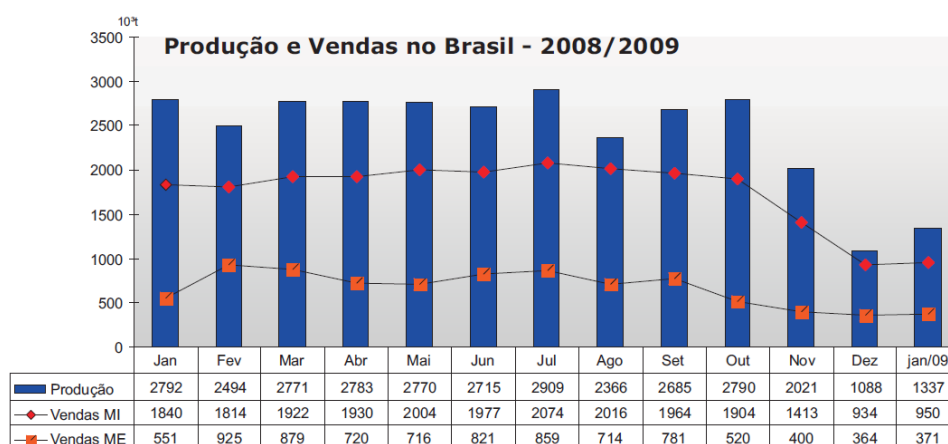
Fonte: (IBS-b, 2008)

4.1.2 Condição atual do setor siderúrgico

A siderurgia brasileira encontra desde outubro de 2008 cenário bastante desfavorável, devido à crise nos EUA e os efeitos sobre a economia global. O consumo de aço nos países desenvolvidos caiu para a metade dos níveis registrados até julho/agosto; e os produtos mais relevantes na pauta de exportações de aço do Brasil sofreram queda de preços entre 40% e 60%, como se vê no Quadro 24. Algumas siderúrgicas no Brasil e no mundo adotaram estratégia de queima de estoque devido à necessidade de fazer caixa ou a uma política comercial agressiva visando manter os níveis mínimos de produção, ainda que remunerando apenas os custos variáveis. Diante desse cenário as empresas siderúrgicas foram obrigadas a recorrer à redução de produção, pela paralisação total ou parcial de algumas usinas, além de adiamento de investimentos programados (IBS-c, 2009, p. 1).

O setor siderúrgico tem exigido aumento das alíquotas de importação de produtos siderúrgicos para o governo, cuja tendência no Brasil é contrária à da maioria dos países produtores de aço, que vêm adotando medidas para a proteção da indústria e dos empregos. Há países em que as políticas são suportadas por subsídios governamentais, e a China, por exemplo, tem demonstrado agilidade na criação e operacionalização de medidas de apoio à indústria nativa (IBS-c, 2009, p. 2).

Quadro 24 – Produção e venda de aço no Brasil (2008/2009)



Fonte: IBS-c, 2009, p. 01.

Segundo dados do IBS-c (2009, p. 02), as empresas siderúrgicas estão trabalhando intensamente na busca de alternativas para a redução das perdas, das quais se podem destacar:

- acordos para flexibilização de jornadas de trabalho, visando preservar os empregos e a capacidade produtiva diante da expectativa de reversão do mercado interno e externo no segundo semestre;
- medidas de apoio do governo brasileiro ao setor automotivo, da construção civil e de bens de capital; e
- aceleração do Programa de Aceleração do Crescimento – PAC.

A demanda mundial por aço da China passou por alguns ajustes de preços e de volumes em 2008, mas continua sendo forte o suficiente para direcionar a produção mundial em 2009 e nos próximos anos.

Os principais fatores da demanda são aços planos em vista das vendas de automóveis, produção de equipamentos e bens da linha branca. Quanto aos aços longos, o setor de construção civil vem se expandindo nos últimos anos em decorrência de investimentos em infraestrutura e no agronegócio.

O CRU (*Commodities Research Unit*) estima que a produção siderúrgica mundial continuará a sustentar o crescimento econômico de mercados emergentes como os países do BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China), da ASEAN (Indonésia, Malásia, Filipinas, Cingapura, Tailândia, Vietnã, Mianmar, Laos e Camboja) e do Oriente Médio (Banif, 2008, p. 03).

O Brasil está se tornando um pólo de negócios no campo da siderurgia num cenário global que esta em plena redefinição, como mostra o Quadro 25 e Quadro 26.

Quadro 25 – Números da siderurgia brasileira (2008)

Parque produtor de aço: 26 usinas, sendo que 12 integradas (a partir do minério de ferro) e 14 semi-integradas (a partir do processo de ferro gusa com a sucata), administradas por nove grupos empresariais.
Capacidade instalada – 41 milhões de t/ano de aço bruto (ao final de 2008)
Produção Aço Bruto: 33,7 milhões de t
Produtos siderúrgicos: 30,8 milhões de t
Consumo aparente: 24,0 milhões de t
Número de colaboradores: 123.017
Saldo comercial: US\$ 4,4 bilhões – 17,6% do saldo comercial do país
13º Exportador mundial de aço (exportações diretas) (dado de 2007)
5º Maior exportador líquido de aço (exp.-imp.): 8,8 milhões de t (dado de 2007)
Exporta para mais de 100 países
Exportações indiretas (aço contido em bens): 3,4 milhões de t

Fonte: (IBS-d, 2008)

Quadro 26 – Investimentos do setor siderúrgico (em milhões de US\$)

Cronograma do investimento	Aços planos	Aços longos	Aços especiais	Setor siderúrgico
1994	355	294	217	866
1995	542	192	254	988
1996	936	99	299	1.334
1997	1650	116	234	2.000
1998	1691	332	204	2.227
1999	886	408	65	1.359
2000	955	234	45	1.234
2001	955	222	158	1.335
2002	576	175	106	857
2003	405	314	105	824
2004	425	412	109	946
2005	903	777	214	1.894
2006	2.021	774	260	3.055
2007	970	1.134	446	2.550
Total	13.270	5.483	2.716	21.469

Fonte: (IBS-e, 2008)

Segundo o Relatório de Sustentabilidade 2008 do IBS (IBS-f, p. 8), a produção brasileira de aço gira em torno de 41 milhões de toneladas por ano e tem potencial de atingir até 80 milhões de toneladas por ano em 2015.

O setor registra como questão prioritária e estratégica para o país a manutenção do pleno abastecimento do mercado interno de produtos siderúrgicos em condições compatíveis com as exigências do mercado global. Exporta ainda, regularmente, cerca de 40% de sua produção, o que o situa entre os que mais contribuem para a geração de saldos comerciais do País. Portanto, considerando a posição exportadora do País, e a necessidade do produto nacional ser competitivo no abastecimento do mercado interno, torna-se imprescindível a melhoria da qualidade e do atendimento aos clientes, assim como a redução dos custos, para garantir a inserção do País no cenário da siderurgia internacional, no atual contexto de mercado aberto e globalizado. Atualmente a luta pela matéria-prima está fazendo com que mineradoras se tornem produtoras de aço, e fabricantes comecem a procurar suas próprias minas para suprir a demanda, aumentando ainda mais a competitividade interna (IBS-f, 2008, p. 8).

Além disso, no que se refere às companhias que estão entrando no mercado, segundo o Relatório de Sustentabilidade do IBS (IBS-f, 2008, p. 5), os planos de investimento para os próximos anos continuam agressivos.

Há planos de investimentos substanciais totalizando US\$5,8 bilhões, visando elevar a produção em 6,8 milhões de toneladas entre 2009 e 2013. Com este investimento, a projeção do IBS para a produção de aço no Brasil é 63,1 milhões de toneladas em 2013. E ademais, devido ao custo atrativo das matérias-primas e com vistas a se tornar uma importante plataforma de exportação de aço, há estudos para expansão da capacidade de mais de 17,5 milhões de toneladas de aço bruto via investimentos no valor de US\$12,8 bilhões. Se todos os projetos de expansão se converterem em produção, o Brasil será um produtor importante de aço bruto, fornecendo 80,6 milhões de toneladas por ano em 2016 (IBS-f, 2008, p. 5).

4.2 Principais Empresas do Setor

O parque siderúrgico brasileiro compõe-se hoje de 26 usinas, administradas por oito grupos empresariais.

- Grupo Usiminas
- Grupo Gerdau
- CSN
- ArcelorMittal Brasil (incluindo a ArcelorMittal Inox Brasil, ArcelorMittal Aços Longos e ArcelorMittal Tubarão)
- Sinobras
- V&M do Brasil
- Villares Metals
- Votorantim Siderurgia

Este estudo tem como foco as seguintes empresas listadas na Bovespa: Grupo Usiminas, Grupo Gerdau e CSN, que serão brevemente descritas a seguir.

4.2.1 Usiminas – Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A

O Sistema Usiminas destaca-se como o maior complexo siderúrgico de aços planos da América Latina. A Usiminas é a líder do sistema, formado por dezesseis empresas que atuam em siderurgia e em negócios em que o aço tem importância estratégica (bens de capital e estamparia, logística, distribuição e serviços), além de entidades sociais.

A Usina Intendente Câmara, unidade produtiva da Usiminas, fica localizada em Ipatinga (MG) e tem capacidade para processar 5 milhões de toneladas/ano de aço. Somada à usina da Cosipa, em Cubatão (SP), a capacidade do Sistema Usiminas atinge hoje 9,5 milhões de toneladas/ano. É líder, com participação de 52% no mercado nacional de aços planos, e fornece placas, chapas grossas, galvanizados e laminados a quente e a frio para setores estratégicos, como automotivo, naval e da construção civil, além de tubos de grande diâmetro, equipamentos industriais, máquinas agrícolas etc.

A Usiminas é também a única siderúrgica das Américas presente no Índice Dow Jones de Sustentabilidade e a primeira do Brasil a conquistar a classificação “Grau de Investimento” das três principais agências de classificação de risco de crédito do mundo (Moody’s, S&P e Fitch), pela solidez e credibilidade das operações. Em março de 2007, o Sistema Usiminas anunciou um novo ciclo de investimentos, denominado Plano de Desenvolvimento – Visão 2015, cujo escopo envolve aportes de cerca de US\$ 9 bilhões. Constituindo-se o maior plano da história da siderurgia brasileira, está focado em projetos de ampliação da capacidade produtiva e incremento tecnológico. O objetivo é consolidar o Sistema Usiminas na liderança do mercado interno de aços planos e aumentar a participação no mercado internacional (IBS-g, 2008).

4.2.2 Grupo Gerdau

O Grupo Gerdau é um dos maiores produtores de aço do mundo e líder no segmento de aços longos nas Américas. Há mais de um século, começou a traçar a rota de expansão internacional e hoje está presente em treze países: Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Espanha, Estados Unidos, Índia, México, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

Seus produtos, comercializados para os cinco continentes, atende ao setor da construção civil, indústria em geral e agropecuária. Estão presentes no dia a dia das pessoas nas mais diversas formas: integram a estrutura de

residências, shopping centers, hospitais, pontes e hidrelétricas, fazem parte de torres de transmissão de energia e telefonia, compõem a matéria-prima de peças de automóveis e participam do trabalho no campo.

Com ações listadas na Bovespa, Bolsa de Nova York, de Toronto e de Madri, o Grupo Gerdau busca eficiência e crescimento com rentabilidade, “sempre comprometido com o desenvolvimento sustentável” (IBS-h, 2008).

4.2.3 Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)

A CSN é um dos maiores e mais competitivos complexos siderúrgicos integrados da América Latina, com capacidade de produção de 5,8 milhões de toneladas anuais de aço bruto. Em Volta Redonda, no Estado do Rio de Janeiro, produz o mais completo portfólio de aços planos do continente. Mantém também uma unidade de laminação a frio e galvanização nos Estados Unidos, a CSN LLC, e participação de 50% na Lusosider, em Portugal. No Brasil, conta com duas unidades de galvanização, Galvasud e CSN Paraná, além de três linhas na Usina Presidente Vargas.

A CSN atua em todas as atividades que têm relação, complementam e impulsionam o aço, o principal negócio da empresa, desde a mineração de ferro, calcário e dolomita, passando pela metalurgia primária, refino, laminação e revestimento, até a distribuição, por intermédio da Inal, que mantém centros de serviços em todo o território nacional.

Opera por meio das concessões dos terminais de carvão e de contêineres do Porto de Sepetiba, no Rio de Janeiro. Detém participações em duas importantes ferrovias para o escoamento de matéria-prima e produtos: a Companhia Ferroviária do Nordeste e a MRS Logística. Além disso, a participação nas hidrelétricas de Itá e de Igarapava, aliada à central de cogeração termoeletrica da Usina de Presidente Vargas, em Volta Redonda (RJ), garantem a autossuficiência para o abastecimento das unidades industriais.

Fabrica embalagens de aço para bebidas, por intermédio da Metalic, única empresa brasileira que industrializa o produto, para o qual o mercado nacional está apenas despertando. Essa estratégia integrada garante à CSN posição de liderança no setor siderúrgico brasileiro. Com um dos menores custos de produção da indústria, é uma das empresas mais competitivas do mundo na fabricação de aços planos. Para isso, desenvolve permanentes programas para elevar a produtividade e promover a melhoria de infraestrutura e logística, além de buscar oportunidades de expansão internacional.

Direciona as operações para oferecer soluções aos clientes, com portfólio completo de produtos de alto valor agregado: laminados a quente e a frio, folhas metálicas, chapas zincadas, Galvalume e pré-pintado.

Na atuação comercial, procura identificar as necessidades dos clientes em diversos setores industriais, automotivo, construção civil, embalagem, linha branca e OEM (*Original Equipment Manufactures*), no Brasil e no exterior. Com faturamento anual de 12,280 bilhões de reais, a CSN tornou-se um marco no processo brasileiro de industrialização. Ações da CSN são negociadas na Bovespa e na Bolsa de Nova York (IBS-i, 2008).

4.2.4 Siderúrgicas versus produtos

Esta seção discute o posicionamento das empresas nacionais do setor siderúrgico com base nos produtos planos, longos e trefilados que fabricam. Conforme o Quadro 27, na área de produtos planos a Usiminas e a CSN competem fortemente em chapas e bobinas não revestidas, com baixa presença da Gerdau, que compete com ambas as empresas em placas.

Quadro 27 – Produtos planos por empresa

PRODUTOS PLANOS							
Produtos		Empresas					
		ArcelorMittal Inox Brasil	CSN	COSIPA	ArcelorMittal Tubarão	Gerdau	USIMINAS
Chapas e Bobinas Não Revestidas	Placas						
	Chapas e Bobinas Grossas						
	Chapas e Bob. a Quente						
	Chapas e Bobinas a Frio						
	Folhas Não Revestidas						
Chapas e Bobinas Revestidas	Folhas para Embalagens						
	Chapas Zincadas a Quente						
	Chapas Eletro- Galvanizadas						
	Chapas Ligas Alumínio- zinco						
	Chapas Pré- Pintadas						
	Chapas Outros Aços ligados						
	Chapas Inoxidáveis						
	Chapas Siliciosas						

Fonte: IBS-j (2009)

Com base nas informações do Quadro 28 e Quadro 29, verifica-se que nos produtos longos e trefilados há a presença forte da Gerdau, mas não das empresas Usiminas e CSN. Constata-se assim que as empresas CSN e Usiminas competem por vários mercados e que a Gerdau compete em outros mercados e com outras empresas.

Quadro 28 – Produtos longos por empresa

PRODUTOS LONGOS							
Produtos		Empresas					
		Aços Villares	ArcelorMittal Aços Longos	Gerdau	Siderúrgica Barra Mansa	V & M do Brasil	Villares Metals
	Lingotes, Blocos e Tarugos						
Barras	Aço Carbono						
	Aço Constr. Mecânica Ligado						
	Aço Inoxidável/						
	Aço p/Ferram. e Matrizes						
Perfis	Leves						
	Médios e Pesados						
	Fio-Máquina						
	Vergalhões						
	Tubos sem Costura						

Fonte: IBS-j (2009)

Quadro 29 – Produtos trefilados por empresa

TREFILADOS					
Produtos	Empresas				
	Aços Villares	ArcelorMittal Aços Longos	Gerdau	Siderúrgica Barra Mansa	Villares Metals
Arames					
Barras					

Fonte: IBS-j (2009)

4.3 Descrição dos casos estudados

Devido à necessidade de especialização do analista financeiro e com o intuito de fazer análises comparativas entre as variáveis não-financeiras utilizadas para projetar o resultado das empresas, determinou-se utilizar neste estudo empresas brasileiras de uma mesma indústria, que fossem listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Foram investigadas formas de análises de projeção de resultado das empresas da indústria siderúrgica. Para tanto, selecionamos para entrevista cinco instituições financeiras que realizam essa atividade.

Cabe destacar que foi realizado um teste piloto, uma primeira entrevista com um analista para verificar a adequação do instrumento de pesquisa. Após essa etapa, o roteiro foi revisto e iniciou-se a pesquisa de campo. O roteiro de entrevista utilizado está disponível no Anexo IV (p. 148).

Além das informações nas entrevistas, foram obtidos dados da análise de documentos utilizados pelas instituições financeiras, para auxiliar na compreensão do processo de análise de investimento das empresas estudadas, em reportagens na imprensa e sites especializados em avaliação, tais como:

- dados financeiros das empresas: relatórios anuais das empresas Gerdau, Gerdau Metals, CSN e Usiminas;
- informações setoriais: IBS (Instituto Brasileiro de Siderurgia) e CRU (*Commodities Research Unit*); e
- análises setoriais: Banif Securities.

