

Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Hermann Ardila Geness de Oliveira

**CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL: uma análise financeira
aplicada a empresas do ramo de construção civil**

Brasília – DF

2013

Hermann Ardila Geness de Oliveira

**CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL: uma análise financeira
aplicada a empresas do ramo de construção civil**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Professor Orientador: Mestre, Elivânio Geraldo de Andrade

Brasília – DF

2013

MODELO DE CRESCIMENTO SUSTENTÁVEL: uma análise aplicada a empresas do ramo de construção civil

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Ciências Contábeis da Universidade de Brasília do aluno

Hermann Ardila Geness de Oliveira

Professor-Orientador

Elivânio de Andrade, Mestre

Universidade de Brasília

Professor-Examinador

Paulo Brito, Doutor

Universidade de Brasília

Brasília, 05 de março de 2013

Oliveira, Hermann Ardila Geness de.

Crescimento sustentável: uma análise financeira aplicada ao empresas do ramo de construção civil / Hermann Ardila Geness de Oliveira – Brasília, 2013.

26 f. : il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais 2013.

Orientador: Prof. Me. Elivânio Geraldo de Andrade, Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais.

A Deus pela vida, por toda a sua enorme graça e amor.

AGRADECIMENTOS

A Késia Rozzett que acreditou, incentivou e me empurrou na conquista de mais essa importante etapa. Por ter suportado todas as minhas chatices e pela incrível paciência em me ensinar. E pelo enorme suporte durante todo esse processo. Sua disposição em servir constrange.

Aos meus pais que sempre fizeram o possível e o impossível para me dar as melhores condições para que eu realizasse meus sonhos.

Ao meu irmão, que sempre me apoiou e torceu por mim. Mesmo que de uma forma nada convencional. Mas quem disse que precisamos ser convencionais, né.

Ao meu amigo Reuel pela ajuda na coleta dos dados e por sua eterna disposição em ajudar.

Ao meu novo amigo Fábio Rodrigues que compartilhou comigo do seu conhecimento nesse processo.

RESUMO

Este estudo teve como objetivo analisar a taxa de crescimento sustentável de empresas brasileiras de capital aberto do ramo de construção civil no período de 2007 a 2011. Para tanto realizou-se uma pesquisa descritiva, documental, quantitativa e longitudinal. Os resultados encontrados sugerem que o modelo de taxa de crescimento sustentável é um indicador útil para auxiliar o gerenciamento dos recursos financeiros. Neste setor os resultados mostraram que a média de crescimento real, na maioria dos casos, se encontrou em um patamar acima do crescimento sustentável, entretanto, é interessante notar que, ao longo dos anos, a linha de crescimento sustentável tem convergido em direção a linha de crescimento real. A pesquisa encontrou limitações na coleta de dados no sítio da BOVESPA, uma vez que o sistema foi atualizado e os dados referentes aos anos anteriores a 2009 encontravam-se em um sistema diferente, com dados incongruentes. Outra limitação, diz respeito ao próprio modelo proposto por Higgins, no qual não se pode considerar períodos com resultados negativos. O presente trabalho contribui para a literatura acadêmica no sentido em que preenche uma lacuna ao aplicar a taxa de crescimento sustentável a organizações no segmento de construção civil.

Palavras-chave: Crescimento Sustentável; Setor de Construção Civil; Sustentabilidade; Contabilidade

1 INTRODUÇÃO

Segundo o Relatório de Brundtland, o desenvolvimento sustentável (1987, p. 14) “satisfaz às necessidades presentes, sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir suas próprias necessidades.” Para Andrade (2001, p. 9), o significado de sustentável está diretamente relacionado à “capacidade de produzir bens sem esgotar a capacidade de continuidade” e ao uso adequado de bens disponíveis. Nesse sentido, a sustentabilidade é considerada uma condição de permanência de um sistema ou processo. Assim, da mesma forma que o ritmo de crescimento econômico e social é limitado pelas capacidades de obtenção de recursos naturais, o ritmo de crescimento de uma organização também deveria ser limitado pela sua capacidade de suportar e financiar e esse crescimento.

Embora o senso comum dizer que quanto maior a taxa de crescimento de uma empresa, melhor sua situação, o crescimento exagerado pode ser prejudicial, uma vez que implica em aumento significativo de custos, perdas financeiras, aumento nas dívidas e possíveis crises de perda de mercado ou de bons funcionários. Nesse sentido, o crescimento sustentável é um conceito prático e aplicável no contexto da administração financeira moderna que prioriza o equilíbrio e a expansão sustentável de uma empresa e pode ser utilizado no planejamento estratégico da firma (FONSEKA; RAMOS; TIAN, 2012). Como o crescimento requer aumento proporcional nos ativos de suporte, sem emissão de ações, qualquer aumento de ativos deve ser financiado com o passivo agregado ou de lucros acumulados. Assim, se as políticas financeiras permanecem inalteradas, a taxa de crescimento do patrimônio líquido irá limitar o crescimento das vendas. Nesse sentido, a taxa de crescimento sustentável (SGR, do inglês *Sustainable Growth Rate*) é particularmente valiosa porque combina elementos operacionais (margem de lucro e eficiência dos ativos) e financeiros (estrutura de capital e taxa de retenção) em uma medida abrangente. Por meio da taxa de crescimento sustentável, gestores e investidores podem avaliar se os planos futuros de crescimento da empresa são realistas com base em suas políticas e em seu desempenho atual. Desta forma, a SGR pode fornecer aos gestores e investidores uma visão sobre a capacidade e limitações do crescimento. (PANDIT; TEJANI, 2011)

O modelo de crescimento sustentável explicita a situação financeira da empresa e sua capacidade de crescimento. Segundo Ashta (2008), o conceito de crescimento sustentável vem sendo amplamente utilizado e aproximadamente 41% dos livros sobre finanças de empresas na França. A taxa de crescimento sustentável (SGR) é uma ferramenta útil que pode auxiliar no entendimento da necessidade de equilíbrio entre o crescimento da firma e sua rentabilidade (FONSEKA; RAMOS; TIAN, 2012; HIGGINS, 2007). Além disso, do ponto de vista acadêmico, existe uma carência de estudos que apliquem a taxa de crescimento sustentável na literatura nacional, o que corrobora com a relevância desse estudo.

Mas por outro lado, Daly (2004) defende que em dimensões físicas, a economia é um subsistema aberto do ecossistema terrestre, o qual é finito, não-crescente e materialmente fechado. À medida que o subsistema econômico cresce, ele incorpora uma proporção cada vez maior do ecossistema total e deve alcançar um limite a 100%, se não antes. Por isso, seu crescimento não é sustentável. O termo crescimento sustentável quando aplicado à economia é um mau oxímoro, devido à limitação natural de qualquer crescimento. Segundo o autor, a insustentabilidade do crescimento é que dá urgência a um termo mais adequado, que seria o desenvolvimento sustentável. Desenvolver significa uma melhora e aumento na complexidade de um sistema, sem que ocorra, necessariamente, um crescimento. Ele fundamenta sua discussão ao

observar que o ecossistema terrestre desenvolveu-se mas não cresceu e, portanto, seu subsistema, a economia deve finalmente parar de crescer, mas poderá continuar a se desenvolver, tornando se diferente, porém não maior.

Assim, o objetivo deste trabalho é analisar a taxa de crescimento sustentável de empresas brasileiras de capital aberto do ramo de construção civil no período de 2007 a 2011.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O conceito de taxa de crescimento sustentável foi originalmente desenvolvido por Robert C. Higgins como sendo a taxa máxima de aumento das vendas sem que haja um esgotamento dos recursos financeiros (HIGGINS, 1977). A taxa de crescimento sustentável também pode ser definida como a taxa máxima na qual uma empresa pode crescer sem alterar suas políticas operacionais e financeiras (FONSEKA; RAMOS; TIAN, 2012). A partir do indicador (g^*) gerado em seu modelo, Higgins demonstrou que as políticas financeiras de muitas empresas podem estar em desacordo com o seu objetivo de crescimento. O indicador de crescimento sustentável tem como base o produto de quatro proporções financeiras, a saber: margem de lucro, retenção de lucro, giro do ativo e alavancagem financeira. Segundo Higgins, essas proporções estabelecem o nível balanceado de crescimento que a empresa deve suportar de forma a não desequilibrar a capacidade de financiamento das vendas (ANDRADE, 2001).