Ainda, o pesquisador procurou permitir o máximo de liberdade de expressão nas respostas, procurando, sem perder o foco, deixar o entrevistado introduzir outros elementos relevantes que não haviam sido identificados anteriormente. Os itens seguintes descrevem, em detalhes, as informações obtidas em cada um dos casos. Omitiu-se propositadamente a identificação das empresas na análise dos dados, que serão então designadas por Empresa 01, Empresa 02 etc.

4.3.1 Análise da Empresa 01

Denominada para fins desta análise de Empresa 01, trata-se de uma companhia nacional pertencente ao setor financeiro, que recentemente passou por um processo de associação para unificação de operações financeiras com um banco. Dessa forma, a nova empresa passou a ter um valor de mercado que a situa entre as vinte maiores instituições financeiras do mundo, com 4.800 agências e postos de atendimento (representando 18% da rede bancária) e 14,5 milhões de clientes de conta corrente (18% do mercado). Em volume de crédito, representa 19% do sistema brasileiro, e, em total de depósitos, fundos e carteiras administradas, atinge 21%.

A área de análise de investimentos da instituição possui analistas especialistas em cada segmento; e o entrevistado é analista responsável pelo segmento de siderurgia. Este profissional foi analista financeiro da CSN e tem seis anos de experiência de análise do mercado de siderurgia, minerais metálicos, papel e celulose e madeira na instituição financeira em que atualmente atua, sendo graduado e pós-graduado em Administração de Empresas. O entrevistado comentou que é comum ao profissional que analisa empresas do setor siderúrgico deter conhecimento amplo sobre o setor de commodities.

A empresa utiliza a projeção do fluxo de caixa como base para projetar os resultados futuros da empresa. Para avaliação, a empresa utiliza o método “fluxo de caixa descontado”, que traz a projeção de caixa ao valor presente, tomando como referência um custo de capital. Em momentos em que a visibilidade dos cenários futuros é difícil, utiliza-se de indicadores múltiplos. Por exemplo, uma empresa pode valer “n” vezes o valor do lucro ou receita atual.

Quanto às etapas do processo de projeção de resultados, o processo levantado na revisão bibliográfica e utilizado como base nas entrevistas foi validado de forma bastante precisa. Este processo é utilizado há bastante tempo na empresa; e com base nas informações fornecidas pelo analista é fruto de uma sequência de ações lógicas já bastante aceita pelo mercado.

Seguem as etapas do processo:

- análise macro e econômica;
- conhecer o negócio;
- analisar as informações;
- formular previsões;
- converter previsões em avaliações;
- avaliação da empresa; e
- elaboração dos cenários.

Na visão do analista entrevistado, esse processo é muito importante, e ele concorda plenamente que são considerados tanto indicadores financeiros como não-financeiros. Entretanto, os indicadores não-financeiros, apesar da importância, não são considerados relevantes no processo de projeção de resultados. O analista citou como principais fontes de informações:

- relatórios financeiros das empresas;
- relatórios anuais;
- balanços;
- conversa com a equipe de gestão da empresa para obtenção de informações mais detalhadas;
- informações do ambiente: contatos com, competidores, fornecedores e compradores; e
- fontes de informações da indústria: IBS (Instituto Brasileiro de Siderurgia), Inda (Instituto Nacional dos Distribuidores de Aço), *World Steel Association*, CRU (*Commodities Research Unit*) e *World Steel Dynamics*.

Quanto à utilização das variáveis não-financeiras na projeção das empresas brasileiras do setor de siderurgia, o entrevistado, além de classificá-las quanto à utilização, capacidade de prever valor e facilidade de obtenção, fez comentários pertinentes à análise, que seguem abaixo.

- O nível da qualidade dos produtos produzidos no Brasil pelas empresas selecionadas é equivalente. As empresas possuem grande foco em exportação e competem com várias multinacionais. O fator qualidade pode ser considerado como diferencial em momentos de forte oscilação de demanda, mas geralmente não é utilizado no processo de projeção de resultados.
- As empresas estudadas se posicionam muitas vezes em mercados diferentes, como já visto no item 4.2.4 Siderúrgicas versus produtos. Mesmo que as siderúrgicas atuem em segmentos similares, é comum uma das empresas ser líder com certa distância da segunda colocada.
- Em relação à prospecção de informações, o fato de o analista financeiro já ter trabalhado diretamente em empresas da indústria siderúrgica ou ser especialista nessa indústria é de fundamental importância, uma vez que o relacionamento com os executivos das empresas analisadas e correlatas é crítico para a obtenção de informações. Compradores e vendedores das empresas analisadas e fornecedores são fonte corriqueira de informações sobre vendas, custos e qualidade.
- Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) para o setor siderúrgico é importante, mas não estratégico. A empresa que decide investir em P&D muito acima da média do mercado pode ser vista com certo receio pelos analistas, uma vez que as inovações não são tão intensas no segmento.
- O processo de projeção de resultados sustenta-se fortemente em vendas e custos. As vendas estão muito correlacionadas com o desempenho da economia e das indústrias-clientes e com a capacidade de produção instalada.
- Uma tendência em relação à gestão de custos é a verticalização do negócio siderúrgico, em que as empresas estão buscando produzir minérios estratégicos para o negócio, visando evitar oscilações de preços e assim obter redução de custos. A projeção do custo de mão-de-obra é, em alguns casos, estimada com base no entendimento das

solicitações dos sindicatos, melhorias em produtividade e volume de vendas.

- Existe um viés, que aqui vale discorrer, do analista financeiro na recomendação/projeção do resultado de uma empresa com base nas expectativas dos principais clientes (grandes fundos de pensão). Se os resultados projetados apresentarem valor muito acima do que os fundos de pensões aceitam, os analistas revisam os números para algo mais conservador, visando adequar-se às expectativas dos clientes, colocando o cenário mais positivo como possível, mas não o mais provável.

Para dar continuidade à análise desta entrevista, com base na opinião do entrevistador, as variáveis não-financeiras identificadas que tiveram alta utilização e capacidade de prever o valor (classificadas como 04 ou 05) foram selecionadas e são apresentadas no Quadro 30.

Quadro 30 – Resultado da entrevista com Empresa 01 (variáveis não-financeiras com alta utilização e alta capacidade de prever valor)

Variáveis	Utilização					Capacidade de Prever Valor					Facilidade de Obtenção das Informações				
	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Eficiência de Processos															
Taxa de produtos com defeitos		x					x						x		
Tempo de desenvolvimento de produtos		x					x						x		
Tempo de ciclo de fabricação	x						x						x		
Tempo entre pedido e entrega	x						x						x		
Custos operacionais/empregado		x					x						x		
Idade da planta e equipamentos		x					x				x				
Uso da capacidade instalada		x					x				x				
Ambiente Competitivo	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Participação de Mercado		x					x						x		
Percepção da marca		x					x						x		
Concorrência potencial		x					x						x		
Protecionismo		x					x						x		
% de vendas de produtos patenteados		x					x						x		
Alianças estratégicas		x					x						x		
Dispustas antitruste		x					x						x		
Diversificação geográfica		x					x						x		
Diversificação de clientes		x					x						x		
Diversificação de produtos		x					x						x		
Potencial do setor		x					x						x		
Potencial de fusões aquisições		x					x						x		
Capacidade de adaptação ao ambiente		x					x						x		
Qualidade da Alta Administração	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Perspectiva de continuidade de gestão		x					x						x		
Experiência dos administradores		x					x						x		
Motivação dos administradores		x					x						x		
Avaliação da administração atual		x					x						x		
Estratégia da Empresa	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Clareza da estratégia		x					X				x				
Alinhamento com operações		x					X				x				
Estratégia vencedora		x					X				x				
Capacidade de execução		x					X				x				
Outros Fatores	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Aspectos relacionados ao governo		x					x								X

Fonte: analista financeiro da Empresa 01

As categorias que apresentaram maior número de variáveis selecionadas foram: eficiência em processos, ambiente competitivo, qualidade da alta administração e estratégia da empresa.

Informações sobre estratégia e produção são muitas vezes encontradas nos relatórios das empresas, porém, a maior parte das informações selecionadas não é obtida de forma simples.

A última etapa da entrevista teve como principal objetivo, a partir da lista de variáveis não-financeiras selecionadas (alta utilização e capacidade previsão), identificar as variáveis financeiras que estariam correlacionadas com as variáveis selecionadas e descrever de forma sucinta como correlacionar variáveis.

O entrevistador teve dificuldade em fazer tal correlação e relatou que em muitos casos traduz essas variáveis em risco e custo de capital. Em casos mais específicos, busca uma lógica para correlacionar as variáveis, mas acredita que não existe um padrão. Citou um exemplo de “ambiente competitivo” que, dependendo da análise da demanda, capacidade de produção das empresas e qualidade, pode definir a participação de mercado para uma empresa, com impacto direto na projeção de resultados. Não preencheu os campos do questionário justificando que, para cada variável selecionada, teria de preparar uma lógica bastante complexa para identificar o impacto das variáveis não-financeiras nas variáveis financeiras.

Asseverou ainda que a utilização de variáveis não-financeiras no processo de projeção de resultados é uma realidade, porém, os fatores da economia e da indústria ainda são considerados aspectos mais importantes.

4.3.2 Análise da Empresa 02

A Empresa 02 é uma instituição nacional pertencente ao setor financeiro, filiada a uma instituição americana que possui cerca de 300.000 associados/funcionários e tem como objetivo oferecer aos clientes programas

educacionais sobre como investir no mercado de ações. Enfatiza a formação de clubes de investimento e dissemina fundamentos da análise fundamentalista.

O entrevistado foi o analista especializado no segmento de siderurgia. Este profissional atuou como analista de negócios em uma empresa do setor de commodities, está há cinco anos nesta instituição e possui vinte anos de experiência de análise de mercado em exploração e/ou refino; bancos; siderurgia; minerais metálicos; papel e celulose; e alimento. O entrevistado tem graduação e pós-graduação em Administração de Empresas.

Sempre utilizou nas empresas que trabalhou a projeção do fluxo de caixa como base para projetar os resultados futuros da empresa. Para avaliação da empresa, utiliza o método de “fluxo de caixa descontado”, que traz a projeção de caixa ao valor presente, tomando como referência um custo de capital.

Novamente o processo levantado na revisão bibliográfica foi validado pelo entrevistado, que admite que na análise são considerados tanto indicadores financeiros como não-financeiros. Os indicadores não-financeiros são considerados como importantes no processo de projeção de resultados.

Como principais fontes de informações, citou as seguintes:

- relatórios financeiros das empresas;
- relatórios anuais;
- balanços;
- conversa com a equipe de gestão da empresa para obtenção de informações mais detalhadas;
- conversa com a equipe da produção;
- participação em reuniões com a equipe de relação com investidores (RI) das empresas analisadas;
- visitas às plantas industriais;
- informações do ambiente: contatos com competidores, fornecedores e compradores; e
- fontes de informações da indústria.

Quanto à utilização das variáveis não-financeiras na projeção das empresas brasileiras do setor de siderurgia, o entrevistado, além de classificá-las quanto à utilização, capacidade de prever valor e facilidade de obtenção, fez comentários pertinentes à análise, que seguem abaixo.

- Um fator importante a analisar no momento de projetar resultados de empresas do setor é a capacidade de produção. Empresas que estão trabalhando no limite da capacidade podem apresentar risco futuro, uma vez que não têm condições para absorver a demanda futura. Os planos de investimento destas empresas devem ser muito claros quanto às ações que estão em andamento para aumentar a capacidade de produção versus oportunidades, uma vez que os investimentos são muito altos e exigem longo tempo de implementação.
- Nas operações que permitem paradas, quanto maior o tempo de ciclo de fabricação maior o risco.
- A forte barreira de entrada devido aos altos investimentos necessários e concessões exigidas, diminui o risco da empresa líder. Como exemplo, citou a CSN como líder em aços planos e a Gerdau em aços trefilados. Reforçou que as empresas não são monopolistas em todos os mercados, mas que cada uma é líder disparada em alguns setores específicos.
- Existe um movimento em que os fabricantes de aço estão avaliando a possibilidade de produzir mais matéria-prima. O processo, também conhecido como verticalização do negócio, tem como um dos objetivos tornar as empresas mais competitivas, uma vez que avançam dentro da cadeia produtiva. Ressaltou que esse movimento se fortalece ou enfraquece conforme o aquecimento da demanda global.
- Em relação à obtenção de informações, o analista acredita que o relacionamento com executivos das empresas analisadas e correlatas é crítico para a obtenção de informações. Visitas e conversas com fornecedores, gerentes, compradores e vendedores dão uma perspectiva real às projeções financeiras. Citou alguns exemplos nos

quais a impressão pessoal de dada situação ajudou o analista a assumir determinadas premissas nas projeções financeiras.

- Lembrou o comportamento de um alto executivo da empresa que muitas vezes não tinha informações críticas do negócio, demonstrando afastamento da liderança com a operação, aumentando o risco de não execução da estratégia. Outro exemplo interessante estava relacionado ao comportamento dos funcionários da linha de produção quando o analista, de terno e gravata, passava por ali. Após anos de experiência, o analista verificou que, em momentos onde o volume de produção está abaixo do normal, a figura de um executivo de terno e gravata chamava atenção e muitos operários comentavam o evento. Já em momentos de alta produção, o analista passava despercebido pelos operários.
- Em questões relacionadas com o ambiente competitivo, mencionou que a alta barreira de entrada e saída faz com que novos competidores não apareçam freqüentemente. Novos competidores surgem principalmente devido a movimentos de fusão ou aporte de capital em novas empresas (seja de investidores ou de abertura de capital na bolsa de valores). Ressaltou que o setor siderúrgico é um mercado de baixa velocidade.
- Estratégia é um fator muito importante discutido com a equipe de liderança das empresas, verificado nos relatórios anuais e comprovado por meio de execução das estratégias anteriores e cumprimento dos objetivos financeiros relacionados às estratégias. O cumprimento dos objetivos mostra a experiência do time de liderança da empresa em traduzir fatos qualitativos em riscos e perspectivas, enfim, de execução da estratégia.

Para dar continuidade à análise da entrevista, com base na opinião do entrevistador, as variáveis não-financeiras identificadas que tiveram uma alta utilização e alta capacidade de prever o valor (classificadas como 04 ou 05) foram selecionadas e são apresentadas no Quadro 31.

Quadro 31 – Resultado da entrevista com a Empresa 02 (variáveis não-financeiras com alta utilização e capacidade de prever valor)

Variáveis	Utilização					Capacidade de Prever Valor					Facilidade de Obtenção das Informações				
	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Eficiência de Processos															
Tempo de ciclo de fabricação	X						x				x				
Vendas por funcionário		x				x					x				
Uso da capacidade instalada	X					x							x		
Inovação de Produtos e Processos	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
% produtos patenteados			x				x					x			
Ambiente Competitivo	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Participação de Mercado	X						x					x			
Protecionismo	X						x					x			
Diversificação geográfica	X					x						x			
Diversificação de clientes	X					x						x			
Diversificação de produtos	X					x						x			
Capacidade de adaptação ao ambiente	X					x									x
Qualidade da Alta Administração	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Perspectiva de continuidade de gestão		x				x						x			
Experiência dos administradores		x				x						x			
Avaliação da administração atual	X					x					x				
Estratégia da Empresa	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Clareza da estratégia		x					x					x			
Alinhamento com operações		x					x					x			
Estratégia vencedora		x					x					x			
Capacidade de execução		x					x					x			
Outros Fatores	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Governança Corporativa		x					x					x			
Aspectos relacionados ao governo		x				x						x			

Fonte: analista financeiro da Empresa 02

As categorias que apresentaram maior número de variáveis selecionadas foram: eficiência em processos, ambiente competitivo, qualidade da alta administração e estratégia da empresa. Informações sobre a estratégia da empresa e finanças são muitas vezes encontradas nos relatórios das empresas, porém, a maior parte das informações selecionadas é obtida por meio de relacionamento com profissionais das empresas analisadas e correlacionadas. Devido à experiência do analista entrevistado, o mesmo

acredita que as informações não são difíceis de serem obtidas, desde que levantadas nas fontes corretas.

A última etapa da entrevista teve como principal objetivo, a partir da lista de variáveis não-financeiras selecionadas (alta utilização e capacidade previsão), identificar as variáveis financeiras que estariam correlacionadas com as variáveis selecionadas e descrever de forma sucinta como correlacionar variáveis. O entrevistador teve dificuldade em fazer tal correlação e relatou que em muitos casos utiliza estas informações como critério de desempate em momentos de recomendação de compra ou vendas de papéis. Sempre que utiliza essas variáveis precisa elaborar uma série de premissas para traduzir as variáveis em risco, custo de capital, vendas e custos. Disse que a experiência profissional de cada analista define a forma como as variáveis não-financeiras são traduzidas em métricas financeiras e afirmou desconhecer uma metodologia de mercado com esse intuito.

A utilização das variáveis não-financeiras no processo de projeção de resultados é um fato, porém, as métricas financeiras relacionadas à ainda são a base para as projeções de resultado.

4.3.3 Análise da Empresa 03

A Empresa 03 é uma companhia nacional gestora de recursos independente e especializada em administração de ativos alternativos atuando em todas as fases de captação de recursos desde capital-semente até investimentos privados em empresas listadas.

O analista entrevistado é sócio desta companhia desde 2007 e foi vice-presidente sênior da Stern Stewart, uma empresa global de consultoria especializada em ajudar empresas a medir e criar riqueza para os acionistas valendo-se de modernas técnicas de finanças. A empresa foi pioneira no desenvolvimento do modelo EVA (*Economic Value Added*), que oferece metodologia consistente para a definição de metas e mensuração de desempenho; comunicação com investidores; avaliação de estratégias;

alocação de capital; avaliação de aquisições; e determinação de programas de incentivo e bônus.