A partir da análise desses fatores, Higgins chegou a uma equação que sintetiza o seu modelo:

$$(g^*) = P \times R \times A \times T$$

Na qual “P” representa a margem líquida, “R” a retenção do lucro líquido, “A” o giro do ativo e “T” a alavancagem financeira.

A Margem Líquida (P), razão entre Lucro Líquido e Receita Líquida, mostra a proporção das vendas que realmente é transformada em lucro, refletindo não somente a estratégia de preço praticada, mas também os esforços no controle de custos e os efeitos da estrutura de capital empregada (ANDRADE, 2001). De acordo com Helfert (2000) a margem líquida indica a capacidade da empresa de não apenas ser bem gerida para recuperar o custo da mercadoria ou serviço, as despesas operacionais (inclusive depreciação) e o custo dos financiamentos obtidos, mas também de gerar uma margem de compensação razoável aos proprietários por terem colocado seu capital em risco. O índice entre o lucro líquido e as vendas expressa essencialmente a eficiência do custo/preço global da operação. Assim, a margem líquida influencia positivamente a taxa de crescimento sustentável.

A Retenção do Lucro Líquido (R), calculada pela equação: $1 - (\text{Dividendos/Lucro Líquido})$, é a fração do lucro líquido retida pela empresa para novos investimentos. Este índice pode variar de 0 a 1. Ao se aproximar da unidade, indica que a empresa está retendo mais lucro, disponibilizando assim mais recursos para investir em crescimento. Segundo Stewart (1991) a decisão de distribuir dividendos representa um atestado de que a empresa não vislumbrou melhores alternativas para alocação desses recursos. É importante salientar que, caso a empresa distribua todo o lucro, o nível de retenção será igual a zero, inexistindo crescimento sustentável (ANDRADE, 2001).

O Giro do Ativo (A), calculado pela razão entre Receita Líquida e Ativo Total, expressa quantas vezes o ativo se renovou pelas vendas realizadas, evidenciando a capacidade de crescimento, sem o aporte de novo capital. Helfert (2000) define giro do ativo como um índice que relaciona vendas líquidas com os ativos brutos ou vendas líquidas com os ativos líquidos, medindo o tamanho do ativo comprometido para sustentar um nível específico de vendas ou, reciprocamente, os valores de vendas

gerados para cada unidade monetária de ativos. Em relação ao índice de crescimento sustentável, maiores taxas de giro de ativo, indicarão maiores oportunidades de crescimento.

Já a Alavancagem Financeira (T), fruto da divisão do Ativo Total pelo Patrimônio Líquido inicial, relaciona o volume financeiro próprio da empresa pelo total do ativo. Ela compara o valor contábil das dívidas da empresa com o valor contábil dos ativos ou patrimônio. A alavancagem, segundo Martins (1979), remonta à ideia efetiva de “alavanca”, com a utilização de recursos de terceiros bem aplicados em investimentos que têm retorno superior ao custo do financiamento e cuja diferença é transformada em aumento do patrimônio líquido. Assaf Neto (1998) define a alavancagem financeira como a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de elevar os resultados líquidos dos proprietários. Na mesma linha, para Helfert (2000) a vantagem da alavancagem financeira está em tomar recursos a uma taxa de juros fixa que permita utilizá-los nas oportunidades de investimento, tendo uma taxa de retorno maior que a dos juros pagos.

De acordo com o modelo de Higgins, se uma taxa real de crescimento das vendas difere da taxa de crescimento sustentável (g^*), será incompatível com uma política financeira estabelecida. Uma taxa de crescimento real abaixo da taxa de crescimento sustentável implica que a empresa tem mais de capital suficiente para atender às necessidades de investimento e pede um aumento nos ativos líquidos, uma redução da alavancagem financeira, ou um aumento dos dividendos (HIGGINS, 1986). Nesse sentido, Huang e Liu (2009) corroboram que crescimento sustentável em finanças implica na harmonização do crescimento real de uma firma com seus recursos. Uma taxa de crescimento maior que (g^*) pode criar muitos problemas para uma empresa, uma vez que pode sobrecarregar suas capacidades financeiras. O limite imposto pelo (g^*) pode indicar onde a empresa deve parar no que diz respeito a crescimento ou o momento no qual ela deve aumentar o próprio (g^*) (FONSEKA; RAMOS; TIAN, 2012; RAISCH; VONKROGH, 2007).

Similarmente, Amouzes, Moeinfar e Mousavi (2011) destacam que é necessário que as empresas tenham cuidado ao gerenciar o crescimento uma vez que se não houver sustentabilidade, o desequilíbrio financeiro e operacional pode levar as empresas à falência. Os autores calcularam a diferença entre as taxas de crescimento real e sustentável com o objetivo de associá-la às taxas de liquidez seca, liquidez corrente, retorno sobre o ativo (ROA) e ao preço/valor patrimonial (*price/book value*). Os resultados encontraram relação significativa entre a diferença das taxas de crescimento real e sustentável com o ROA e com o preço/valor patrimonial, indicando influência positiva destes indicadores no desvio de crescimento.

No que tange aos modelos para cálculo da Taxa de Crescimento Sustentável, os mais amplamente adotados tem sido os de Higgins (1977) e Van Horne (1987). Fonseca, Ramos e Tian (2012) analisaram a existência de diferenças significativas entre os modelos concorrentes de Higgins e Van Horne e investigaram se os modelos estimariam resultados divergentes no que se refere a variações em características financeiras comuns. Os autores confirmam que os modelos de Higgins e Van Horne são similares no que tange às características financeiras mais comuns de uma firma. Contudo, vale destacar que no cálculo da taxa de crescimento sustentável, os resultados seriam maiores para empresas mais lucrativas no modelo de Higgins. Por outro lado, uma empresa com alta alavancagem teria uma taxa de crescimento sustentável maior no modelo de Van Horne que no de Higgins. O estudo sugere que ambos os modelos de seriam igualmente preferíveis tanto para administradores quanto para pesquisadores. No

caso deste trabalho, decidiu-se por utilizar o modelo de Higgins com base em Andrade (2001).

3 MÉTODO

Este estudo teve como objetivo analisar a taxa de crescimento sustentável de empresas brasileiras de capital aberto do ramo de construção civil no período de 2007 a 2011. Para tanto realizou-se uma pesquisa classificada, quanto aos objetivos, como descritiva, quanto aos procedimentos técnicos como documental, de natureza quantitativa e corte longitudinal, de acordo com a taxonomia de Gil (2002). O segmento escolhido foi o de construção civil, do subsetor de construção e engenharia, do setor de construção e transporte da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e o corte foi estipulado em cinco anos.

O quadro 1 apresenta a lista de empresas analisadas. No total, foram identificadas 20 empresas e utilizados os dados de 17 empresas, uma vez que não o modelo de crescimento sustentável (g^*) de Higgins não é aplicável a organizações com resultados negativos e a Construtora Adolpho Lindenberg S.A. e a Sergen Serviços Gerais De Eng S.A. acumularam prejuízos ao longo do período analisado. A empresa Tgl S.A também não foi considerada porque não havia informações disponíveis nos bancos de dados pesquisados.

Quadro 1. Lista de empresas analisadas do segmento de construção civil

Razão Social	Nome de Pregão
BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	BROOKFIELD
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	CONST A LIND
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	CYRELA REALT
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	DIRECIONAL
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
GAFISA S.A.	GAFISA
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	JOAO FORTES
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
SERGEN SERVICOS GERAIS DE ENG S.A.	SERGEN
TECNISA S.A.	TECNISA
TGLT S.A	TGLT
TRISUL S.A.	TRISUL
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	VIVER

Fonte: Adaptado da lista da Bovespa (EMPRESAS..., 2013)

Os dados relativos a demonstrações financeiras, patrimoniais e de resultado dessas empresas foram coletados no sítio da BOVESPA e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no período de janeiro e fevereiro de 2013 (EMPRESAS..., 2013; CONSULTAS..., 2013). Após coleta, os dados foram tratados e foram, então, calculadas as taxas de crescimento real e sustentável para cada organização durante os anos de 2007 a 2011. Foram utilizados gráficos de dispersão para séries temporais a fim de verificar a evolução das empresas ao longo dos anos. Foram ainda utilizadas medidas descritivas de tendência central a fim de auxiliar na interpretação da comparação das taxas de crescimento sustentável e da taxa de crescimento real.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

No intuito de obter uma compreensão geral do comportamento das taxas de crescimento das empresas consultadas para cada ano do período analisado, foram utilizadas medidas descritivas de tendência central e de dispersão relativas às taxas de crescimento real e sustentável, a saber: média, desvio padrão e coeficiente de variação e analisados os valores máximos e mínimos para cada ano. Uma vez que essas medidas são fortemente influenciáveis por valores extremos (*outliers*) (FIELD, 2009), foram analisados para cada ano os escores padronizados (z) relativos às taxas g (crescimento real) e g^* (crescimento sustentável). O corte foi de 98% de intervalo de confiança ($z=|2,326|$). Esses valores identificados como *outliers* foram deletados da amostra apenas para o ano a que se referiam a fim de não prejudicar o N de empresas analisadas. Para tanto, utilizou-se um tratamento *pairwise* para casos omissos ao invés do *listwise* (FIELD, 2009).

Os casos extremos estão elencados na Tabela 1.

Tabela 1: Casos extremos univariados

	Ano	Taxa extrema	Valor da taxa extrema	Valor do escore padronizado em módulo
CR2	2007	g	4882,49%	3,87
Gafisa	2011	g^*	-24,92%	2,57
João Fortes	2009	g^*	35,04%	2,36
Viver	2007	g^*	205,47%	3,19

Fonte: Dados da Pesquisa

A tabela 2 apresenta as medidas de tendência central e de dispersão das empresas analisadas ao longo dos anos.

Tabela 2: Medidas de tendência central e dispersão para cada ano

Medidas de Tendência Central	2011	2010	2009	2008	2007
Média (g^*)	9,67%	15,52%	12,09%	10,43%	11,92%
Média (g)	13,49%	59,44%	48,33%	79,29%	92,57%
Desvio Padrão (g^*)	6,95%	7,09%	6,19%	7,38%	11,83%
Desvio Padrão (g)	15,63%	28,31%	32,06%	68,11%	98,48%
Coeficiente de variação (g^*)	71,84%	45,69%	51,23%	70,74%	99,27%

Coefficiente de variação (g)	115,81%	47,63%	66,33%	85,89%	106,38%
Mínimo (g*)	-10,25%	6,63%	1,02%	-6,84%	-1,40%
Mínimo (g)	-54,93%	12,60%	-26,48%	23,02%	-7,81%
Máximo (g*)	22,62%	36,24%	30,82%	66,98%	51,16%
Máximo (g)	37,14%	163,62%	151,14%	379,90%	403,38%

O gráfico 1 mostra o comportamento da média das taxas de crescimento sustentável e real ao longo do período analisado

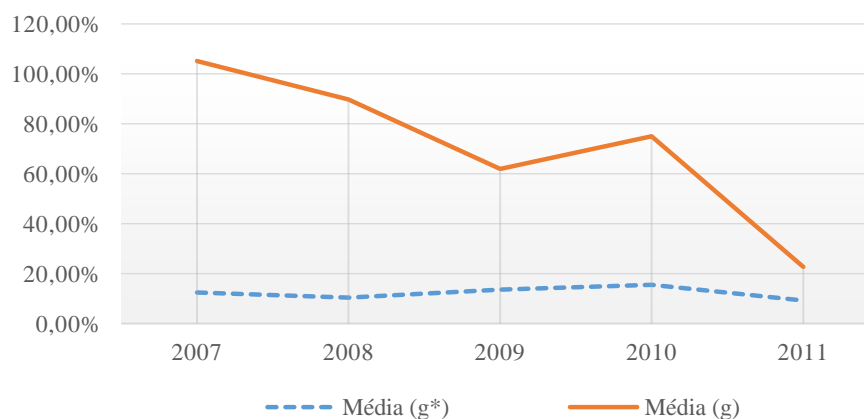


Gráfico 1: Comparação entre as médias das taxas de crescimento real e sustentável por ano
Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados mostram que a média de crescimento real das empresas estudadas, na maioria dos casos, se encontrou em um patamar acima do crescimento sustentável, entretanto, é interessante notar que ao longo dos anos, a linha de crescimento sustentável tem convergido em direção a linha de crescimento real. A média da taxa de crescimento real decresceu em direção à média de crescimento sustentável. Já a média de crescimento sustentável do setor apresentou um comportamento constante.

Estes dados sintetizam bem o que será observado no comportamento da maioria das empresas aqui analisadas. Quando foram raros os momentos em que a taxa de crescimento real se igualou ou foi inferior a taxa de crescimento sustentável.

A fim de facilitar a interpretação e análise dos dados, os resultados percentuais foram divididos por empresa.

Brookfield Incorporações S.A.

A Brookfield Incorporações é uma incorporadora brasileira presente no mercado há mais de três décadas. Ela é resultado da união das empresas Brascan Residential Properties, Company S/A e MB Engenharia.

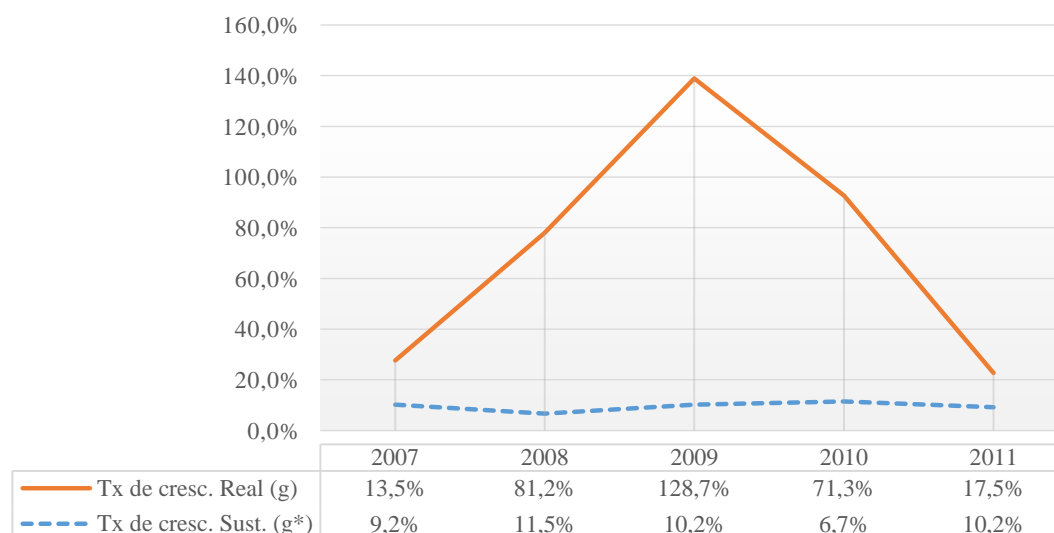


Gráfico 2: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Brookfield Incorporações S.A.
Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que houve uma mudança súbita na taxa de crescimento real no ano de 2009. A aquisição da MB Engenharia pela Brascan e subsequente alteração para uma marca global, Brookfield, pode ser um indicativo da repentina queda no crescimento real.

CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.