O entrevistado possui vinte anos de experiência de análise de empresas dos mercados de exploração e/ou refino; siderurgia; construção civil; papel e celulose; transporte ferroviário; cervejas e refrigerantes; açúcar e álcool; e alimentos. Sua formação é Engenharia com pós-graduação em Administração de Empresas.

A empresa em que atua utiliza a projeção do fluxo de caixa como base para projetar os resultados futuros da empresa. Para avaliação da empresa, utiliza-se do método “fluxo de caixa descontado”, que traz a projeção de caixa ao valor presente. Nesta o entrevistado reforçou a importância em definir se a projeção será realizada levando em consideração o negócio consolidado ou as unidades de negócio. A partir desse momento, faz-se um detalhamento do método para então chegar ao “fluxo de caixa descontado”.

Para tanto, levantam-se informações sobre:

- fluxo operacional;
- necessidade de capital de giro;
- Capex; e
- depreciação.

Após essa etapa, define-se o custo de capital da empresa, que pode ser representado pela taxa de juros usada para calcular, descontando ou compondo, o valor do dinheiro no tempo.

Quanto à projeção de resultados, o processo levantado na revisão bibliográfica foi validado.

Na visão do entrevistado, este processo é importante, e ele confirma que são computados na análise tanto indicadores financeiros como não-financeiros. Os indicadores não-financeiros são considerados muito importantes no processo de projeção de resultados.

Na projeção de resultados, o entrevistado utiliza muito tendências e eventos futuros, mas não dá muita importância aos resultados já ocorridos.

Citou como principais fontes de informações as seguintes:

- relatórios financeiros das empresas;
- relatórios macroeconômicos de bancos;
- relatórios anuais;
- balanços;
- conversa com a equipe de gestão da empresa para obtenção de informações mais detalhadas; e,
- fontes de informações da indústria.

Quanto à utilização das variáveis não-financeiras na projeção das empresas brasileiras do setor de siderurgia, o entrevistado, além de classificá-las quanto à utilização, capacidade de prever valor e facilidade de obtenção, fez comentários pertinentes à análise, que seguem abaixo.

- Após a projeção do fluxo de caixa da empresa e desconto deste ao valor presente, chega-se ao valor estimado da empresa. Para validar essa informação, o analista usa métodos dos múltiplos de vendas, preço/lucro, entre outros, com o objetivo de realizar a triangulação de valores. Disse que se trata de um processo espiral, pois permite que após a projeção do fluxo de caixa e elaboração de estimativa do valor da empresa se possa comparar este dado com dados obtidos por meio de outras metodologias, e então rever as premissas da projeção, caso necessário.
- Afirmou que o resultado depende muito do público para o qual a projeção está sendo elaborada. Basicamente, o cliente pode ser interno (no caso de interesse de aquisição de empresa pelo fundo) e externo (no caso do interesse em captação de capital pelo fundo). Comentou que no processo de avaliação para comprar uma empresa o viés do analista é menor, pois uma vez que irá ficar sócio do negócio busca trabalhar muito mais próximo de um cenário real. Muitas instituições financeiras são remuneradas com base num percentual do valor da venda do negócio e muitas vezes supervalorizam o mesmo.

- A utilização de um método estruturado de avaliação de empresas é muito importante para saber qual a origem do valor da empresa. Como exemplo, citou que se pode ter uma empresa gerando lucro a partir de uma unidade de negócios ou de uma subsidiária específica.
- Incluiu a governança como variável não-financeira muito importante e citou o caso das empresas Sadia e Perdigão, onde esta tinha processo de governança muito mais maduro, demonstrando preocupação com o mercado e transparência.
- No quesito qualidade, lembrou que em particular as empresas siderúrgicas em questão, devido às exigências dos clientes (muitas vezes multinacionais com padrões globais de qualidade), possuem alto padrão de qualidade de produto. Mas não considera esse quesito para projetar os resultados financeiros destas empresas.
- A experiência de cada analista é única para o processo de identificação e quantificação de variáveis não-financeiras. Dois analistas nunca farão análise idêntica de uma empresa. Citou o caso em que vivenciou a elaboração de cenários de avaliação de uma empresa siderúrgica brasileira por duas instituições financeiras bastante reconhecidas, em que uma delas avaliava determinado ativo pelo dobro do valor que a outra avaliou. Isso se dava devido à premissa da continuidade do aumento do preço do aço diante da demanda crescente da China. O cliente acabou utilizando um preço que ficou exatamente no meio das duas projeções.
- Leva em conta para a projeção dos resultados os segmentos de atuação (mercado interno e exportação) e principais clientes. Deu como exemplo o caso da Gerdau e da Usiminas, em que faz respectivamente uma análise profunda do setor de construção civil e automotivo e das principais empresas que compõem estes setores durante o processo de projeção de resultados financeiros.
- Afirmou que as variáveis financeiras ainda são a base das informações utilizadas para projetar o resultado futuro do setor siderúrgico e citou como exemplo: preços dos produtos; volumes vendidos; custo variável por tonelada; custo fixo; depreciação/amortização; estrutura de capital

e custo de capital; política de dividendos; alíquota de impostos; necessidade de capital de giro e planos de investimento (Capex).

- A associação das variáveis não-financeiras dependerá da sensibilidade de cada analista e do que cada um julga ser mais relevante para aquela empresa.

Com base na opinião do entrevistador, as variáveis não-financeiras identificadas que tiveram alta utilização e capacidade de prever valor (classificadas como 04 ou 05) foram selecionadas e são apresentadas no Quadro 32.

Quadro 32 – Resultado da entrevista com a Empresa 03 (variáveis não-financeiras com alta utilização e capacidade de prever valor)

Variáveis	Utilização					Capacidade de Prever Valor					Facilidade de Obtenção das Informações				
	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Eficiência de Processos															
Custo mercadorias vendidas / estoque	x						x				x				
Contas a receber / vendas	x						x				x				
Investimento de capital	x						x				x				
Uso da capacidade instalada		x					x				x				
Ambiente Competitivo	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Participação de Mercado		x					x					x			
Potencial do setor	x					x					x				
Potencial de fusões aquisições	x					x					x				
Qualidade da Alta Administração	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Motivação dos administradores		x					x								x
Avaliação da administração atual		x					x								x
Estratégia da Empresa	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Clareza da estratégia		x					x						x		
Estratégia vencedora		x					x								x
Capacidade de execução		x					x								x
Outros Fatores	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Governança Corporativa	x					x					x				

Fonte: analista financeiro da Empresa 03

As categorias que apresentaram maior número de variáveis selecionadas foram: eficiência em processos, ambiente competitivo, qualidade da alta administração e estratégia da empresa.

Informações sobre eficiência de processos e ambiente competitivo são obtidas facilmente e muitas vezes através de relatórios. Entretanto as informações relacionadas à qualidade da alta administração e estratégia da empresa são de difícil obtenção e muitas vezes levantadas através de visitas na empresa analisada, concorrentes ou empresas da cadeia produtiva.

A última etapa da entrevista teve como principal objetivo, a partir da lista de variáveis não-financeiras selecionadas (alta utilização e capacidade previsão), identificar as variáveis financeiras que estariam correlacionadas com as variáveis selecionadas e descrever de forma sucinta como correlacionar variáveis.

As variáveis não-financeiras mais utilizadas na projeção dos resultados são as mais genéricas, tais como, governança empresarial. Geralmente tais métricas são convertidas em custo de capital ou risco da empresa. Para variáveis não-financeiras mais específicas, como, por exemplo, reclamação de clientes não existe uma regra geral de conversão do impacto desta variável em variável financeira – após identificar algum fator não-financeiro que possa ser relevante para a projeção, define-se caso a caso a forma com que este fator será relacionado com uma métrica financeira. O entrevistado disse que a experiência profissional de cada analista define a forma com que as variáveis não-financeiras são traduzidas em métricas financeiras e que os método de “tradução” destas variáveis são definidos caso a caso.

Acrescentou ainda que faz parte do papel do analista sênior de determinado setor transferir conhecimento da indústria para a equipe com a qual trabalha, como preparar mais analistas seniores setoriais.

4.3.4 Análise da Empresa 04

A Empresa 04 é uma Fundação de Pesquisas Econômicas associada a uma Universidade, com destacada atuação nas áreas de pesquisa e ensino.

O pesquisador entrevistado atua na fundação desde 2004 e possui experiências anteriores em dois bancos de investimentos. Trabalhou seis anos no Banco Bittencourt Mariani (BBM), instituição financeira também conhecida como Banco Bahia de Investimentos, e quatro anos no Banco Santos.

O entrevistado possui dez anos de experiência em análise de empresas dos mercados de exploração e/ou refino, siderurgia, bancos e energia elétrica. Sua formação é Física com pós-graduação em Economia.

Utiliza a projeção do fluxo de caixa como base para projetar os resultados futuros da empresa e para avaliação da empresa, utiliza-se do método “fluxo de caixa descontado”. Quanto à projeção de resultados, o processo levantado na revisão bibliográfica foi validado. Ressaltou a importância das etapas análise macro e econômica e conhecer o negócio.

Na visão do entrevistado, este processo é importante, e ele confirma que são computados na análise tanto indicadores financeiros como não-financeiros. Os indicadores não-financeiros são considerados muito importantes no processo de projeção de resultados.

Na projeção de resultados, o entrevistado considera tanto resultados já ocorridos, como tendências e eventos futuros.

Citou como principais fontes de informações as seguintes:

- relatórios financeiros das empresas;
- relatórios macroeconômicos de bancos;
- cenários de conjuntura econômica;
- relatórios anuais;
- relatórios setoriais de bancos ou consultorias;
- balanços;

- fontes de informações da indústria; e,
- conversa com a equipe de gestão da empresa ou concorrentes quanto não encontra informações nas fontes citadas acima.

Quanto à utilização das variáveis não-financeiras na projeção das empresas brasileiras do setor de siderurgia, o entrevistado, além de classificá-las quanto à utilização, capacidade de prever valor e facilidade de obtenção, fez comentários pertinentes à análise, que seguem abaixo.

- O entrevistado utiliza-se muito de relatórios e informações disponíveis no mercado e somente nos casos em que não encontra as informações que precisa, busca contato com as empresas analisadas ou concorrentes;
- Trabalha fortemente a análise de balanço considerando as características do setor;
- Considera índices de solvência e utiliza-se do fluxo de caixa descontado;
- Correlaciona valor patrimonial com valor de mercado da empresa;
- Analisa as iniciativas de sustentabilidade da empresa. Apesar de dar grande importância para este fator, acredita que atualmente a sustentabilidade impacta pouco o valor da empresa, mas já ajuda a criar uma imagem no mercado. Imagina que no futuro este tema possa ter maior relacionamento com o valor da empresa;
- Relação da empresa com a comunidade local é um dos fatores que considera quando avalia sustentabilidade empresarial;
- Geralmente utiliza modelos econométricos, onde considera tanto dados da empresa a ser analisada, quanto de empresas concorrentes;
- Pondera as variáveis não-financeiras em fator de risco. Compara situações não-financeiras que estão ocorrendo ou possam vir a ocorrer com casos já ocorridos em outros países visando buscar uma base para comparação e quantificação do impacto de determinada situação;

- No quesito qualidade de produtos avalia se a empresa é uma grande exportadora e se seus clientes são globais, pois o mercado global é mais exigente.
- Acredita que os projetos para desenvolvimento de funcionários e a satisfação dos clientes são fatores muito importantes, mas de difícil mensuração, pois os efeitos destas ações são subjetivos e difíceis de serem relacionados com os resultados;
- Eficiência de Processos é um fator importante e pode ter impacto direto no custo dos produtos e nas vendas estimadas dos grandes clientes;
- Considera a inovação em produtos um fator importante, mesmo que o portfólio das empresas siderúrgicas ainda seja composto na sua maior parte de produtos pouco sofisticados. Vê uma tendência de aumento de exigência do produto aço e citou o exemplo do aço verde. Explicou que a Usiminas acaba de obter o primeiro aço certificado do Brasil. A empresa conseguiu um selo de qualidade voltado para aços do setor automotivo, que tem como finalidade reduzir o impacto ambiental do aço quando o carro ou partes dele vai parar no ferro velho e se decompõe.

Com base na opinião do entrevistador, as variáveis não-financeiras identificadas que tiveram alta utilização e capacidade de prever valor (classificadas como 04 ou 05) foram selecionadas e são apresentadas no Quadro 33.

Quadro 33 – Resultado da entrevista com a Empresa 04 (variáveis não-financeiras com alta utilização e capacidade de prever valor)

Variáveis	Utilização					Capacidade Prever Valor					Facilidade de Obtenção das Informações				
Satisfação de Clientes	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Pesquisa de mercado		x					x						x		
Eficiência de Processos	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Capacidade de customização		x				X					x				
Custos operacionais/empregado	x					X						x			
Investimento de capital		x					x						x		
Idade da planta e equipamentos		x					x					x			
Inovação de Produtos e Processos	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Gastos com P&D		x					x					x			
Números de novas patentes		x					x						x		
% vendas de novos produtos		x					x					x			
Ambiente Competitivo	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Participação de Mercado	x					x						x			
Percepção da marca	x						x					x			
Concorrência potencial		x					x					x			
Alianças estratégicas		x					x					x			
Diversificação de produtos		x					x						x		
Capacidade de adaptação ao ambiente	x						x					x			
Qualidade da Alta Administração	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Perspectiva de continuidade de gestão	x						x						x		
Experiência dos administradores	x						x						x		
Avaliação da administração atual		x					x						x		
Estratégia da Empresa	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Alinhamento com operações	x						x							x	
Estratégia vencedora	x						x								x
Capacidade de execução		x					x						x		
Outros Fatores	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Política de desenvolvimento de funcionários	x						x						x		
Governança Corporativa	x						x						x		
Aspectos relacionados à sociedade em geral		x					x					x			
Aspectos relacionados ao governo		x					x								x
Outros Variáveis que queira considerar	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Relação da Empresa com a Comunidade Local		x					x					x			

Fonte: analista financeiro da Empresa 04

As categorias que apresentaram maior número de variáveis selecionadas foram: eficiência em processos, inovação de produtos, ambiente competitivo, qualidade da alta administração e estratégia da empresa. Informações sobre estratégia e produção são muitas vezes encontradas nos relatórios das empresas, porém, a maior parte das informações selecionadas é obtida por meio do relacionamento com profissionais das empresas analisadas e correlacionadas. Devido à própria experiência, o analista entrevistado acredita que as informações são fáceis de ser obtidas, desde que levantadas nas fontes corretas.

A última etapa da entrevista teve como principal objetivo, a partir da lista de variáveis não-financeiras selecionadas (alta utilização e capacidade previsão), identificar as variáveis financeiras que estariam correlacionadas com as variáveis selecionadas e descrever de forma sucinta como correlacionar variáveis.

O entrevistado trabalha muito com modelo econométrico, mas assumiu a dificuldade em traduzir as informações não-financeiras em métricas financeiras. Disse ainda que geralmente associa as variáveis não-financeiras macro (o que chamou de situações não-financeiras) ao risco da empresa e conseqüentemente ao custo de capital. Para as variáveis ou cenários mais específicos que considera relevante para a projeção dos resultados da empresa analisada, citando como exemplo uma mudança em determinada legislação ambiental, passa a buscar uma lógica matemática que relacione este cenário a um resultado financeiro. Neste caso específico o entrevistado citou que buscaria relacionar esta nova lei com o negócio da empresa e assim estimar impactos nos custos e nas vendas.

4.3.5 Análise da Empresa 05

A empresa 05 é um conglomerado financeiro composto e dirigido por analistas de valores mobiliários que, em sua maioria, atuam juntos há mais de trinta anos.

A corretora de valores, uma das empresas do grupo, possui um modelo de gestão inovador: administra poucas empresas na carteira, mantém participação relevante e proporciona resultados consistentes.

Como parte fundamental da metodologia, investe o capital dos clientes em participações relevantes e em empresas que apresentam as melhores perspectivas de crescimento. Para isso, seus profissionais avaliam e selecionam, depois de criteriosas análises a partir de fundamentos sólidos, aquelas em que os indicadores mais se aproximam da filosofia e do critério da empresa e que apresentam qualidade de gestão e governança corporativa. Pela participação relevante nesse grupo restrito de empresas, a corretora acompanha ativamente a administração, com o objetivo de proteger o patrimônio dos clientes, proporcionando consistência de resultados em médio e longo prazo.

O entrevistado atua na empresa desde 1994 e é diretor executivo da corretora de valores, com mais de vinte anos de experiência no setor de investimentos. Possui formação em Administração de Empresas e especialização internacional em Mercado de Capitais. Iniciou a carreira no setor industrial, especificamente em empresas do setor de autopeças e siderurgia, tendo trabalhado ali por mais de quinze anos. Nesse período teve muito contato com a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), sindicatos e com toda a cadeia produtivas desses setores. O profissional possui conhecimento profundo dos processos de produção da indústria siderúrgica, assim como tem entendimento profundo do mercado e das empresas do setor.

Utiliza a projeção do fluxo de caixa como base para projetar os resultados futuros da empresa e para avaliação da empresa: o método do fluxo de caixa

descontado. Ressaltou que nesse método faz a projeção do fluxo de caixa da empresa e a partir de certo período assume um crescimento constante, que é por meio da definição da taxa de crescimento g . Entende que duas variáveis muito importantes nesse processo são a taxa de desconto e a variável g .