A CR2 Empreendimentos Imobiliários é uma das principais incorporadoras imobiliárias que atuam no Grande Rio e Grande São Paulo. Ela foca a atividade de incorporação imobiliária, formando parcerias para cada um de seus projetos, especialmente com construtoras e empreiteiras locais, buscando aproveitar a expertise específica, conjuntamente à da Companhia na execução dos projetos. Esta companhia possui um reduzido quadro de funcionários, resultando em uma estrutura operacional de baixo custo fixo, maior flexibilidade e, conseqüentemente, margens financeiras mais elevadas.

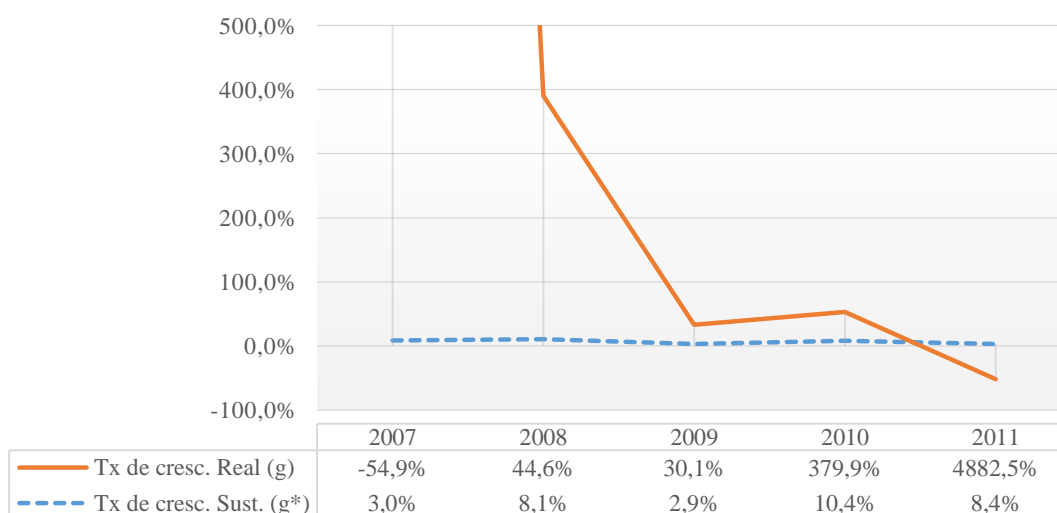


Gráfico 3: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.

Fonte: Dados da pesquisa

Cyrela Brazil Realty S.A.

A Cyrela Brazil Realty S.A é uma das maiores incorporadoras do mercado imobiliário brasileiro. Possui mais de cinquenta anos no mercado e atualmente emprega mais de nove mil funcionários diretos.

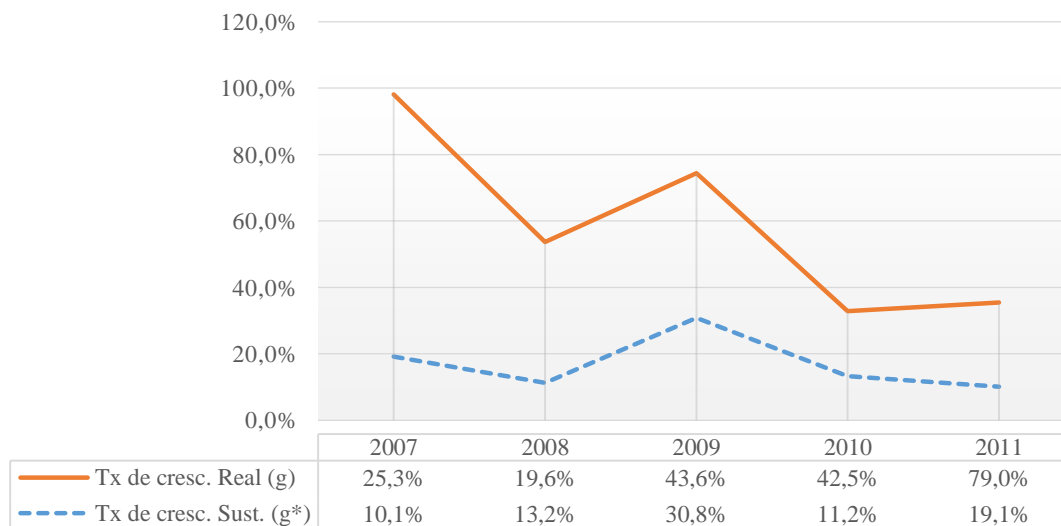


Gráfico 4: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Cyrela Brazil Realty S.A.

Fonte: Dados da pesquisa

Direcional Engenharia S.A.

Fundada em 1981, a Direcional Engenharia possui sede na cidade de Belo Horizonte e atua em vários estados brasileiros. O foco desta empresa são grandes empreendimentos direcionados à população de média e baixa renda. Em 2008 a Tarpon Investimentos faz um aporte de R\$250 milhões e passa a deter 25% do capital votante da empresa e em novembro de 2009 a empresa realizou sua Oferta Pública Inicial (IPO), inaugurando a negociação de suas ações na BMF&Bovespa.

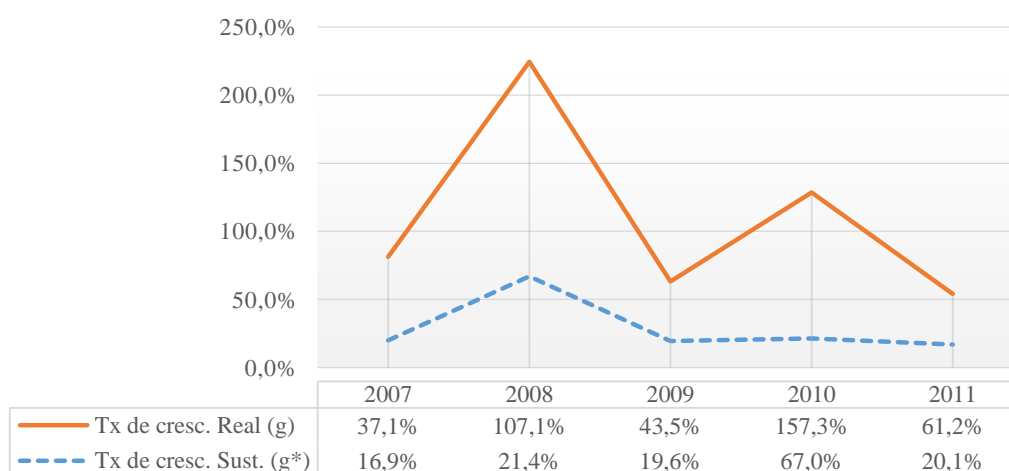


Gráfico 5: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Direcional Engenharia S.A.
Fonte: Dados da pesquisa

Even Construtora e Incorporadora S.A.

A Even é uma Construtora e Incorporadora brasileira. Tem sede na cidade de São Paulo e filiais no Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul. A sua especialidade é construir apartamentos.

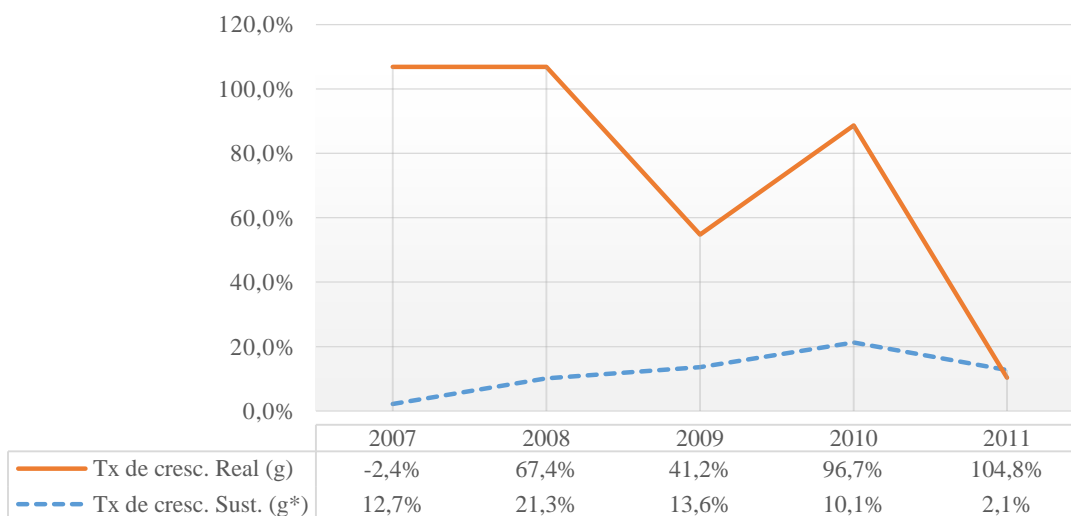


Gráfico 6: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Even Construtora e Incorporadora S.A.