Na visão do entrevistado, esse processo é importante, e ele confirma que são computados na análise tanto indicadores financeiros como não-financeiros. Os indicadores não-financeiros são considerados importantes no processo de projeção de resultados, mas o entrevistado assumiu que ainda dá muito mais importância aos fatores financeiros, que muitas vezes já refletem os fatores não-financeiros. Na projeção de resultados, o entrevistado considera tanto resultados já ocorridos, como tendências e eventos futuros. Citou como principais fontes de informações as seguintes:

- relatórios financeiros das empresas (trimestrais e anuais);
- relatórios macroeconômicos de bancos;
- fontes de informações da indústria;
- conversa com a equipe de gestão da empresa ou concorrentes;
- visita as fabricas; e
- conversa com sindicatos, fornecedores e clientes.

Quanto à utilização das variáveis não-financeiras na projeção das empresas brasileiras do setor de siderurgia, o entrevistado, além de classificá-las quanto à utilização, capacidade de prever valor e facilidade de obtenção, fez comentários pertinentes à análise, que seguem abaixo.

- Para diminuir o risco ou aumentar a efetividade da projeção de resultados, utiliza-se de entrevistas (com as empresas, clientes, fornecedores e sindicatos) e modelos econométricos apurados.
- Entende que as empresas analisadas possuem alto vínculo com a economia, necessidade de capital intensivo e ciclos longos de produção.
- Avalia em visitas às empresas não somente a fábrica, mas os laboratórios de pesquisas.

- A importância da pesquisa depende do setor a que a siderurgia atende. Cita o exemplo da Usiminas, que fabrica aços para aviões e está pesquisando aços para serem utilizados nas camadas de pré-sal. Esses exemplos de uso utilizam aços completamente diferentes e cada caso exige extremos de pressão e de temperatura. Comentou que a Gerdau, devido ao foco maior no setor de construção civil, que exige um produto mais “pobre”, não tem necessidade de investimento tão forte em pesquisa e inovação de produtos.
- As empresas siderúrgicas possuem um parque relativamente moderno com capacidade de produção já elevada, que irá crescer, mas não de forma agressiva. Assume que hoje em dias essas empresas utilizam a capacidade produtiva para produtos com maior demanda que não exigem tanta inovação, porém, reforça que, uma vez que a empresa passa a ter uma participação maior de produtos com maior valor agregado no portfólio, passa a rentabilizar mais a capacidade produtiva. Sendo assim, os produtos de maior valor agregado, quando tiverem volume expressivo, se tornarão os direcionadores da rentabilidade do negócio.
- O setor siderúrgico brasileiro é altamente competitivo, seja em custos, seja em tecnologia de produção, e possui um minério de altíssima qualidade.
- A localização das empresas analisadas é igualmente fator competitivo a considerar, como também a rede de parceiros já estabelecida (local e global).
- A capacidade dos executivos é fator muito importante durante a análise das empresas. O entrevistado citou o caso da Gerdau, que iniciou operações nos Estados Unidos. Disse que nessa situação os executivos da empresa enfrentaram desafios bastante diferentes dos que estavam acostumados a enfrentar no Brasil, seja devido à cultura local, regras ambientais, exigências dos sindicatos, seja por muitos outros fatores. Portanto, a capacidade dos executivos foi fator-chave para o sucesso da operação.

- O governo exerce papel fundamental no setor, pois pode criar ou enfraquecer a barreira de entrada de produtos estrangeiros no país.
- Quanto ao valor das ações da empresa, diz que no curto prazo pode sofrer oscilações devido à ação de especuladores, que não estão preocupados com o futuro da empresa e sim com lucros no curto prazo.

Com base na opinião do entrevistador, as variáveis não-financeiras identificadas que tiveram alta utilização e capacidade de prever valor (classificadas como 04 ou 05) foram selecionadas e são apresentadas no Quadro 34.

Quadro 34 – Resultado da entrevista com a Empresa 05 (variáveis não-financeiras com alta utilização e capacidade de prever valor)

Variáveis	Utilização					Capacidade Prever Valor					Facilidade de Obtenção das Informações				
Satisfação de Clientes	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
% clientes fidelizados	x						x					x			
Eficiência de Processos	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Capacidade de customização		x				x					x				
Custos operacionais/empregado		x				x						x			
Investimento de capital	x						x					x			
Idade da planta e equipamentos	x						x					x			
Uso da capacidade instalada	x						x					x			
Inovação de Produtos e Processos	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Gastos com P&D	x						x					x			
Números de novas patentes		x					x						x		
% vendas de novos produtos		x					x					x			
Ambiente Competitivo	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1
Participação de Mercado	x					x						x			
Percepção da marca	x						x					x			
Concorrência potencial		x					x					x			
Alianças estratégicas		x					x					x			
Diversificação geográfica		x					x					x			
Diversificação de clientes		x					x					x			
Diversificação de produtos		x					x					x			
Potencial do setor		x					x					x			

Potencial de fusões aquisições		x					x						x			
Qualidade da Alta Administração	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	
Perspectiva de continuidade de gestão		x					x					x				
Experiência dos administradores	x						x					x				
Motivação dos administradores	x							x				x				
Avaliação da administração atual	x						x				x					
Estratégia da Empresa	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	
Clareza da estratégia		x				x					x					
Alinhamento com operações		x					x					x				
Estratégia vencedora		x					x					x				
Capacidade de execução		x				x					x					
Outros Fatores	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	5	4	3	2	1	
Governança Corporativa	x					x						x				
Aspectos relacionados ao governo		x					x						x			

Fonte: analista financeiro da Empresa 05

As categorias que apresentaram maior número de variáveis selecionadas foram: eficiência em processos, inovação de produtos, ambiente competitivo, qualidade da alta administração e estratégia da empresa. Informações financeiras, setoriais e econômicas são levantadas a partir dos relatórios anuais ou trimestrais da empresa, relatórios setoriais (IBS, por exemplo) e econômicos. Porém, a maior parte das informações selecionadas é obtida por meio do relacionamento com profissionais das empresas analisadas e correlacionadas. Devido à própria experiência, o executivo entrevistado acredita que as informações são fáceis de serem obtidas, mas difíceis de ser interpretadas.

A última etapa da entrevista teve como principal objetivo, a partir da lista de variáveis não-financeiras selecionadas (alta utilização e capacidade previsão), identificar as variáveis financeiras que estariam correlacionadas com as variáveis selecionadas e descrever de forma sucinta como correlacionar variáveis.

O entrevistado confirma a dificuldade em traduzir as variáveis não-financeiras em métricas financeiras e diz que ainda utiliza as métricas financeiras como base para a projeção dos resultados da empresa, assumindo que muito dos efeitos das variáveis não-financeiras já estão embutidos nas métricas

financeiras das empresas. Entretanto, disse usar as métricas não financeiras na arquitetura do modelo econométrico. Geralmente associa as variáveis não-financeiras macro ao custo de capital e potencial de crescimento da empresa.

Durante o processo de avaliação de empresa, faz a projeção do fluxo de caixa e a partir de certo período assume um crescimento constante, chamado de crescimento g . Aplica então uma taxa de desconto ao fluxo de caixa elaborado para trazê-lo ao valor presente e calcular o valor da empresa. A determinação taxa de desconto e a variável g são fundamentais para o processo; e as variáveis não-financeiras mais relevantes (qualidade de gestão, governança corporativa, economia e fatores governamentais) influenciam o valor dessa variável. Disse ainda que não é possível formular uma equação matemática para justificar o aumento dessas variáveis. Para as variáveis não-financeiras relevantes, mas de menor impacto, busca uma lógica matemática para relacioná-las, principalmente com vendas e custos.

4.4 Análise Cruzada dos Casos

Nesta etapa do trabalho serão discutidas, com base na análise cruzada dos casos, as características das empresas e respondentes, os processos de projeção utilizados pelos entrevistados e a importância das variáveis não-financeiras no processo.

4.4.1 Características das empresas e dos respondentes

Todas as instituições financeiras entrevistadas são de origem nacional e pertencem aos segmentos de corretora de valores, fundos de investimento ou instituições de pesquisa. Não só foram escolhidas devido ao status da instituição em si, mas devido ao perfil e experiência do entrevistado tanto na

empresa atual quanto em outras empresas em que trabalhou, como também um tipo de relacionamento que facilitasse a realização da entrevista. No Quadro 35 e Quadro 36, serão apresentadas as análises das empresas e dos respondentes que fizeram parte da pesquisa de campo deste estudo.

Quadro 35 – Características das empresas

Informações da empresa	Empresa				
	1	2	3	4	5
Origem	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Volume de ativos gerenciado	Alto (acima de R\$1 bi)	Médio (acima de \$100 mi)	Médio (acima de \$100 mi)	Não gerencia	Alto (acima de R\$1 bi)
Tipo	Banco	Associação de Investidores	Fundo de Gestão Independente	Instituto de Pesquisa Financeira	Corretora e Banco de Investimentos

Fonte: entrevista com analistas financeiros

Os entrevistados tinham cargos diferentes, apesar de todos estarem diretamente ligados ao processo de análise de empresas do setor siderúrgico da organização para a qual trabalham.

Dois dos entrevistados eram analistas do setor, um era diretor executivo responsável pelo setor de análises, um pesquisador e consultor em avaliação de empresas e outro sócio de um fundo de investimentos.

Quanto maior o valor de ativos gerenciados pela empresa entrevistada, maior a experiência do entrevistado no negócio, não só como entendedor do assunto, mas como profissional que adquiriu experiência intensa atuando por muito tempo em empresas de commodities ou elos dessa cadeia. Existe uma tendência de especialização nessas organizações, e a experiência com o mercado analisado tem grande valor, tanto na hora de obter como avaliar as informações de mercado. Em geral os analistas têm um tempo expressivo de experiência nesse tipo de trabalho, o que leva a concluir que é uma função que exige muito tempo para a maturidade e para obtenção de sucesso. Não existe como aprender apenas com a teoria, e somente com muito tempo de convívio com a indústria ou na indústria se passa a desenvolver maior

sensibilidade sobre as variáveis que afetam o desempenho futuro das empresas desta indústria.

O único entrevistado que tinha menos de quinze anos de experiência no mercado foi um analista da área de siderurgia de um grande banco, que afirmou que o então diretor do segmento tinha mais de vinte anos de experiência no setor e passava as grandes diretrizes para a equipe de análise.

Todos os entrevistados possuem pós-graduação, quatro em Administração de Empresas (um com especialização em Mercado Financeiro) e um em Economia.

Quadro 36 – Características dos respondentes

Informações do respondente	Empresa				
	1	2	3	4	5
Cargo	Analista da Indústria	Analista da Indústria	Sócio	Pesquisador Financeiro	Diretor Executivo
Indústria	Siderurgia, Minerais Metálicos, Papel e Celulose e Madeira	Exploração e/ou Refino, Siderurgia, Minerais Metálicos, Papel e Celulose e Alimento	Exploração e/ou Refino, Siderurgia, Construção Civil, Papel e Celulose, transporte Ferroviário, Cervejas e Refrigerantes, Açúcar e Alcool e Alimentos	Exploração e/ou refino, siderurgia, bancos e energia elétrica.	Automotiva (Auto Peças e Montadoras) e Siderurgia.
Tempo no cargo (anos)	2,5	5	2,5	5,	15
Tempo de experiência (anos)	6	20	20	15	Mais de 20
Curso superior	Administração de Empresas	Administração de Empresas	Engenharia Naval	Física	Administração de Empresas
Pós-graduação	Administração de Empresas	Administração de Empresas	Administração de Empresas	Economia	Administração de Empresas (Mercado Financeiro)

Fonte: entrevista com analistas financeiros

4.4.2 Características dos métodos e processos de projeção de resultados

Para elaboração do instrumento de pesquisa, as referências bibliográficas sobre processos de análise de empresas foram estudadas, como também se validou a teoria com o documento *Standard & Poor's Equity Research Methodology* (Anexo II).

Com isso, as etapas identificadas foram confirmadas pelos entrevistados, conforme o Quadro 37. Todos os entrevistados confirmaram a importância e utilização de todas as etapas listadas de forma muito segura.

Existe um consenso sobre as etapas de avaliação de empresa, e os processos já foram validados no mercado como padrão.

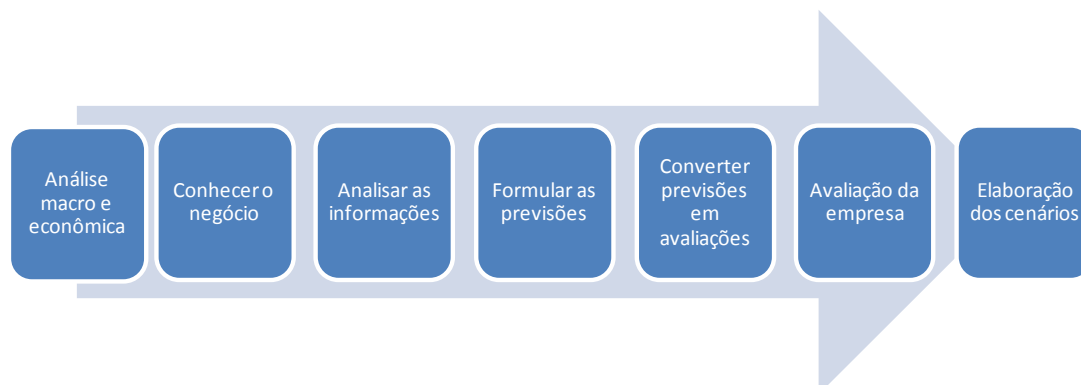
Quadro 37 – Etapas do método de projeção

Etapas do método de projeção	Empresa				
	1	2	3	4	5
Análise macro e econômica	x	x	x	x	X
Conhecer o negócio	x	x	x	x	X
Analisar as informações	x	x	x	x	X
Formular as previsões	x	x	x	x	X
Converter previsões em avaliações	x	x	x	x	X
Avaliação da empresa	x	x	x	x	X
Elaboração dos cenários	x	x	x	x	X

Fonte: entrevista com analistas financeiros

Assim, pode-se representar o processo na Figura 16, utilizada como esquema central da proposta de uma abordagem sistêmica para avaliar empresas do setor siderúrgico levando-se em consideração a importância das variáveis não-financeiras, que será apresentada no final deste trabalho.

Figura 16 – Etapas do método de projeção



Fonte: adaptado de Penman (2004, p. 44-96)

Todos os entrevistados sempre projetaram o orçamento de empresa de forma convencional, visando obter o fluxo de caixa futuro da empresa, sem apoio de um modelo específico para tal. Tal processo foi considerado de alta importância; e a utilização de indicadores financeiros e não-financeiros também é alta. A maioria dos entrevistados classifica como alta a importância dos indicadores não-financeiros para projeção, mas na prática utilizam essa informação com certa parcimônia.

Utilizam o método de fluxo de caixa descontado para trazer o fluxo de caixa projetado ao valor presente e assim determinar o valor da empresa. Em alguns casos, outros métodos de avaliação de empresas são utilizados, tais como múltiplos de valores, objetivando a criação de outras referências. Com as novas referências, o analista compara o resultado das avaliações com o resultado do fluxo de caixa descontado. Com base nessa comparação, analisa novamente algumas informações com visão mais crítica e revisa as premissas e projeções se necessário. Um dos analistas chamou esse processo de espiral de análise. O Quadro 38 consolida a opinião dos entrevistados sobre o método de projeção utilizado.

Quadro 38 – Avaliação do método de projeção

Avaliação do método de projeção	Empresa				
	1	2	3	4	5
Método de projeção e avaliação de empresas	Fluxo de caixa descontado	Fluxo de caixa descontado	Fluxo de caixa descontado	Fluxo de caixa descontado	Fluxo de caixa descontado
Tempo de uso	Sempre	Sempre	Sempre	Sempre	Sempre
Importância do processo de projeção	Alta	Alta	Alta	Alta	Alta
Utilização de indicadores financeiros e não-financeiros	Alta	Alta	Alta	Alta	Alta
Importância dos indicadores não-financeiros para projeção	Média	Alta	Alta	Média	Média

Fonte: entrevista com analistas financeiros

Na etapa de seleção das variáveis não-financeiras, os analistas tiveram a opção de selecionar variáveis que estavam agrupadas nos temas: qualidade de produtos, satisfação de clientes, eficiência de processos, inovação de produtos e processos, ambiente competitivo, qualidade da alta administração, estratégia da empresa e outros fatores.

As variáveis selecionadas pelos analistas se concentram em alguns temas. Levando-se em conta apenas as variáveis não-financeiras identificadas que tiveram alta utilização e alta capacidade de prever o valor (classificadas como 04 ou 05), elaborou-se o Quadro 39. Os temas identificados como relevantes se repetiram para todos os entrevistados e são: eficiência de processos, ambiente competitivo, qualidade da alta administração, estratégia da empresa.

Para dois dos entrevistados, o tema Inovação de Produtos apareceu como relevante.

Quadro 39 – Temas relevantes para projeção de resultados

Temas relevantes para projeção de resultados	Empresa				
	1	2	3	4	5
Qualidade de Produtos					
Satisfação de Clientes					
Eficiência de Processos	x	x	x	x	x
Inovação de Produtos e Processos				x	x
Ambiente Competitivo	x	x	x	x	x
Qualidade da Alta Administração	x	x	x	x	x
Estratégia da Empresa	x	x	x	x	x
Outros Fatores					

Fonte: entrevista com analistas financeiros

Conclui-se assim que para este setor existe uma relação de temas com maior importância que outros. É provável que os temas mudem de padrão de acordo com as empresas e indústrias a serem analisadas.

Um analista com experiência no setor siderúrgico busca maiores informações sobre esses temas. Com base nestas informações identificaram-se as subetapas mais relevantes do processo de análise da empresa, que são as análises dos fatores abaixo.