EzTec Empreendimentos e Participações S.A.

A EzTec Empreendimentos e Participações S.A., é uma construtora brasileira com sede em São Paulo. A empresa constrói, incorpora e vende empreendimentos de médio e alto padrão, residenciais e comerciais desde 1979. Foi constituída como sociedade anônima em julho de 2006.

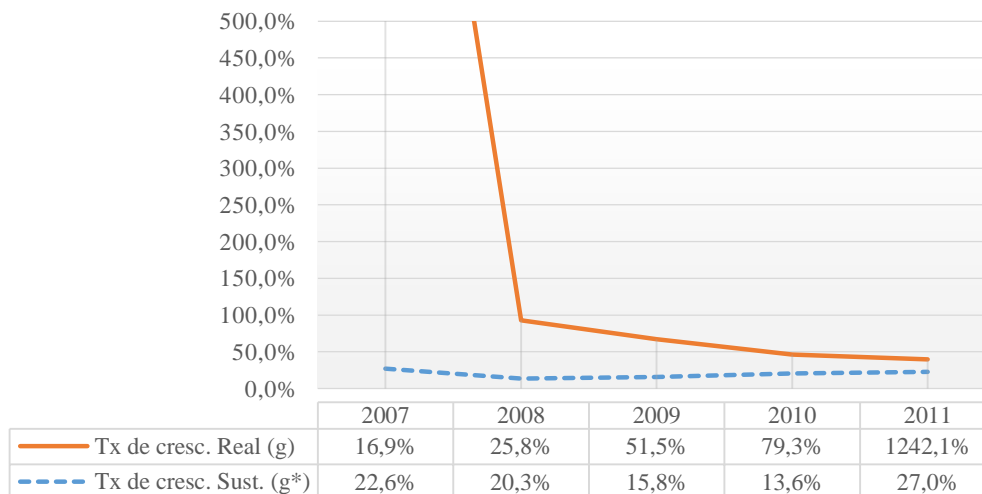


Gráfico 7: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da EzTec Empreend. E Participações S.A.

Gafisa S.A.

A Gafisa S.A. é uma empresa brasileira que atua em diversos segmentos por meio das suas marcas: Gafisa, Tenda e AlphaVille. A Gafisa incorpora e constrói apartamentos de médio e alto padrão e atualmente, está presente em mais de 40 cidades em 18 estados.

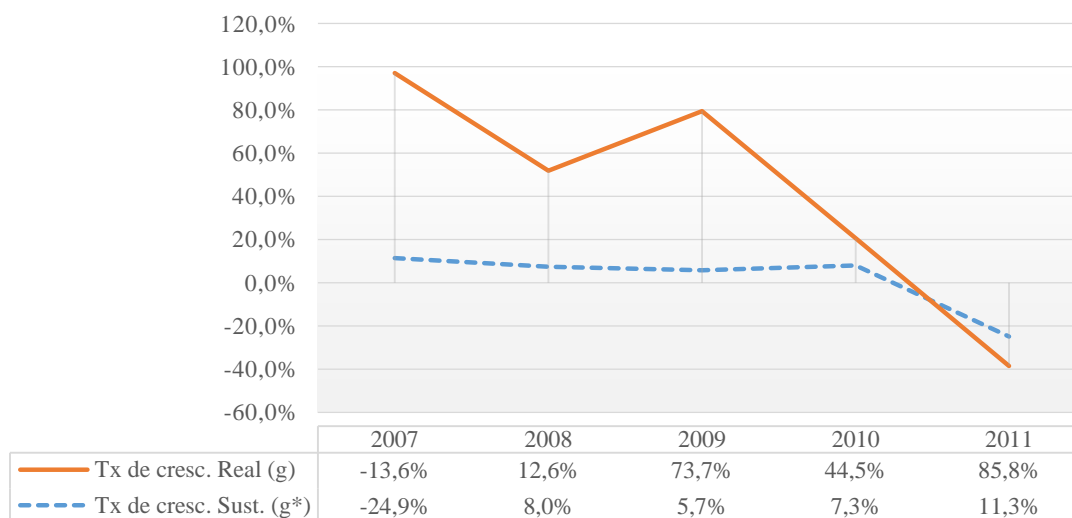


Gráfico 8: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Gafisa S.A.

Fonte: Dados da pesquisa

Helbor Empreendimentos S.A.

A Helbor Empreendimentos S.A. é uma incorporadora imobiliária com atuação em 31 cidades de 10 estados brasileiros, além do Distrito Federal. Fundada em 17 de outubro de 1977, em Mogi das Cruzes (SP).

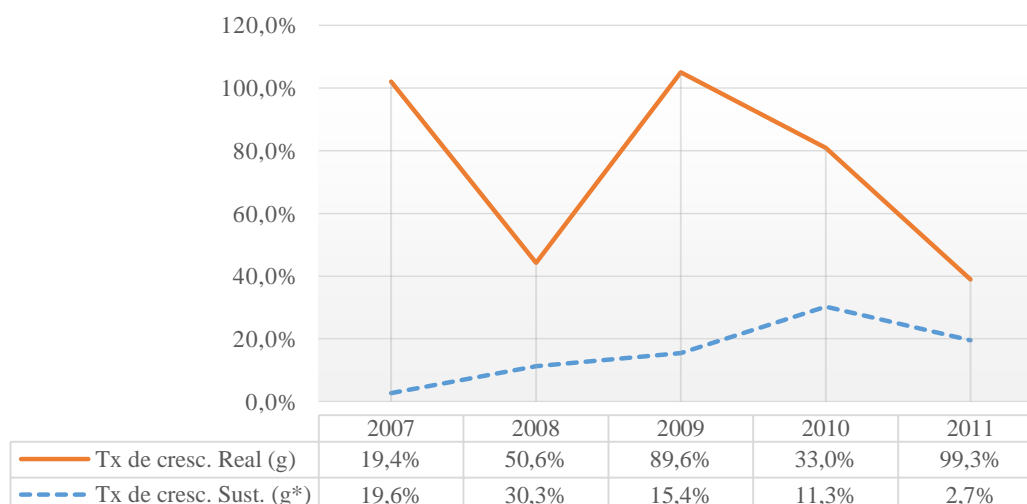


Gráfico 9: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Helbor Empreendimentos S.A.
Fonte: Dados da pesquisa

JHSF Participacoes S.A.

A JHSF Participações S.A. tem como foco a incorporação de empreendimentos comerciais e residenciais, além da administração de shoppings centers e hotéis no segmento de alto padrão. Seus principais mercados estão localizados em São Paulo, Salvador (BA) e Manaus (AM), mas possui empreendimentos também no Rio de Janeiro e no Uruguai. Ela possui capital aberto desde 2007, com ações negociadas no Novo Mercado da Bovespa, e hoje apresenta um valor de mercado em bolsa de aproximadamente R\$ 3,7 bilhões.