1. Mercado e competição
2. Estratégia da empresa
3. Gestão da empresa
4. Eficiência dos processos

No próximo item, fez-se uma análise mais profunda das variáveis não-financeiras que são consideradas nas subetapas com a finalidade de definir um escopo mínimo de variáveis para cada um dos temas identificados como mais relevantes.

4.4.3 Variáveis não-financeiras identificadas com alta utilização e alta capacidade de prever o valor

Com base nas respostas da Seção 3 do instrumento de pesquisa, Análise das Variáveis Não-financeiras utilizadas para a projeção de resultados financeiros de empresas brasileiras do setor de siderurgia, elaborou-se o Quadro 40.

Para responder às questões dessa seção, o entrevistado selecionou na tabela as variáveis que são utilizadas para projeção de resultados financeiros e classificou-as como segue abaixo.

- Utilização: classificação 05 significa que a variável é muito utilizada no processo de projeção de resultados e 01 significa pouco utilizada.
- Capacidade de Prever Valor: classificação 05 significa que a variável possui uma alta capacidade de prever o valor e 01 significa baixa capacidade de prever o valor.

Para efeitos de análise consideraram-se somente as variáveis não-financeiras identificadas que tiveram alta utilização e alta capacidade de prever o valor (classificadas como 04 ou 05). Para o cálculo da média, somou-se a pontuação da Utilização e da Capacidade de Prever Valor de cada variável para cada empresa individualmente e depois se calculou a média desse valor considerando todas as empresas.

Quadro 40 – Variáveis não-financeiras identificadas com alta utilização e alta capacidade de prever o valor

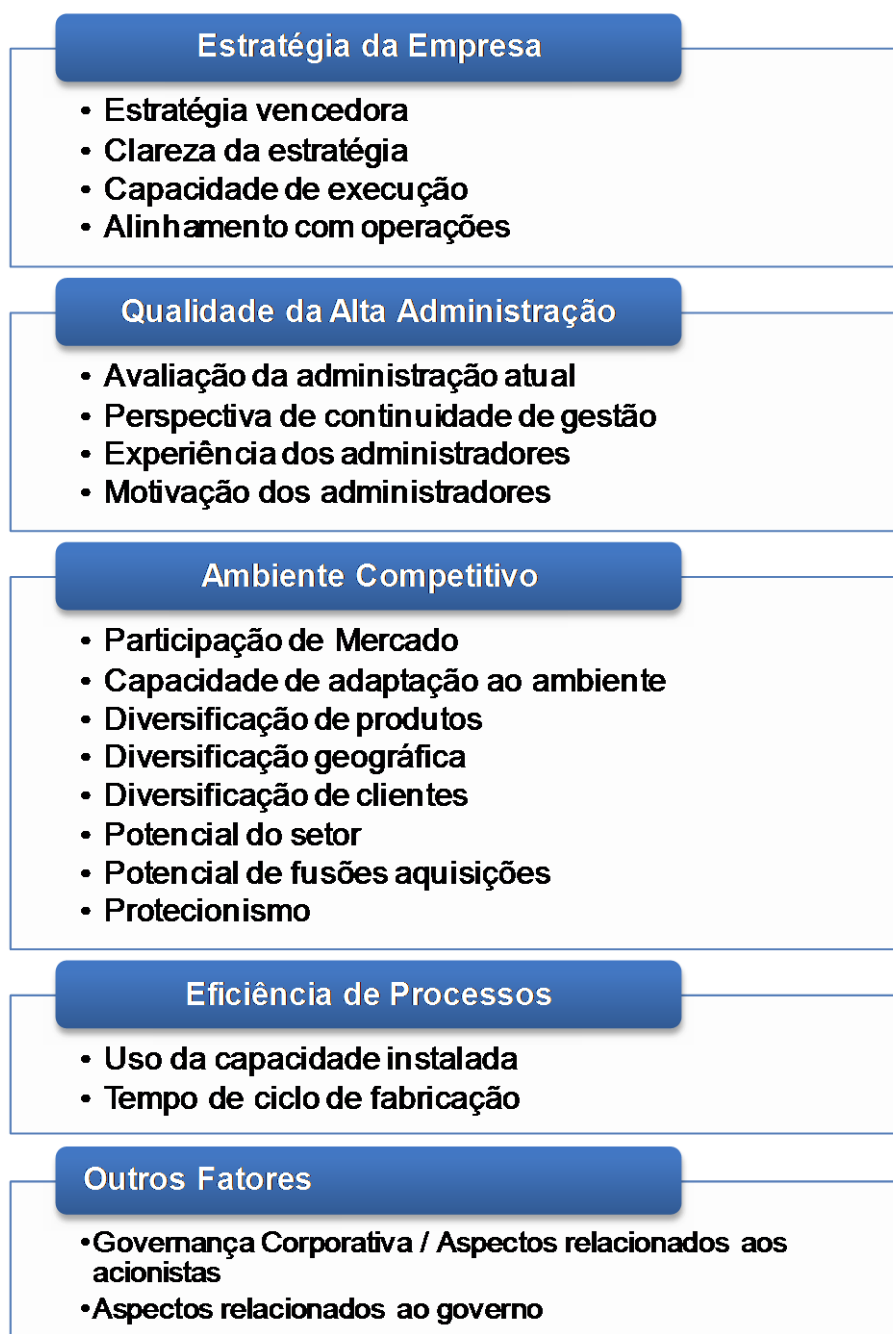
Variáveis	Utilização					Capacidade de Prever valor					Utilização + Capacidade de Prever valor					Média
	Empresas					Empresas					Empresas					
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	
Eficiência de Processos																
Taxa de produtos com defeitos	4			4	3	4			3	3	8	0	0	7	6	
Tempo de desenvolvimento de produtos	4			3	3	4			3	3	8	0	0	6	6	
Tempo de ciclo de fabricação	5	5		3	3	4	4		3	3	9	9	0	6	6	
Vendas por funcionário		4		1	1		5		2	2	0	9	0	3	3	
Tempo entre pedido e entrega	5			4	4	4			3	3	9	0	0	7	7	
Custos operacionais/empregado	4			5	4	4			5	5	8	0	0	10	9	
Idade da planta e equipamentos	4			3	5	4			4	4	8	0	0	7	9	
Custo mercadorias vendidas / estoque			5	2	2			4	2	2	0	0	9	4	4	
Contas a receber / vendas			5	3	3			4	3	3	0	0	9	6	6	
Investimento de capital			5	4	5			4	4	4	0	0	9	8	9	
Uso da capacidade instalada	4	5	4	3	5	4	5	4	3	4	8	10	8	6	9	
Ambiente Competitivo																
Participação de Mercado	4	5	4	5	5	4	4	4	5	5	8	9	8	10	10	
Percepção da marca	4			5	5	4			4	4	8	0	0	9	9	
Concorrência potencial	4			4	4	4			4	4	8	0	0	8	8	
Protecionismo	4	5		3	3	4	4		4	4	8	9	0	7	7	
% de vendas de produtos patenteados	4			3	3	4			4	4	8	0	0	7	7	
Alianças estratégicas	4			4	4	4			4	4	8	0	0	8	8	
Disputas antitruste	4			3	3	4			4	4	8	0	0	7	7	
Diversificação geográfica	4	5		4	4	4	5		3	4	8	10	0	7	8	
Diversificação de clientes	4	5		4	4	4	5		3	4	8	10	0	7	8	
Diversificação de produtos	4	5		4	4	4	5		4	4	8	10	0	8	8	
Potencial do setor	4		5	3	4	4		5	4	4	8	0	10	7	8	
Potencial de fusões aquisições	4		5	3	4	4		5	4	4	8	0	10	7	8	
Capacidade de adaptação ao ambiente	4	5		5	4	4	5		4	4	8	10	0	9	8	
Qualidade da Alta Administração																
Perspectiva de continuidade de gestão	4	4		5	4	4	5		4	4	8	9	0	9	8	
Experiência dos administradores	4	4		5	5	4	5		4	4	8	9	0	9	9	
Motivação dos administradores	4		4	5	5	4		4	3	3	8	0	8	8	8	
Avaliação da administração atual	4	5	4	4	5	4	5	4	4	4	8	10	8	8	9	
Estratégia da Empresa																
Clareza da estratégia	4	4	4	5	4	5	4	4	3	5	9	8	8	8	9	
Alinhamento com operações	4	4		5	4	5	4		4	4	9	8	0	9	8	
Estratégia vencedora	4	4	4	5	4	5	4	4	4	4	9	8	8	9	8	
Capacidade de execução	4	4	4	4	4	5	4	4	4	5	9	8	8	8	9	
Outros Fatores																
Aspectos relacionados aos acionistas		4	5	5	5		4	5	5	5	0	8	10	10	10	
Aspectos relacionados ao governo	4	4		3	4	4	5		4	4	8	9	0	7	8	

Fonte: entrevista com analistas financeiros

Com a finalidade de definir um escopo mínimo para cada uma das análises identificadas como mais relevantes, as variáveis com média maior que 06 foram selecionadas. Assim, para cada tema selecionado, listaram-se as variáveis mais relevantes que devem fazer parte da análise de empresas do setor de siderurgia. O resultado da consolidação está apresentado no Quadro 41.

O tema Outros Fatores foi considerado relevante, pois contempla as variáveis Governança Corporativa e ao Governo que foram citadas por todos os entrevistados.

Quadro 41 – Escopo mínimo de variáveis para os principais temas



Fonte: entrevista com analistas financeiros

Com isso, a pesquisa sugere que os tópicos acima discutidos, para efeito de análise de empresas do setor siderúrgico, façam parte de um escopo mínimo de análise. Isso não significa que outros tópicos não devam ser considerados, uma vez que o analista, com base na experiência e conhecimento do mercado, desempenha papel fundamental na definição das informações relevantes para a análise das empresas.

4.4.4 Facilidade de obtenção das informações não-financeiras

Os entrevistados classificaram as variáveis em relação à facilidade de obtenção de informações da seguinte forma: a classificação 05 significa que a variável possui alta facilidade de obtenção e 01 significa baixa facilidade de obtenção. As respostas foram agrupadas considerando-se os temas principais levantados no item anterior, conforme o Quadro 42.

Quadro 42 – Facilidade de obtenção das informações não-financeiras

	Entrevistados				
	1	2	3	4	5
Estratégia da Empresa	5.0	4.0	1.5	2.3	4.5
Qualidade da Alta Administração	3.0	4.3	2.3	3.0	4.3
Outros Fatores	1.0	4.0	3.5	3.0	3.5
Ambiente Competitivo	3.0	3.8	4.4	3.3	3.9
Eficiência de Processos	3.4	3.4	5.0	3.1	3.8
Média Geral	3.2	3.9	3.7	3.0	4.0

Fonte: entrevista com analistas financeiros

Essas informações individualmente não forneceram subsídios para uma análise sobre as prováveis razões que tornam a obtenção das informações mais fáceis. Buscando esse entendimento, consolidou-se o Quadro 42 (acima) com o Quadro 36 – Características dos respondentes. O resultado, Quadro 43, permitiu ao pesquisador identificar pontos comuns aos respondentes que pudessem ser relacionados com a facilidade de obtenção

das informações. Os principais pontos comuns identificados nos respondentes foram o tempo de experiência no setor e a utilização de visitas para o levantamento das informações.

Quadro 43 – Características dos respondentes versus facilidade de obtenção das informações não-financeiras

Informações do respondente	Empresa				
	1	2	3	4	5
Cargo	Analista da Indústria	Analista da Indústria	Sócio	Pesquisador Financeiro	Diretor Executivo
Indústria	Siderurgia, Minerais Metálicos, Papel e Celulose e Madeira	Exploração e/ou Refino, Siderurgia, Minerais Metálicos, Papel e Celulose e Alimento	Exploração e/ou Refino, Siderurgia, Construção Civil, Papel e Celulose, transporte Ferroviário, Cervejas e Refrigerantes, Açúcar e Alcool e Alimentos	Exploração e/ou refino, siderurgia, bancos e energia elétrica.	Automotiva (Auto Peças e Montadoras) e Siderurgia.
Tempo no cargo (anos)	2,5	5	2,5	5,	15
Tempo de experiência (anos)	6	20	20	15	Mais de 20
Curso superior	Administração de Empresas	Administração de Empresas	Engenharia Naval	Física	Administração de Empresas
Pós graduação	Administração de Empresas	Administração de Empresas	Administração de Empresas	Economia	Administração de Empresas (Mercado Financeiro)
Temas					
Facilidade de Obtenção das Informações					
Estratégia da Empresa	5.0	4.0	1.5	2.3	4.5
Qualidade da Alta Administração	3.0	4.3	2.3	3.0	4.3
Outros Fatores	1.0	4.0	3.5	3.0	3.5
Ambiente Competitivo	3.0	3.8	4.4	3.3	3.9
Eficiência de Processos	3.4	3.4	5.0	3.1	3.8
Média Geral	3.2	3.9	3.7	3.0	4.0
Observações	Analista com menos experiência de todos, que também considera visita às empresas, clientes e fornecedores.	Cerca de 20 anos de experiência no setor e foco em siderurgia e commodities. Visita empresas, clientes e fornecedores.	Analista bastante experiente e conhecedor do setor, que utiliza pouca visita de campo.	Pesquisador financeiro que usa como base principal do processo de análise, relatórios econômicos, setoriais e das empresas.	Entrevistado com maior experiência na indústria em si e no mercado financeiro. Muito contato com empresas, clientes, fornecedores e sindicatos.

Fonte: entrevista com analistas financeiros

Na etapa de conhecer o negócio, os analistas das empresas entrevistadas utilizam caminhos diferentes para coletar informações. Os entrevistados das empresas que fazem a gestão de um volume alto de ativos (acima de 1

bilhão de reais) possuem equipe especializada na indústria, além dos analistas e diretores mais experientes. Geralmente esses executivos fazem carreira no setor ou setores correlatos (commodities) e então migram para o mercado financeiro. Esses profissionais mostraram maior facilidade em obtenção de informações não-financeiras e fizeram visitas às empresas analisadas, clientes, fornecedores, concorrentes e organizações do setor como base para o levantamento das informações. Para representar essa forma de análise, consolidaram-se as informações discutidas neste tópico no Quadro 44.

Quadro 44 – Estratégia de coleta de dados versus experiência do entrevistado

Facilidade de obtenção das informações	Volume de ativos gerenciado	Experiência dos analistas	Estratégia de coleta de dados
Baixa	Baixo	Experiência superficial em vários segmentos	Relatórios setoriais de outras entidades e fontes de informações da indústria
Média	Médio	Experiência em siderurgia e setores correlatos	Relatórios setoriais de outras entidades e fontes de informações da indústria. Visitas ocasionais às empresa ou concorrentes
Alta	Alto	Experiência intensa em siderurgia e setores correlatos. Profissionais com experiência em empresas da indústria	Relatórios setoriais próprios e de outras entidades, fontes de informações da indústria e contatos com empresas, clientes, fornecedores, competidores e organizações do setor

Fonte: entrevista com analistas financeiros

4.4.5 Correlação entre as variáveis não-financeiras identificadas com as métricas financeiras do negócio

Todos os analistas afirmaram que não existe um processo formal para a correlação das variáveis com as variáveis não-financeiras, mas concordaram

com relação a dois grupos de variáveis e na maneira de correlacioná-las, apresentados no Quadro 45.

Durante o processo de avaliação de empresa, os analistas fazem a projeção do fluxo de caixa e a partir de certo período assumem um crescimento constante, chamado de crescimento g . Aplicam então uma taxa de desconto ao fluxo de caixa elaborado para trazê-lo ao valor presente e obter o valor da empresa. A determinação da taxa de desconto (custo de capital) e do crescimento constante (variável g) são fundamentais para o processo de análise das empresas. Geralmente não existe relação matemática dos fatores analisados com essas variáveis, que são ajustadas com base na experiência do analista.

Para variáveis não-financeiras mais específicas, como, por exemplo, reclamação de clientes, não existe uma regra geral de conversão do impacto da variável em variável financeira – após identificar algum fator não-financeiro que possa ser relevante para a projeção, define-se caso a caso a lógica com que tal fator será relacionado com uma métrica financeira. Geralmente essa lógica é explicada matematicamente.

Quadro 45 – Correlação entre variáveis não-financeiras identificadas com as métricas financeiras do negócio

Tipos de variáveis não-financeiras	Exemplo de variáveis não-financeiras	Correlação com variável financeira	Modelo
Variáveis macro	Governança corporativa, questões setoriais e governamentais	Correlação com custo de capital e taxa de crescimento g (forma de ajustar o risco na projeção de resultados) utilizado no fluxo de caixa descontado	O processo de correlação é de certa forma subjetivo, pois a correlação geralmente é muito complexa e difícil de ser representada matematicamente
Variáveis micro	Potencial do setor, diversificação de produtos, capacidade de execução da equipe de gestão, entre outras. Estas variáveis são definidas com base nas informações levantadas, experiência do analista e momento da análise	Para cada caso o analista define uma lógica que irá correlacionar estas variáveis com as variáveis financeiras (geralmente com receita de vendas e custos)	Não existe um modelo padrão, mas exige uma lógica que geralmente é explicada matematicamente

Fonte: entrevista com analistas financeiros

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir do desenvolvimento deste estudo, pôde-se chegar a alguns resultados e conclusões a respeito do tema, que serão abordados nos seguintes tópicos: considerações sobre informações não-financeiras na análise da empresa; proposta de uma abordagem sistêmica para avaliar empresas do setor siderúrgico levando-se em consideração a importância das variáveis não-financeiras; principais contribuições; limites da pesquisa; e sugestões para estudos futuros.

5.1 Considerações sobre Informações Não-Financeiras na Análise da Empresa

Para resolver o problema de pesquisa, que consiste em entender como os analistas financeiros fazem uso de diferentes medidas não-financeiras para determinar os lucros futuros estimados e avaliar as empresas, as questões da pesquisa foram desenvolvidas alinhadas aos objetivos da pesquisa.

Neste trabalho se buscou responder à seguinte pergunta principal de pesquisa:

- como os analistas financeiros fazem uso de diferentes medidas não-financeiras para determinar os lucros futuros estimados e avaliar empresas?

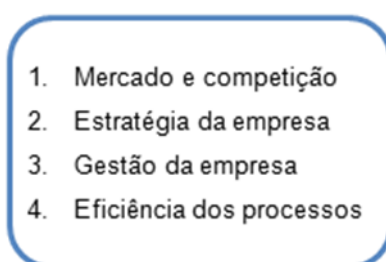
Para auxiliar na resposta da questão principal da pesquisa, quatro questões específicas foram elaboradas, todas analisadas e discutidas no Capítulo 4, Resultados da Pesquisa. Tais informações serão aqui utilizadas para responder à pergunta principal de pesquisa.

Nos itens a seguir, para cada uma das perguntas elaborou-se uma figura que representa o resumo do resultado da análise cruzada dos casos, visando situá-las dentro do processo de análise de empresas representado na Figura 16.

5.1.1 Quais variáveis não-financeiras são utilizadas nos processos de projeção de resultados de empresas da indústria siderúrgica e qual a capacidade de previsão dessas variáveis?

As variáveis mais relevantes se encontram dentro dos principais temas representados na Figura 17. As variáveis que fazem parte do tema podem ser vistas no Quadro 41 – Escopo mínimo de variáveis para os principais temas.

Figura 17 – Principais temas que concentram as variáveis não-financeiras mais relevantes

- 
1. Mercado e competição
 2. Estratégia da empresa
 3. Gestão da empresa
 4. Eficiência dos processos

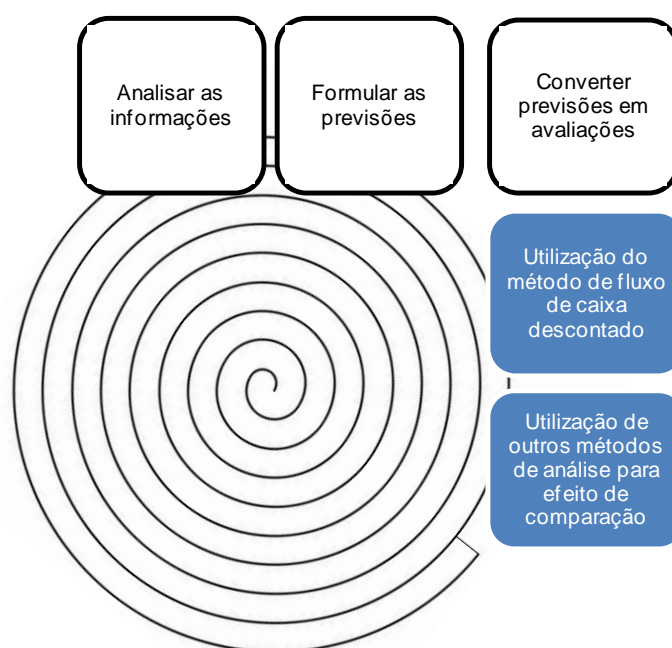
Fonte: o próprio autor

5.1.2 Quais processos de projeção de resultados são utilizados em empresas da indústria siderúrgica?

Após a projeção do fluxo de caixa da empresa e desconto deste ao valor presente, chega-se ao valor estimado da empresa. Para validar essa

informação, o analista usa métodos dos múltiplos de vendas, preço/lucro, entre outros, com o objetivo de realizar a triangulação de valores. Trata-se de um processo espiral (Figura 18 – Espiral de avaliação), pois permite que após a projeção do fluxo de caixa e elaboração de estimativa do valor da empresa se possa comparar esse dado com dados obtidos por meio de outras metodologias e então rever as informações, previsões e avaliações.

Figura 18 – Espiral de avaliação

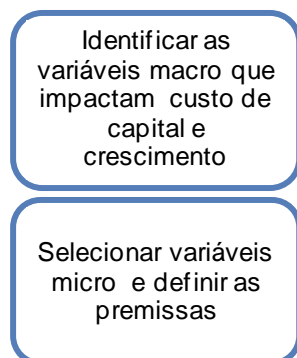


Fonte: o próprio autor

5.1.3 Como os analistas correlacionam variáveis não-financeiras com variáveis financeiras?

As variáveis não-financeiras macro impactam a taxa de desconto (custo de capital) e do crescimento constante do fluxo de caixa (variável g) e geralmente não existe relação matemática. Para variáveis não-financeiras mais específicas, não há regra específica; e definem-se geralmente premissas, não necessariamente matemáticas, para relacioná-las com as variáveis financeiras, conforme ilustrado na Figura 19.

Figura 19 – Correlação das variáveis não-financeiras com as métricas financeiras

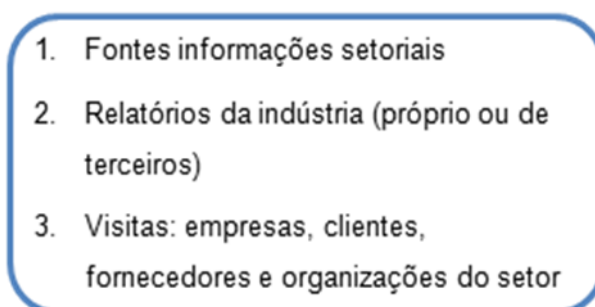


Fonte: o próprio autor

5.1.4 Qual a facilidade de obtenção das informações não-financeiras utilizadas para fazer a projeção financeira?

A facilidade de obtenção de informações não-financeiras está diretamente ligada à experiência do analista (consequentemente ao volume de ativos gerido pela instituição que trabalha); e geralmente os mais experientes buscam validar as informações do relatório da empresa e setoriais com visitas a empresas, clientes, fornecedores e organizações do setor. A Figura 20 mostra de forma resumida as principais fontes de informações não-financeiras utilizadas pelos analistas.

Figura 20 – Fontes de informações não-financeiras



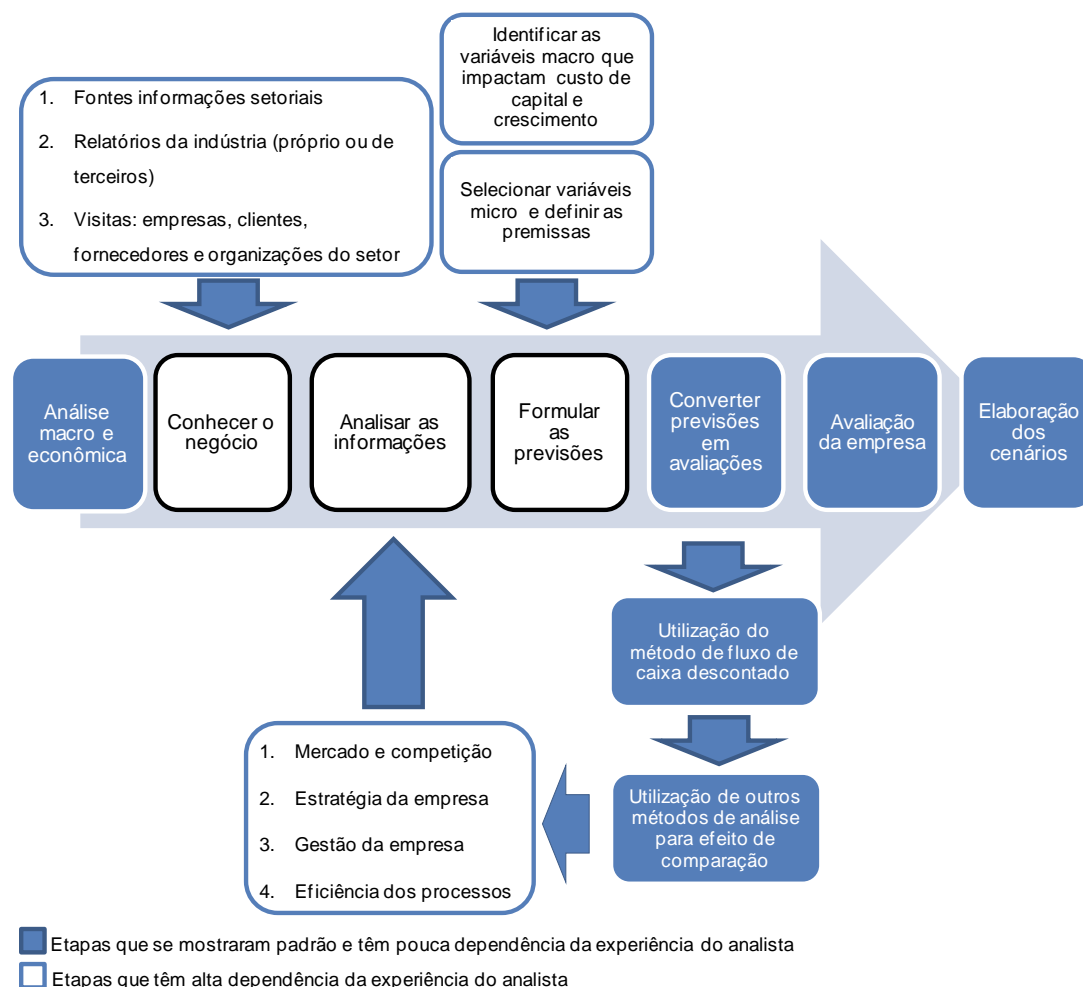
Fonte: o próprio autor

5.2 Proposta de abordagem sistêmica para avaliar empresas do setor siderúrgico levando-se em consideração a importância das variáveis não-financeiras

Com base na análise de cada um dos casos analisados individualmente e de forma cruzada, os resultados foram discutidos de forma a responder às questões de pesquisa no item anterior. Nesta etapa do estudo, definiu-se como objetivo fazer a integração dos resultados, tomando-se como base o processo de análise de empresa que foi validado pelos entrevistadores.

Dentro desse processo, as etapas que responderam às questões de pesquisa foram detalhadas e, como resultado final do trabalho, uma abordagem sistêmica para avaliar empresas do setor siderúrgico levando-se em consideração a importância das variáveis não-financeiras foi proposta, que se serve a resolver o problema de pesquisa. A abordagem sistêmica está representada na Figura 21, levando-se em consideração a importância das variáveis não-financeiras. Na figura, as caixas cheias indicam as etapas que se mostraram padrão e têm pouca dependência da experiência do analista e as caixas vazias as etapas com alta dependência da experiência do analista.

Figura 21 – Proposta de uma abordagem sistêmica para avaliar empresas do setor siderúrgico levando-se em consideração a importância das variáveis não-financeiras.



Fonte: o próprio autor

Na etapa “conhecer o negócio”, os analistas das empresas entrevistadas utilizam-se de caminhos diferentes para coletar as informações com base na experiência e volume dos ativos que fazem a gestão. Quanto mais alto o volume de ativos, maior a experiência e maior a pesquisa de campo. Os quatro temas destacados na análise das informações reforçam a importância da análise desses temas, mas não excluem outros que o analista julgue importante para a análise. Na etapa de formular as previsões, os analistas buscam identificar fatores não-financeiros macros que possam impactar no custo de capital e no crescimento da empresa e na sequência identificar fatores não-financeiros relevantes que possam ser relacionados

matematicamente, geralmente, com a receita de vendas ou custo do produto. Com essas premissas definidas, o fluxo de caixa futuro da empresa é projetado e, por meio do fluxo de caixa descontado, chega-se ao valor da empresa. Outros métodos de avaliação são utilizados para efeito de comparação visando encontrar um parâmetro que possa ajudar a identificar uma possível falha no processo de análise das empresas. Identificando alguma falha o analista revisita as análises e premissas e refaz a avaliação da empresa, até que se sinta confortável com o valor obtido.

5.3 Principais Contribuições

O estudo contribui tanto para o campo acadêmico quanto para o campo empresarial que utiliza o processo de análise de empresas. No campo acadêmico:

- identificou as variáveis não-financeiras inerentes a várias das teorias revisadas, podendo estas, servir de base para outras pesquisas que tenham como objetivo trabalhar em torno das informações não-financeiras; e as variáveis não-financeiras relevantes para as empresas siderúrgicas brasileiras analisadas;
- validaram-se as teorias revisadas com o processo de análise e avaliação de empresas utilizado pelo mercado; e
- apresentou uma proposta de abordagem sistêmica para avaliar empresas do setor siderúrgico levando-se em consideração a importância das variáveis não-financeiras, que pode ser utilizada como referência para outras pesquisas.

Em relação à aplicação prática desta pesquisa nas instituições financeiras analisadas, este estudo identificou a possibilidade de desenvolvimento de metodologia de análise de empresas do setor siderúrgico tomando-se como base à abordagem proposta e levando-se em conta:

- o escopo mínimo de variáveis não-financeiras que devem ser consideradas;
- necessidade de definição de correlações das principais variáveis não-financeiras com as métricas financeiras;
- necessidade de identificação das fontes de informação não-financeiras, uma vez que, no caso de pesquisa em campo destas informações, não existe um processo definido; e,
- necessidade de maior clareza na definição do risco das empresas (custo de capital e crescimento projetado).

5.4 Limites da Pesquisa

A pesquisa é um estudo de caso; e, de acordo com Gil (1991), a impossibilidade de generalização de resultados obtidos com o estudo de caso constitui séria limitação a tal delineamento. Neste caso, o estudo se restringe a instituições financeiras e empresas da indústria investigadas, que podem não redundar em conclusões generalistas. Outra limitação do estudo tem relação direta com alguns dos objetivos a que se propõe e que são parte da estratégia de análise das instituições financeiras investigadas, que são identificar e analisar:

- os processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica; e
- premissas que permitem ao analista relacionar variáveis não-financeiras com métricas financeiras no processo de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica.

Muitos dos analistas não se sentem confortáveis com a divulgação da estratégia de análise de investimentos que utilizam principalmente devido à possibilidade de chegar à concorrência e também pela falta de transparência quanto aos riscos embutidos por eles na análise das empresas. Esses fatores acima podem ter prejudicado a veracidade das informações levantadas.

5.5 Sugestões para Estudos Futuros

Apesar da importância das variáveis não-financeiras no processo de análise das empresas, muitos dos analistas afirmaram usar as informações financeiras como base do método de projeção de fluxo de caixa das empresas e muitas vezes tiveram dificuldades em relacionar as variáveis não-financeiras com uma métrica financeira. Os analistas, com base na própria experiência e responsabilidade, procuram compreender os impactos das variáveis não-financeiras no resultado da empresa, mas sem nenhum modelo ou padrão definido pelo mercado.

Identificou-se que o conhecimento tácito, aquele que o indivíduo adquiriu ao longo da vida, é um fator que mais diferencia a forma com que os analistas fazem as previsões dos resultados futuros das empresas. Quando estuda-se assuntos mais subjetivos e não mensuráveis, é muito difícil de se ensinar, de se passar através de manuais ou mesmo treinamentos. Este fato foi confirmado nas grandes empresas, onde os executivos responsáveis pelas áreas de análise do setor siderúrgico possuem uma larga experiência em empresas do setor, no mercado e extenso convívio com executivos de toda a cadeia produtiva. Assim um possível campo de estudo identificado seria a compreensão da aquisição do conhecimento tácito destes executivos, como também a discussão sobre a importância do mesmo.

Existe um espaço para comparar o resultado das análises de instituições financeiras que levam em conta o conhecimento do setor e experiência do analista, como também a pesquisa de campo com as empresas analisadas, clientes, fornecedores e organizações setoriais, com as que utilizam somente relatórios disponíveis no mercado e modelos econométricos.

Outra oportunidade para pesquisa se encontra em buscar as informações desta pesquisa nas empresas analisadas para entender como as informações não-financeiras são utilizadas pelos gestores das empresas analisadas e comparar aos resultados desta pesquisa.

Finalmente, estudos quantitativos sobre o desempenho de empresas do setor siderúrgico podem ser realizados, considerando as variáveis não financeiras identificadas como mais relevantes e apresentadas no Quadro 41.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAKER, Gary. & MADDUX, Henry. *Enhancing organizational performance: facilitating the critical transition to a process view of management*. S.A.M. Advanced Management Journal. Cincinnati: Autumn 2005.v. 70, Nº 4; p. 43. 12 p.

BANIF SECURITIES. *Atualização setorial: siderúrgicas brasileiras*. 05.set.2008

BANKER D.R.; POTTER G. & SRINIVASAN D. *An empirical investigation of an incentive plan that includes nonfinancial performance measures*. The Accounting Review. 65-92. 2000

BARNEY, J.B. *Firm resources and sustained competitive advantage*. Journal of Management. v. 17(1) p. 99-120. 1991

_____. *Resource-based theories of competitive advantage: a ten-year retrospective on the resource-based view*. Journal of Management. v. 27, p. 643-650, 2001.

BODIE, Z.; KANE, A. & MARCUS, A. *Investments*. 5 ed. Boston: McGraw Hill/Irwin, c2002.

BOLWIJN, P. T. & KUMPE, T. *Manufacturing in the 1990's: productivity, flexibility and innovation*. Long Range Planning. v. 23, nº. 4, p. 44-57, 1990.

CATELLI, Armando & GUERREIRO, Reinaldo, *Mensuração de atividades: comparando "ABC" x "GECON"*. São Paulo: Fipecafi – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FEA-USP). Abr.1993. Caderno de Estudos.

COLLINS, D. & MONTGOMERY, C. *Competing on resources: strategy in the 1990s*, Harvard Business Review. Jul./ago. 1995, p. 118-128.