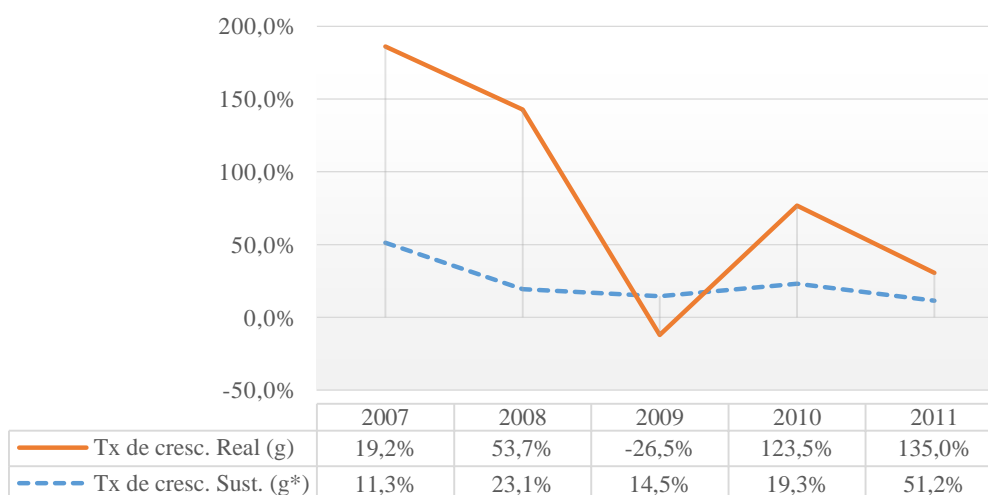


Gráfico 10: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da JHSF Participações S.A.
Fonte: Dados da pesquisa

Joao Fortes Engenharia S.A.

A João Fortes Engenharia possui seis décadas de existência. Com sede no Rio de Janeiro, ela faz incorporações próprias ou em sociedade e constrói para clientes públicos e particulares.

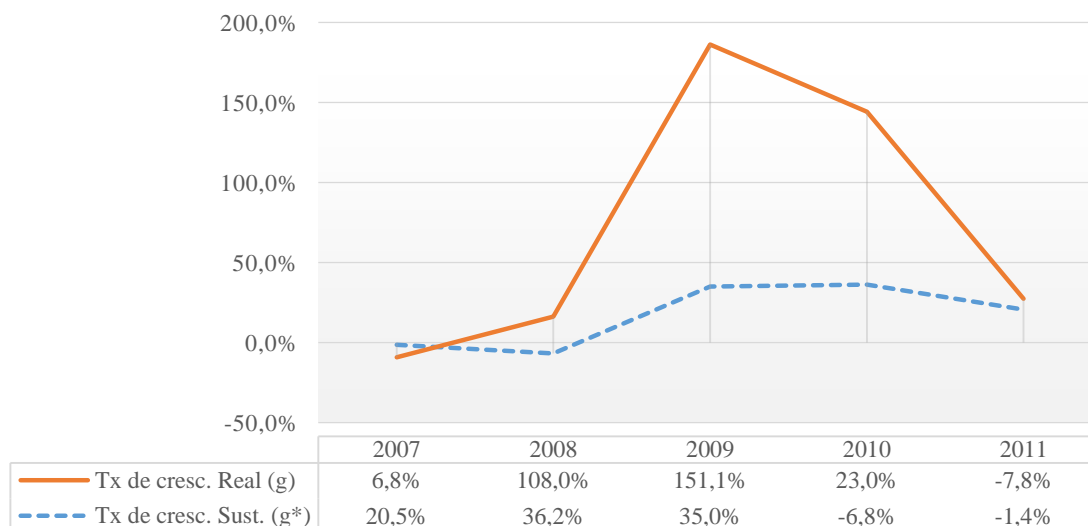


Gráfico 11: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável na João Fortes Engenharia
Fonte: Dados da pesquisa

MRV Engenharia E Participacoes S.A.

A MRV Engenharia é uma construtora brasileira sediada na cidade de Belo Horizonte, Minas Gerais. A empresa atua principalmente no setor de imóveis residenciais voltados para a classe média. Atualmente a empresa está presente em mais de 100 cidades do Brasil espalhadas por 17 estados, além do Distrito Federal.

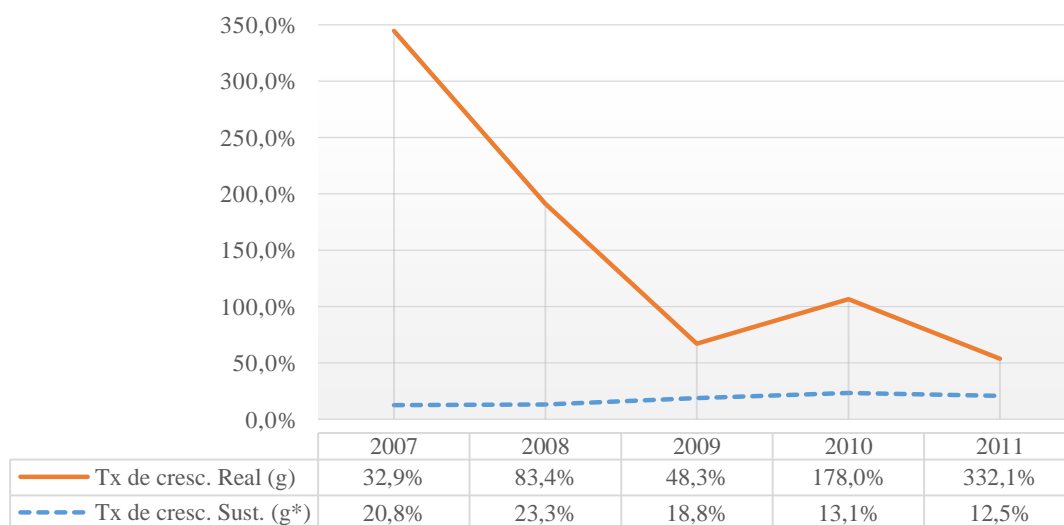


Gráfico 12: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da MRV Engenharia S.A.
Fonte: Dados da pesquisa

PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações

A PDG é uma empresa do setor imobiliário que atua em todos os segmentos, do alto luxo ao econômico, presente em 70 cidades. A empresa participa da incorporação e construção de projetos, assim como na venda de empreendimentos residenciais, comerciais e loteamentos.

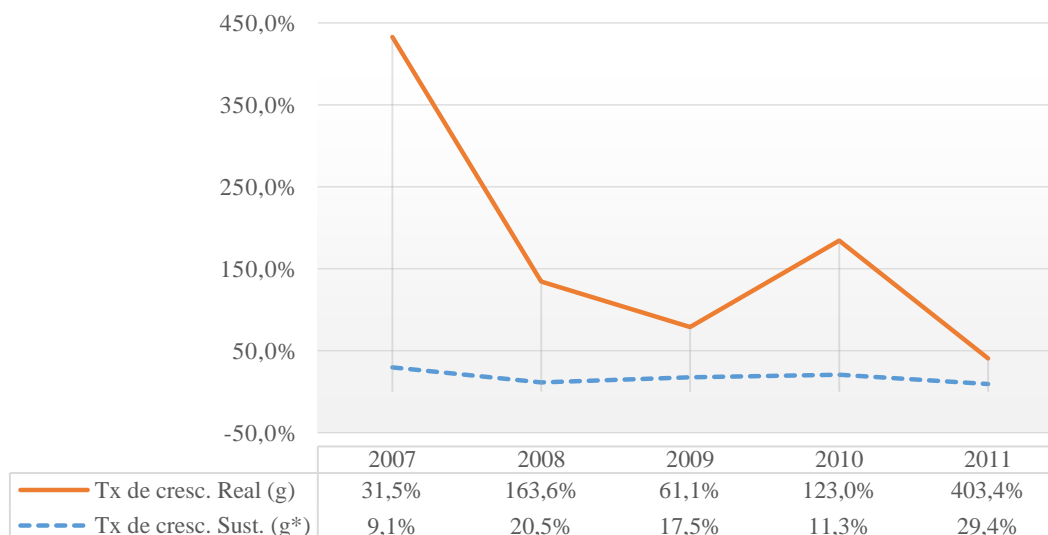


Gráfico 13: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da PDG Realty S.A.
Fonte: Dados da pesquisa

Rodobens Negócios Imobiliários S.A.

Com mais de vinte anos de atuação no mercado imobiliário nacional, a Rodobens Negócios Imobiliários desenvolve empreendimentos dentro dos segmentos Popular, Supereconômico e Econômico.

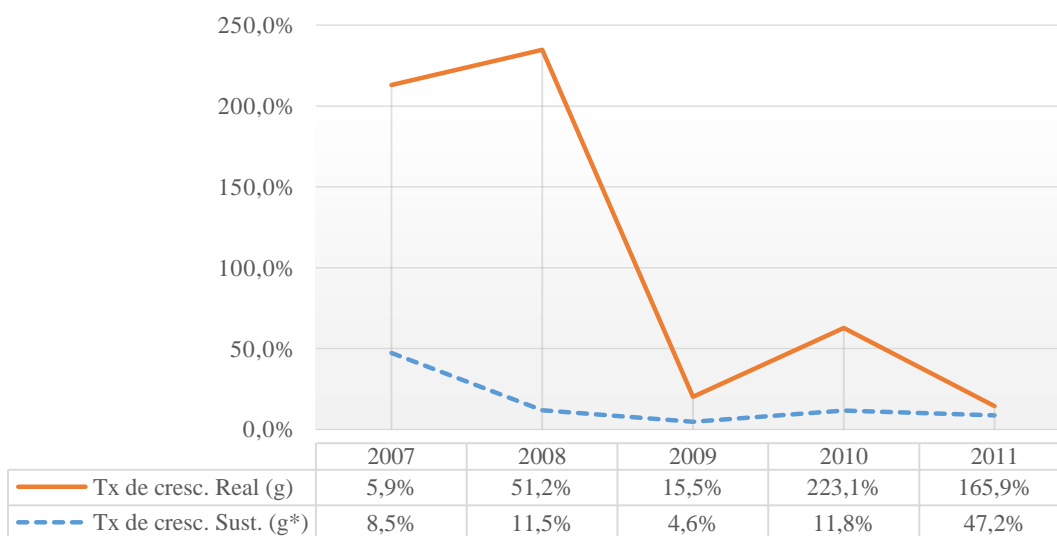


Gráfico 14: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Rodobens Negócios Imobiliários S.A.
Fonte: Dados da pesquisa

Rossi Residencial S.A.

A Rossi Residencial está presente em mais de 56 cidades brasileiras, com sede em São Paulo e escritórios regionais localizados em cidades como Campinas, Porto Alegre, Rio de Janeiro, Belo Horizonte. Ela participa de todas as fases dos empreendimentos, desde a exploração da terra para o projeto até a construção para venda, e a entrega dos bens.

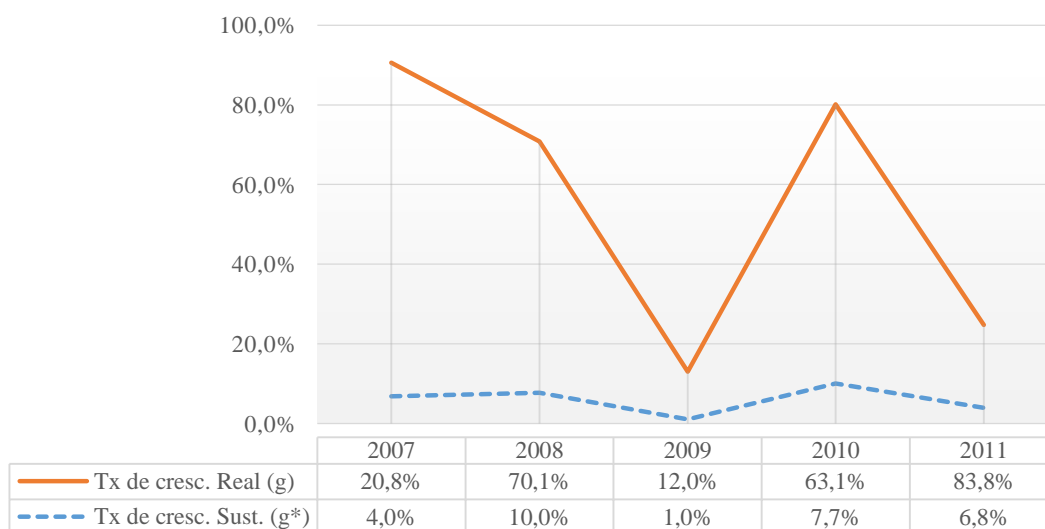


Gráfico 15: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Rossi Residencial S.A.
Fonte: Dados da pesquisa

Tecnisa S.A.

Fundada em São Paulo, setembro de 1977, já lançou mais de 5.000.000 m² em 27 cidades no país. Com trinta e cinco anos de atividade. Ela atua de forma integrada fazendo incorporações, construções e vendas.

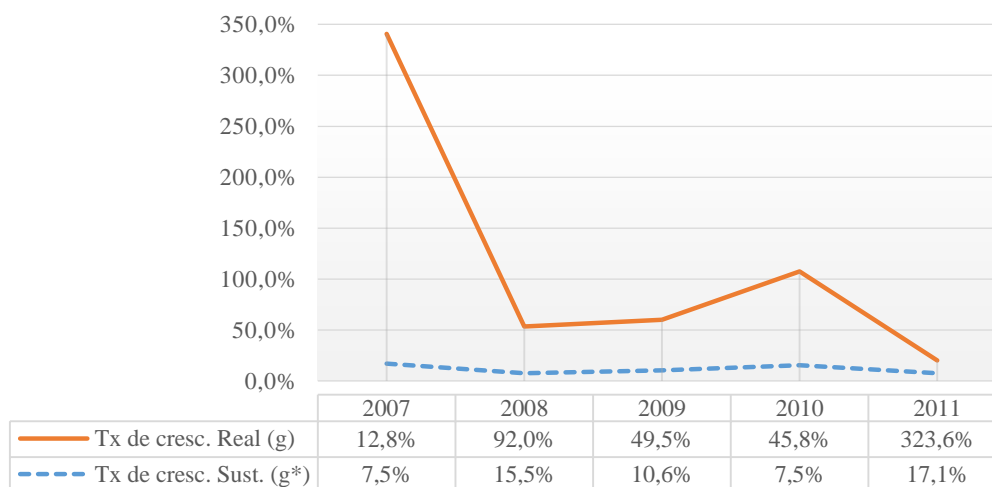


Gráfico 16: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Tecnisa S.A.
Fonte: Dados da pesquisa

Trisul S.A.

A Trisul S.A. é uma das maiores incorporadoras e construtoras da região metropolitana de São Paulo. Ao longo de sua história. Ela surgiu da fusão entre duas importantes empresas do setor imobiliário: a Tricury e a Incosul. A qualidade e o profissionalismo destas duas empresas uniram-se em uma só marca.

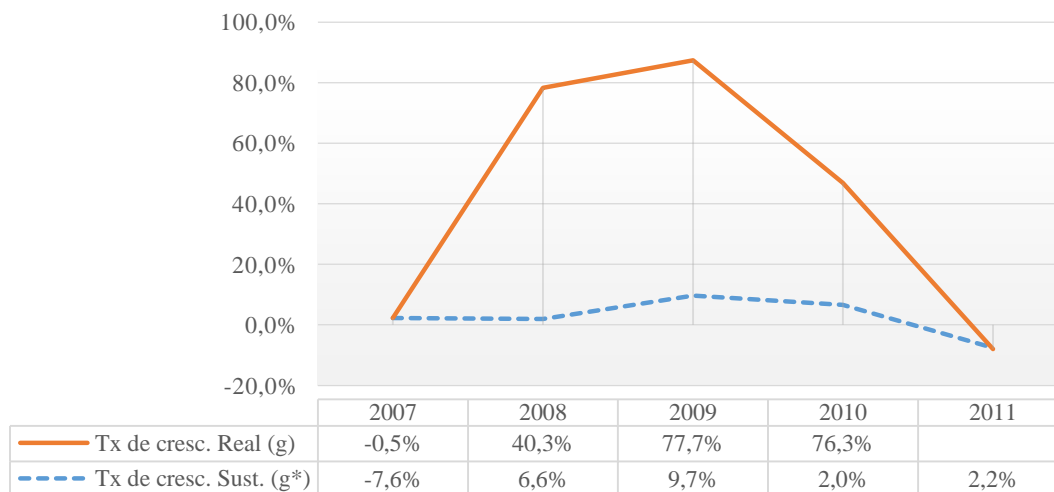


Gráfico 17: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Trisul S.A.