COPELAND, Thomas et al. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2. ed. New York: Wiley, 1996.

CRAGG, J.G. & MAKIEL, B. G. The consensus and accuracy of some predictions of the growth in corporate earnings. Journal of Finance. March, 1968, p. 67-84.

CRESWELL, J. W. *Research design: qualitative and quantitative approaches*. Thousand Oaks: SAGE Publications. 1994.

_____. *Qualitative inquiry and research design: choosing among five traditions*. Thousand Oaks. Sage: California, 1998.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1997, p. 295.

DE WALL, A. *The future of the Balanced Scorecard: an interview with Professor Dr. Robert Kaplan*. *Measuring Business Excellence*, 7, 1, 2003, p. 30-35.

DI SERIO, L.C. & SAMPAIO, M. *Projeto da cadeia de suprimento: uma visão dinâmica da decisão de fazer versus comprar*. *RAE: Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, v. 41, nº. 1, p. 54-66, 2001.

ECCLES, R.G. *Manifesto da mensuração do desempenho*. *Harvard Business Review*. Medindo o Desempenho Empresarial. Rio de Janeiro: Campus, 2000. p.31-49.

FINE, Charles H. *Mercados em evolução contínua: conquistando vantagem competitiva num mundo em constante mutação*. Rio de Janeiro: Campos. 1999. 262 pp.

GALDI, F.C. & LOPES, A. B. *Relação de longo prazo e causalidade entre o lucro contábil e o preço das ações: evidências do mercado latino-americano*. *RAUSP. Revista de Administração*, v. 43, p. 186-201, 2008.

GIL, Antônio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.175 p.

HAMEL, G. & PRAHALAD, C.K. *Competing for the future*. Boston: Harvard Business School Press. 1994.

JOHNSON, H. Thomas & KAPLAN, Robert S. *Relevance lost: the rise and fall of management accounting*. Harvard Business School Press, 1991.

KAPLAN, Robert S. & NORTON, David P. *A estratégia em ação*. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

KAYO, Eduardo Kazuo. *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas*. Tese (Doutorado em Administração) – FEA/USP, 2002.

LEMES Jr., A.B.; RIGO, C.M. & CHEROBIM, A.P.M. *Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras*. Rio de Janeiro: Campus, 2002, p. 48-68.

MANAGEMENT REVIEW, v. 11, p. 801-814, 1986.

MANOOCHEHRI, G. *Overcoming obstacles to developing effective performance measures*. *Work study*. v. 48, nº 6, p. 223-229, 1999.

MARREN, Joseph H. *Mergers & Acquisition: a valuation handbook*. United States of America: McGraw-Hill, 1993, p-195.

McGAHAM, AM. & PORTER, M. *How much does industry matter, really?* Strategic Management Journal, 18, 15-30. 1997.

MCGAHAN, A.M. & PORTER, M.E. *What do we know about variance in accounting profitability?* Management Science, v. 48, p. 834-851, 2002.

MIRANDA, L.C. & SILVA, José Dionísio Gomes da. *Medição de desempenho*. In: SCHMIDT, Paulo (Org.). *Controladoria: agregando valor para a empresa*. Porto Alegre: Bookman, 2002. cap. 7, p.131-153.

MONTGOMERY, C.A. PORTER, M.E. *Strategy: seeking and securing competitive advantage*. Boston: Harvard Business School Publishing, 1991.

MONTGOMERY, C. (ed.). *Resource-based and evolutionary theories of the firm: toward a synthesis*. Dordrecht and Boston: Kluwer Academic, 1995.

MORISSETE, R. *Toward a theory of information choices in organizations: an integrative approach*. These (Ph.D.) – Dissertation in Accounting. University of Waterloo. 1977

PACE, E.S.U. & BASSO, L.F.C. *Indicadores de desempenho como direcionadores de valor*, RAC, v. 7, n. 1, Jan./Mar. 2003, p. 41.

PENMAN, Stephen H. *Financial statement analysis and security valuation*. 2. ed. Boston: Irwin McGraw Hill, 2004, p. 34-93.

PENROSE E. *The theory of the growth of the firm*. New York: John Wiley & Sons 1959.

PETERAF, M.A. *The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view*. Strategic Management Journal, v. 14, nº. 3, p. 179-191, 1993.

PORTER, M. *A vantagem competitiva das nações*. 7. ed., Rio de Janeiro – RJ, Editora Campus, 1989. 897 p.

_____. *Competição (on competition), estratégias competitivas essenciais*, 6 ed., Rio de Janeiro – RJ, Editora Campus, 1999. 520 p.

_____. *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press, 1998

_____. *What is strategy?* Harvard Business Review, p.61-78, Nov-Dec, 1996. PRAHALAD, C.K. & HAMEL, G. *The core competence of the corporation*. Harvard Business Review, v. 68, no 3, p. 79-91. 1990.

PRAHALAD, C.K. & KRISHNAN, M.S. *The dynamic synchronization of strategy and information technology*. MIT Sloan Management Review. Summer 2002. p. 24-33.

ROTELLA, R.P. (1992). *The elements of successful trading*. New York: Institute of Finance, 1992.

RUMELT, R.P. *How much does industry matter?* Strategic Management Journal, 12(3), 167-185. 1991.

SANTOS, J.B. *Uma proposta de conceituação e representação do desempenho empresarial.* Dissertação (Mestrado) – Fundação Getúlio Vargas – FGV. São Paulo, São Paulo. 2008.

SLACK, Nigel. *Vantagem competitiva em manufatura.* Atingindo competitividade nas operações industriais. São Paulo: Atlas, 1993.

SLACK, Nigel et al. *Administração da produção.* São Paulo: Atlas, 1997. 1ª ed.

STIVERS, Bonnie; COVIN, Teresa; HALL, Nancy & SMALT, Steven. *How nonfinancial performance measures are used* (Survey of Fortune 500 and Canadian 300 Executives). Management Accounting, v. 79, nº. 8, pp. 44-49, fev. 1998.

SUNDALI, J. & ATKINS, A. *Expertise in investment analysis: fact or fiction?* Organizational behavior and human decision processes. 59, 223-241. 1994.

TEECE, D.; PISANO, G. & SHUEN, A. *Dynamic capabilities and strategic management.* Strategic Management Journal 18 (7), 509–533. 1997.

VENKATRAMAN, N. *IT – enabled business transformation: from automation to business scope redefinition.* Sloan Management Review, Cambridge, Winter, 1994.

VENKATRAMAN, N. & RAMANUJAN, V. *Measurement of business performance in strategic research: a comparison of approaches.* Academic of Management Review, 1986

VITALE, M.R.; MAVRINAC, S.C. & HAUSER, M. *New process/financial scorecard: a strategic performance measurement system.* Planning Review, p.12-16. 1994

WALTER, Fábio; BORNIA, Antonio Cezar & KLIEMANN NETO, Francisco José. *Análise comparativa de duas metodologias para elaboração do Balanced Scorecard.* In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 24, 2000, Florianópolis. Anais... Florianópolis: Anpad, 2000.

WERNERFELT, B. *A resource-based view of the firm.* Strategic Management Journal, 5, 2, 171-180. 1984.

WILK, Eduardo O. *Resource-based view e manufatura: uma conversa estratégica.* Enegep, 2001. Disponível em: http://publicacoes.abepro.org.br/index.asp?num=501&Pagina=25&kual=next&pchave=&ano=2001&his_enegep=s Acesso em 20.nov.2008.

WILLSON, N.C. *Da contabilidade à controladoria: a evolução necessária*. Revista de Contabilidade & Finanças – USP, São Paulo, nº. 28, p 7-28, jan./abr. 2002.

WINGER, B. & FRASCA, R. *Investments: Introduction to analysis and planning*. 3. ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1995.

YIN, Robert K. *Estudo de caso – planejamento e métodos*. Bookman, 2005, 3ª. ed.

ANEXO I

Ranking das Instituições Financeiras

Tabela 0 2 – Ranking Agência Estado/IBMEC de Corretoras de 2007

Posição	Nome	Nº recomendações	Rentabilidade média
1º	Brascan	26	29,7683%
2º	Coinvalores	119	27,9412%
3º	ABN	73	27,4354%
4º	Ágora	10	25,4950%
5º	HSBC	36	22,3406%
6º	Socopa	88	22,1930%
7º	Santander	45	19,1431%
8º	BES	23	17,0747%
9º	Fator	134	15,8661%
10º	Bear Stearns	30	14,0715%
11º	Itaú	75	13,6145%
12º	Bradesco	55	12,3015%
13º	Planner	76	4,8687%
14º	Unibanco	67	0,6117%
15º	Ativa	24	-3,8779%

Tabela 3 – Guia Exame Melhores Fundos de Ações nos últimos 12 meses

Data 10/07/2008 Número de fundos 20								
Posição	Nome do Fundo	Cota	Patrimônio	Var % dia	Var % no mês	Var % no ano	Var % em 6 meses	Var % em 12 meses
1	INVEST INSTITUCIONAIS FI ACOES	1.376,31	1.593.082.360	0,00	0,03	97,41	97,38	97,71
2	SAFRA PETROBRAS FIC ACOES	25,79	390.309.800	-1,41	-13,16	-6,98	-2,38	53,94
3	HUMAITA VALUE FI DE ACOES	3,55	29.812.974	1,29	-7,36	21,73	23,94	48,94
4	FI ACOES MOSAVI	1,88	3.036.860	-	-8,05	1,57	4,47	38,64
5	NOSSA CAIXA BNCA3 ACOES	1,41	11.753.170	6,34	-2,08	68,17	49,45	35,62
6	NOSSA CAIXA MAIS NOSSA ACOES	1,72	7.445.032	6,30	-1,98	68,60	49,63	34,82
7	POLO LATITUDE 84 FI EM ACOES	1,54	16.988.549	0,39	1,29	14,49	12,74	34,19
8	GUEPARDO ALLOCATION FICFIA	1,84	30.117.407	1,23	-5,63	20,21	24,61	31,37
9	MAGLIANO FIA	420,79	30.038.812	2,03	-6,50	13,00	16,37	31,26
10	TAURUS TOP PICK FI DE ACOES	2,12	19.304.704	0,53	-8,21	18,48	20,41	30,17
11	CSHG BETA 14 FIC FI ACOES	12,67	427.366.161	0,21	-0,70	10,58	9,17	26,55
12	POLO FIA	5,07	353.214.405	0,02	-1,30	11,94	9,44	24,96
13	ASTRA SELECTION FI DE ACOES	1,49	707.752	0,31	-6,75	13,07	15,87	24,78
14	F I A BRB PETROVALE	1,63	31.551.950	-1,16	-9,84	-10,61	-8,37	23,93
15	RB FUNDAMENTAL FI ACOES	3,79	238.619.710	1,50	-4,22	17,75	22,36	23,73
16	COMERCIAL MASTER FIA	162,02	19.012.374	1,22	-4,34	11,11	11,97	23,72
17	BRADESCO FIA IBX PLUS	7,86	2.182.295	0,92	-8,10	-0,57	2,69	23,58
18	VIRGINIA FI EM ACOES IQ	190,75	4.995.936	-0,99	-9,65	-5,87	-2,52	23,56
19	FIDUCIA RUBY CLONE FUNDO INV ACOES	1,26	2.662.099	0,49	-8,42	-4,00	-0,01	23,40
20	PAVARINI I FIA	20.297,17	58.838.428	1,12	-6,14	12,88	16,55	22,75

*Não foram considerados os fundos exclusivos neste ranking.

Tabela 4 – Melhores gestores de 2007

Posição no ranking	Instituições Financeiras
1º	BRADESCO
2º	Unibanco
3º	SAFRA
4º	Legg Mason Western
5º	ABN Amro Real

ANEXO II

Standard & Poor's Equity Research Methodology

Standard & Poor's Equity Research Methodology

MACRO AND ECONOMIC
ANALYSIS

When conducting bottom-up company analysis, analysts are expected to incorporate Macro and Economic Analysis.

Investment Policy Committee (IPC)

- Meet weekly and is responsible for determining Standard & Poor's analytical views on investment trends

Mission

Ensure Standard & Poor's views are reached through a deliberative, consistent process that moves input from a diverse group of Standard & Poor's senior analysts' personal

- Analysts include:

- Interest rate forecasts
- Market performance forecasts
- Economic, political and related developments of interest to investment community
- Consensus concerning effect of such developments on S&P's view of financial markets, including (re)compositional changes in the market among stocks, bonds and cash

Sector Strategy and Guidance

- Chief Investment Strategist provides research and forecasts, top and bottom performing sectors.

- Group Sector Leads meet regularly with Global and Regional Research Directors to incorporate input from equity analysts from all sectors to formulate a collective bottom-up investment strategy. This strategy is then presented by each sector analyst to the Investment Policy Committee.

The equity research reports and recommendations provided by Standard & Poor's Equity Research are prepared separately from the research reports and recommendations prepared by Equity Research but in access to non-public information received by the entire staff of Standard & Poor's. Standard & Poor's does not trade on its own account.

BOTTOM-UP COMPANY ANALYSIS

Company Fundamental Analysis¹

Company Valuation Analysis

Review

Products and Services

- Step 1 Review public information
 - 10Ks
 - 10Qs
 - Annual Reports
 - Conference Calls

- Step 2 Conversations with company management to obtain additional information
 - Establish relationships with new companies
 - 1-on-1 meetings with company management, some in-person meetings
 - Obtain a better understanding of:
 - Industry
 - Average margins
 - Efficiency programs
 - Cost structure, margins, margins

- Step 3 Prepare 3-Year Preliminary Earnings Model
 - EPS Growth Rate
 - Earnings Prospects
 - Balance Sheet and Cash Flows

- Step 4 Review financial assumptions
 - Management team
 - Operating environment
 - Suppliers
 - By-products
 - Subsidiaries
 - Exposure to entry regulatory environment

- Step 5 Assess:
 - Management team
 - Operating environment
 - Suppliers
 - By-products
 - Subsidiaries
 - Exposure to entry regulatory environment

- Step 6 Finalize Earnings Model
 - Examine earnings quality
 - Evaluate corporate governance
 - Project Standard & Poor's 500 index, most accurate, proprietary representation of the sentiment of the market for a firm, ongoing operations

- Step 7 Analyst uses multiple criteria to value a company, including:
 - Intrinsic Value Analysis
 - Relative Valuation
 - Risk Assessment – Analyst incorporates a “risk premium” to derive a valuation

- Step 8 Establish Intrinsic Value
 - Target Price over 12 months
 - Analyst assigns a risk rating
 - Analyst incorporates a “risk premium” to derive a valuation

- Step 9 Decide STARS recommendation (refer to inside panel for details on S&P's 5-STAR Rating System)
 - Incorporate risk assessment rating
 - Integrate STARS rating for risk rating
 - Risk Rating Assessment, call 1-800-522-4534

- Step 10 Supervisory analyst review for regulatory and compliance purposes

- Step 11 Repeat Steps 1, 2, 3, 7, 8, 9
 - Continuous committee-based evaluation of STARS recommendation
 - Quarterly updates, purchased and distributed
 - Material events
 - Changes in recommendations
 - Stock Report updates
 - MarketScope updates
 - First Call notes

Criteria/Definition

- Intrinsic Value Analysis
 - Determine security's “intrinsic value” based on discounted cash flows
 - Use a range of assumptions for cash flows and discount rates
 - These are discounted back to current value, resulting variables
 - Present value of shares vs. current share price
 - 10-15 year projection
 - Defined parameters around DCF to make it more reasonable (e.g. interest rate input)

- Relative Valuation
 - Assessing a security's relative value by comparing appropriate financial ratios across peer groups
 - Comparison with industry group
 - Earnings (P/E)
 - Price-to-book
 - Dividend yield
 - Margins

- Risk Assessment
 - Technical
 - Insider buying
 - Debt

- Sum of the Parts
 - Interpreting “fair value” of a stock by determining phase market values for a firm's individual units
 - No clear competition and/or conglomerate
 - Break divisions up as stand-alone business units
 - Calculate relative values for each division
 - Arrive at a total valuation

- Company value
 - P/E trading history
 - High/low in cycle
 - Current P/E level justification
 - Valuation vs. appropriate risk

- Products and Services
 - Analyst insight
 - Custom newsletters
 - Equity Union Desk
 - Industry surveys
 - Market insight
 - MarketScope
 - Model Portfolios
 - NetAdvantage
 - Portfolio Advisor
 - Portfolio Guides
 - Portfolio Advisor
 - Stock Guides
 - Stock Reports
 - The Outlook

Standard & Poor's Core Earnings Calculation

- Included
 - Employee stock option grant expense
 - Restructuring charges from ongoing operations
 - Write-downs of depreciable or amortizable assets
 - Pension costs
 - Purchased research and development expenses
 - Merger/acquisition related expenses
 - Unrealized gains/losses from trading activities

- Excluded
 - Goodwill impairment charges
 - Gains/losses from asset sales
 - Pension gains
 - Unigation or insurance settlements
 - Reversal of prior-year charges and provisions

Ongoing Analytical Review

- Continuous committee-based evaluation of STARS recommendation
- Quarterly updates, purchased and distributed
- Material events
- Changes in recommendations
- Stock Report updates
- MarketScope updates
- First Call notes

- Step 11 Repeat Steps 1, 2, 3, 7, 8, 9
 - Continuous committee-based evaluation of STARS recommendation
 - Quarterly updates, purchased and distributed
 - Material events
 - Changes in recommendations
 - Stock Report updates
 - MarketScope updates
 - First Call notes

- Step 10 Supervisory analyst review for regulatory and compliance purposes

- Step 9 Decide STARS recommendation (refer to inside panel for details on S&P's 5-STAR Rating System)
 - Incorporate risk assessment rating
 - Integrate STARS rating for risk rating
 - Risk Rating Assessment, call 1-800-522-4534

- Step 8 Establish Intrinsic Value
 - Target Price over 12 months
 - Analyst assigns a risk rating
 - Analyst incorporates a “risk premium” to derive a valuation

- Step 7 Analyst uses multiple criteria to value a company, including:
 - Intrinsic Value Analysis
 - Relative Valuation
 - Risk Assessment – Analyst incorporates a “risk premium” to derive a valuation

- Step 6 Finalize Earnings Model
 - Examine earnings quality
 - Evaluate corporate governance
 - Project Standard & Poor's 500 index, most accurate, proprietary representation of the sentiment of the market for a firm, ongoing operations

- Step 5 Assess:
 - Management team
 - Operating environment
 - Suppliers
 - By-products
 - Subsidiaries
 - Exposure to entry regulatory environment

- Step 4 Review financial assumptions
 - Management team
 - Operating environment
 - Suppliers
 - By-products
 - Subsidiaries
 - Exposure to entry regulatory environment

- Step 3 Prepare 3-Year Preliminary Earnings Model
 - EPS Growth Rate
 - Earnings Prospects
 - Balance Sheet and Cash Flows

- Step 2 Conversations with company management to obtain additional information
 - Establish relationships with new companies
 - 1-on-1 meetings with company management, some in-person meetings
 - Obtain a better understanding of:
 - Industry
 - Average margins
 - Efficiency programs
 - Cost structure, margins, margins

- Step 1 Review public information
 - 10Ks
 - 10Qs
 - Annual Reports
 - Conference Calls

Company Coverage Criteria

Core STARS Coverage Criteria

- All S&P 500 index²
- 200 of the S&P MidCap 400 index
- 200 of the S&P SmallCap 600 index
- Key non-U.S. stocks

Additional Coverage Criteria

- S&P Composite 1500 index constituent
- Significant trading volume
- Market capitalization
- Corporate actions (mergers/acquisitions, spin-offs)
- Emerging growth companies

Deletions to Equity Coverage

- Negative corporate actions (bankruptcy, mergers and acquisitions)
- Dropped from S&P Composite 1500 Index
- Stock price < \$5/share
- Lack of investor interest

Number of Companies Covered Per Analyst

- 20-25 companies

¹ Standard & Poor's analyst's access to information will be restricted to information that is not available to the general public. Analysts will not trade on the basis of this information.

² Excludes Standard & Poor's parent, the McGraw-Hill Companies.

The equity research reports and recommendations provided by Standard & Poor's Equity Research are prepared separately from the research reports and recommendations prepared by Equity Research but in access to non-public information received by the entire staff of Standard & Poor's. Standard & Poor's does not trade on its own account.

ANEXO III**Tabela de Consolidação
das Variáveis Não-Financeiras**

Tabela 04 – Consolidação de variáveis não-financeiras

Variáveis	MD	CM	RBV	AD	AF	BSC
Qualidade de Produtos						
Percentual de vendas repetidas					X	X
Existe uma ampla variedade de produtos/opções disponíveis para os consumidores (flexibilidade de mix)		X				
Existência de grandes clientes					X	
Nível de qualidade dos produtos finais		X				
Atratividade do produto final		X				
Confiabilidade do produto final		X				
Reclamações de clientes				X		
Reclamações da garantia				X		
Gastos com garantia de produtos		X				
Taxa de falhas em campo adequada dos produtos finais		X				
Satisfação de Clientes						
Satisfação geral dos clientes (pesquisa de mercado)				X		X
Valor agregado para o cliente (pesquisa de mercado)				X		X
Fidelidade do cliente (taxa de recompra)				X		
Retenção de novos clientes				X		
Quantidade de novas oportunidades					X	
Conversão de vendas					X	
Disputas judiciais com clientes				X		
Tempo adequado de entrega do pedido		X				
Tempo de reposição de estoque dos clientes		X				
Percentual de pedidos dentro do prazo estabelecido		X				
Percentual de entregas com atrasos		X				
Produtos entregues dentro da especificação		X				
Lançamentos de novos produtos bem sucedidos				X		
O tempo total de lançamento de novos produtos		X				
Lucratividade dos clientes						X
Nível de relacionamento com o cliente						X
Custo dos Produtos						
Custo do produto competitivo		X				
Custos dos serviços de manutenção/reparos		X				
Custos de matéria prima		X				
Sensibilidade do cliente ao preço do produto		X				
Possibilidade de redução de custo do produto		X				
Eficiência de Processos						
Taxa de produtos com defeitos		X				X
Tempo de ciclo de fabricação		X				X
Tempo entre pedido e entrega						X
Capacidade de customização						X
Investimento em modernização da fábrica						X
Idade da planta e equipamentos						X
Uso da capacidade instalada						X
Capacidade de introdução de novos produtos (flexibilidade de produto)		X				

Capacidade da empresa em ajustar volume de produção (flexibilidade de volume)		X				
Capacidade de reprogramação da produção conforme demanda de produtos (flexibilidade de entrega)		X				
Qualidade Processos						
Cultura de qualidade sólida			X			
Conhecimento dos processos de qualidade			X			
Existência de processos padrões de qualidade			X			
Paradas na linha de produção ocasionadas por quebra de qualidade produto/processo		X				
Processos internos conforme as especificações determinadas		X				
Qualidade de atendimento aos clientes		X				
Organização da fábrica		X				
Taxa de reincidência de problemas		X				
Inovação de Produtos e Processos						
Gastos com P&D			X			
% produtos patenteados			X			
Números de novas patentes			X			
Número de novos produtos		X				
% vendas de novos produtos		X				
Vida útil da tecnologia			X			
Equipamentos customizados e únicos			X			
Softwares únicos			X			
Especialização			X			
Valor da tecnologia			X			
Manufatura modular			X			
Integração vertical da empresa			X			
Dificuldade de produção dos produtos em outras empresas			X			
Condições de Demanda						
Importância da demanda local para o negócio	X					
Sofisticação e exigência dos clientes locais	X					
Capacidade de antecipar as tendências	X					
Setores Correlatos e de Apoio						
Existência de uma massa crítica de fornecedores considerados capazes, situados na localidade onde a empresa atua	X					
Existência de fornecedores qualificados (competentes) em atividades correlatas (P&D, distribuição e marketing)	X					
Existência de fornecedores estratégicos para a empresa que possuem competitividade global	X					
Capacidade de transferir conhecimento estratégico para fornecedores			X			
Capacidade de reprogramação dos fornecedores conforme necessidade da empresa (flexibilidade de entrega)		X				

Capacidade dos fornecedores em ajustar volume de produção (flexibilidade de volume)		X				
Velocidade e flexibilidade dos fornecedores na introdução de novos produtos	X					
Nível de Integração com fornecedores		X				
Existência de fornecedores aptos a fornecerem insumos para a produção	X					
Ambiente Competitivo						
Imagem e reputação da empresa						X
Participação de mercado	X					X
Crescimento da participação de mercado				X		
Produtividade por funcionário (vendas/funcionário)						X
Nível de competitividade local	X					
Participação de mercado dos concorrentes	X					
Existência de recursos naturais no território brasileiro para a condução das operações locais	X					
Qualidade da infra-estrutura no país (estradas, energia, telefonia, saneamento, água) para as operações da empresa	X					
Esforço (tempo, pessoas, maquinário) necessário para conseguir recursos naturais para a produção	X					
Dificuldade de replicação da tecnologia pelos concorrentes			X			
Concorrência potencial					X	
Protecionismo					X	
Alianças estratégicas	X					
Disputas antitruste	X					
Diversificação geográfica	X					
Diversificação de clientes	X					
Diversificação de produtos	X					
Potencial do setor	X					
Potencial de fusões aquisições					X	
Capacidade de adaptação ao ambiente					X	
Qualidade da Alta Administração						
Perspectiva de continuidade de gestão					X	
Experiência dos administradores					X	
Motivação dos administradores					X	
Avaliação da administração atual					X	
Estratégia da Empresa						
Clareza da estratégia					X	
Alinhamento com operações					X	
Estratégia vencedora					X	
Capacidade de execução					X	
Recursos Humanos						
Política de Desenvolvimento de Funcionários	X		X	X		X
Diferencial dos profissionais técnicos da empresa			X			

Existência de recursos humanos com capacitação adequada às necessidades da empresa	X					
Investimento das empresas em treinamento dos funcionários	X			X		
Política de retenção de especialistas da empresa			X			
Rotatividade dos funcionários				X		X
Política de remuneração e benefícios				X		
Clima organizacional				X		
Satisfação geral dos funcionários				X		X
Crescimento do número de funcionários				X		
Cultura Organizacional						
Cultura organizacional única e particular			X			
Existência de processos formais de gestão do conhecimento			X			X
Recursos de Capital						
O acesso a capitais necessários a condução das operações empresariais	X					
Existência de financiamentos de órgãos governamentais (BNDES) para a empresa conseguir recursos de capital	X					
Existência de financiamentos em bancos setoriais para a empresa conseguir	X					
Infraestrutura física						
Infraestrutura física da (equipamentos, fábrica etc) empresa para ter as operações do seu dia-a-dia	X					
Localização da empresa	X		X			
Infraestrutura adequada da localidade (estradas, energia, telefonia, saneamento, água) para as operações da empresa	X					
Infraestrutura adequada no país em termos de iniciação e capacitação científica e tecnológica para suporte às operações da empresa	X					
Desempenho Ambiental						
Realização de projetos para melhoria ou recuperação do meio ambiente				X		
Emissão de poluentes, lançamento de efluentes e resíduos sólidos				X		
Utilização de insumos recicláveis ou biodegradáveis				X		
Reciclagem e reuso de resíduos				X		
Número de ações judiciais ambientais				X		
Desempenho Social						
Contratação de minorias (negros, pardos, mulheres, deficientes, etc)				X		
Realização de projetos sociais e culturais				X		
Número de ações judiciais movidas por funcionários, consumidores, agências reguladoras				X		

ANEXO IV

Instrumento de Coleta de Dados

USO DE INFORMAÇÕES NÃO-FINANCEIRAS POR ANALISTAS DE INVESTIMENTO NA AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO FUTURO DAS EMPRESAS: ESTUDO DE CASOS EM EMPRESAS DO SETOR SIDERÚRGICO

Esta pesquisa tem por objetivo identificar as variáveis não-financeiras que são utilizadas nos processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica e a relevância relativa destas variáveis. Tomar como base para as respostas as maiores empresas dessa indústria que são foco da pesquisa. São elas: Gerdau; Gerdau Metais; Companhia Siderúrgica Nacional; e Usiminas, que compõem o Índice da Ibovespa.

Além deste tem como objetivos secundários identificar e analisar:

- os processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica;
- a forma com que as variáveis não-financeiras são empregadas nos processos de projeção do resultado de empresas da indústria siderúrgica; e,
- a facilidade de obtenção das informações não-financeiras que são utilizadas para projeção financeira.

O resultado desta pesquisa fará parte do estudo realizado por Adriano Picchi Neves, aluno do programa de Mestrado da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas, sob a orientação Prof. Dr. Luiz Carlos Di Serio.

Agradecemos a sua colaboração e pedimos que todas as solicitações sejam respondidas. O sigilo das respostas será preservado, sendo que somente o pesquisador terá acesso a elas e os resultados serão publicados ocultando-se o nome da organização pesquisada, caso haja necessidade. No caso de

interesse pelos resultados, preencha o campo “e-mail para contato” para receber um resumo com os resultados da pesquisa.

O instrumento de pesquisa está dividido em QUATRO partes.

Na primeira parte, o respondente deve preencher os campos com as informações referentes a si e a sua empresa.

Na segunda parte, o respondente deve classificar a importância de alguns aspectos referentes ao método de projeção dos resultados e no final poderá manifestar de forma aberta e livre sua opinião e comentários a respeito do tema da pesquisa, respondendo a cada uma das perguntas colocadas no questionário.

Na terceira parte, o respondente deve identificar as variáveis que utiliza no processo de projeção dos resultados, a importância e facilidade de obtenção destas variáveis, indicando uma nota para cada assertiva feita.

Na quarta parte, o respondente deve selecionar as variáveis financeiras mais utilizadas e mais importantes para projetar o resultado futuro das empresas do setor siderúrgico e descrever de forma sucinta como correlacionar estas variáveis não-financeiras com as variáveis financeiras.

Obrigado,

Adriano Picchi Neves
neves_adriano@hotmail.com

I – CARACTERIZAÇÃO DO RESPONDENTE E DA EMPRESA

I.I – Dados do respondente:

1. Nome (facultativo): _____

2. Favor apontar qual o cargo que melhor descreve suas responsabilidades:

☐ Administrador de carteira sênior
☐ Diretor de pesquisa

☐ Analista de ativos
☐ Analista internacional de ativos

() Outros, especificar: _____

3. Indique com um X à indústria ou indústrias às quais você dedica a maior parte dos seus esforços de análise:

☐ Exploração e/ou Refino
☐ Minerais Metálicos
☐ Bancos
☐ Siderurgia
☐ Energia Elétrica
☐ Serviços Financeiros Diversos
☐ Telefonia Fixa
☐ Construção Civil
☐ Carnes e Derivados
☐ Produtos Diversos
☐ Papel e Celulose
☐ Telefonia Móvel
☐ Holdings Diversificadas
☐ Transporte Aéreo

☐ Transporte Ferroviário
☐ Cervejas e Refrigerantes
☐ Televisão por Assinatura
☐ Tecidos, Vestuário e Calçados
☐ Material Aeronáutico
☐ Produtos de Uso Pessoal
☐ Exploração de Rodovias
☐ Açúcar e Alcool
☐ Alimentos
☐ Madeira
☐ Petroquímicos
☐ Cigarros e Fumo
☐ Água e Saneamento
☐ Gás

() Outros, especificar: _____

4. Tempo no cargo: _____ anos

5. Tempo no setor: _____ anos

6. Escolaridade:

☐ Ensino fundamental
☐ Ensino médio

☐ Ensino superior
☐ Pós-graduação

7. Curso superior:

☐ Administração

☐ Engenharia

() Outros, especificar: _____

8. Cursos de especialização/pós-graduação:

☐ Administração ☐ Engenharia

() Outros, especificar: _____

9. E-mail para contato: _____

I.I – Dados da empresa

9. Empresa: _____

10. Local: _____

11. Origem da organização (capital predominante):

☐ Nacional ☐ Estrangeira

12. Número total de funcionários (aproximado): _____

13. Faturamento anual (aproximado): _____

14. Assinale o tipo de empresa que mais se aproxima à descrição das atividades da sua empresa:

<input type="checkbox"/> Corretora de valores	<input type="checkbox"/> Distribuidora de valores
<input type="checkbox"/> Banco múltiplo	<input type="checkbox"/> Banco comercial
<input type="checkbox"/> Seguradora	<input type="checkbox"/> Fundo de investimento
<input type="checkbox"/> Empresa de Investimentos	<input type="checkbox"/> Fundação estatal
<input type="checkbox"/> Fundação privada	<input type="checkbox"/> Patrocinadora de plano de previdência
<input type="checkbox"/> Banco de investimento	<input type="checkbox"/> Consultor

() Outras, especificar _____

II – QUESTÕES GERAIS SOBRE OS PROCESSOS DE PROJEÇÃO DE RESULTADOS FUTUROS UTILIZADOS PELOS ANALISTAS FINANCEIROS

15. Sua empresa **utiliza um método específico e formal** para projetar os resultados de empresas da indústria siderúrgica? () sim () não

16. **Qual** (se existe) **o método** de projeção os resultados **usado na sua empresa?**

- ☐ Desenvolvido internamente
☐ Mercado
☐ Consultoria

() Outros, especificar _____

16. **Quais as principais etapas durante o método** de projeção os resultados **usado na sua empresa?**

- ☐ Análise macro e econômica
☐ Conhecer o negócio
☐ Analisar as informações
☐ Formular as previsões
☐ Converter previsões em avaliações
☐ Avaliação da empresa
☐ Elaboração dos cenários

() Outras, especificar _____

17. **Há quanto tempo é utilizado** este método de projeção dos resultados futuros de empresas do setor siderúrgico na sua empresa?

Utilizo a cerca de _____ anos.

18. **Qual a sua avaliação geral** a respeito deste método de projeção dos resultados futuros de empresas do setor siderúrgico na sua empresa?

Pouco Importante			Muito Importante	
1	2	3	4	5

19. Para a projeção dos resultados **são considerados tanto indicadores financeiros, como não-financeiros?**

Concordo Plenamente			Discordo Plenamente	
1	2	3	4	5

IV – CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS NÃO-FINANCEIRAS COM AS VARIÁVEIS FINANCEIRAS

Insira as informações nos quadros a seguir, de acordo com as instruções.

25. Quais as variáveis financeiras mais utilizadas e mais importantes para projetar o resultado futuro das empresas do setor siderúrgico?

26. Como correlacionar estas variáveis não-financeiras com as variáveis financeiras?

Para responder estas questões, preencher a tabela abaixo com as variáveis que não-financeiras identificadas na seção anterior que tiveram uma alta utilização e alta capacidade de prever o valor (classificadas como 04 ou 05). Na sequência fazer elencar a variável financeira que esta correlacionada com esta variável não-financeira e descrever de forma sucinta como é feita esta correlação.

Relevância = Utilização + Capacidade Prever Valor

#	Variáveis Não-financeiras Relevantes	Variáveis Financeiras	Premissas para Correlação
1			
2			
3			
4			
5			
6			
7			
8			
9			
10			