Fonte: Dados da pesquisa

Viver incorporadora e construtora S.A.

Tem sede em São Paulo e filiais em Minas Gerais, Rio Grande do Sul e no Pará, regiões onde atualmente concentra seu foco estratégico. Ela atua em todas as etapas da incorporação imobiliária, da aquisição do terreno à venda das unidades. E desde 2007, negocia ações na Bolsa de Valores e está incluída no Novo Mercado.

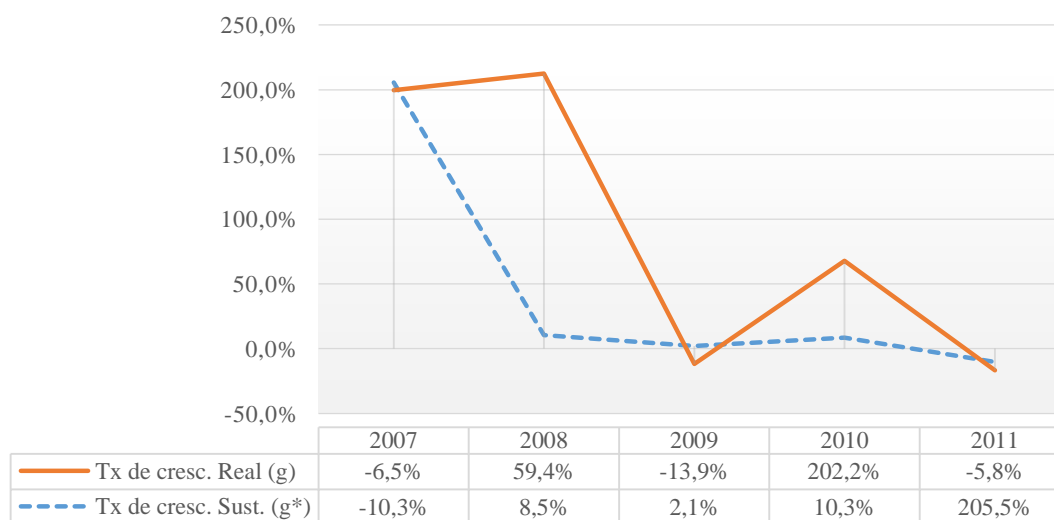


Gráfico 18: Taxa de crescimento real x Taxa de crescimento sustentável da Viver incorporadora e construtora S.A.

Fonte: Dados da pesquisa

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi analisar empresas brasileiras de capital aberto do ramo de construção civil no período de 2007 a 2011 com base no modelo de taxa de crescimento sustentável (g^*) de Higgins.

Os resultados encontrados sugerem que o modelo de taxa de crescimento sustentável se comportou de forma muito semelhante em todas as empresas. Foi observada uma desaceleração do crescimento real em direção ao crescimento sustentável. A maioria das empresas tiveram, no início do período analisado, um crescimento muito acima do que seria sustentável de acordo com o índice, mas tiveram declínio em suas taxas de crescimento real, o que sugere uma convergência entre as taxas analisadas. Outro fato constatado foi uma queda no crescimento real entre os anos de 2008 e 2009, o que pode ser atribuído à crise internacional enfrentada naquele período.

Este indicador pode ser uma importante ferramenta para gestores e tomadores de decisão, entretanto, é importante destacar que isoladamente, não é conclusivo na indicação da real situação da companhia. É necessário sempre utilizá-lo em conjunto com outros indicadores e parâmetros.

A pesquisa encontrou limitações na coleta de dados no sítio da BOVESPA, uma vez que o sistema foi atualizado e os dados referentes aos anos anteriores a 2009 encontravam-se em um sistema diferente, com dados incongruentes, o que dificultou a padronização dos dados ao longo do período escolhido. Outra limitação, diz respeito ao próprio modelo proposto por Higgins, no qual não se pôde considerar períodos com resultados negativos.

Para futuras pesquisas, é interessante considerar a comparação do modelo de Higgins com outros modelos de crescimento sustentável uma vez que o modelo de Higgins exige alguns pressupostos nem sempre atingidos pelas empresas. Também sugere-se que sejam investigadas organizações com resultados negativos.

Esta pesquisa contribui para a literatura acadêmica no sentido em que preenche uma lacuna ao aplicar a taxa de crescimento sustentável a organizações no segmento de construção civil. Também possui contribuições gerenciais pois elucida a situação financeira de empresas específicas, o que pode servir de inspiração para que outras empresas igualmente utilizem a taxa de crescimento sustentável como apoio em seus diagnósticos financeiros e contábeis.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, E. G. Crescimento sustentável: uma aplicação financeira para empresas. **Contabilidade, gestão e governança**, v. 4, n. 2, p. 9-42, 2001.
- AMOUZESH, N.; MOEINFAR, Z.; MOUSAVI, Z. Sustainable growth rate and firm performance: evidence from Iran stock exchange. **International Journal of Business and Social Science**, v. 2, n. 23, p. 249-255, 2011.
- ASHTA, A. **Sustainable Growth Rates: Refining a Measure**. *Strategic Change*, 17, 207-214, 2008.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico – financeiro**. São Paulo: Atlas, 1998.
- BRUNDTLAND, G. H. **Our Common Future**. World Commission on Environment and Development: Brussels, 1987.
- CONSULTAS DE DOCUMENTOS DE COMPANHIAS ABERTAS. **Comissão de Valores Mobiliários**, 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em: 13 jan. 2013.
- DALY, H. E. Crescimento sustentável? Não, obrigado. **Ambiente & Sociedade**, v. 7, n. 2, p. 197-201, jul./dez. 2004.
- EMPRESAS LISTADAS. **Bolsa de Valores de São Paulo**, 2013. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 12 jan. 2013.
- FIELD, A. **Discovering statistics using SPSS: and sex and drugs and rock'n'roll**. 3. ed. Londres: Sage Publications, 2009.
- FONSEKA, M. M.; RAMOS, C. G.; TIAN, G. The most appropriate sustainable growth rate model for managers and researchers. **Journal of Applied Business Research**, v. 28, n. 3, p. 481-500, mai/jun., 2012.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- HELPERT, E. A. **Técnicas de análise financeira: Um guia prático para medir o desempenho dos negócios**. Porto Alegre, Bookman, 2000.
- HIGGINS, R. How much growth can a firm afford, **Financial Management**, v. 6, n.3, p. 7-16, 1977.
- MARTINS, E. **Aspectos do lucro e da alavancagem financeira no Brasil**. São Paulo, USP, 1979.
- PANDIT, N.; TEJANI, R. Sustainable growth rate of textile and apparel segment of the indian retail sector. **Global Journal of Management and Business Research**, v.11, n. 6, p. 38-44, 2011.
- RAISCH, S.; VONKROGH, G. **Navigating a Path to Smart Growth**. *MIT Sloan Management Review*, 48 (3), 65-72, 2007.
- STEWART, C. B. **The quest of value**. New York: Harper, 1991.
- VAN HORNE, J.C. Sustainable growth modeling. **Journal of Corporate Finance**, v. 2 n. 3, p. 19-26, 1987.