

COMO A ESTRUTURA DE CAPITAL AFETA O DESEMPENHO EMPRESARIAL E A CRIAÇÃO DE VALOR DA EMPRESA MARFRIG S/A?

Teucle Mannarelli Filho - EUCAFORTE MADEIRAS

Resumo

Entender o Desempenho Empresarial e a Criação de Valor da Empresa MARFRIG S/A, do setor frigorífico e de carnes, que possui suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, por meio de Análise de Demonstrações Financeiras, no período compreendido de 2008 até 2015. A pesquisa pode ser justificada para melhor entender os resultados das políticas públicas em fornecer empréstimos via BNDES para o setor frigorífico na última década, e tem por objetivo principal verificar se estes empréstimos que foram subsidiados e direcionados para somente alguns setores e poucas empresas da economia, atingiram seus objetivos de criar competitividade empresarial, agregação de valor econômico e ainda tem como objetivo secundário, melhor compreender qual foi o desempenho empresarial em um Relatório Técnico por meio de um estudo de caso não probabilístico e aleatório da empresa MARFRIG S/A. A pesquisa foi realizada com base nos dados coletados na Econômica, foram feitos os ajustes de deflação e posteriormente calculados os principais Índices e Indicadores Financeiros da empresa, com base em seu Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultados e Fluxo de Caixa. Utilizou-se Análise Horizontal, Análise Vertical e o cálculo dos índices: Liquidez, Lucratividade, Rentabilidade, Endividamento; sendo focada para entender como a Estrutura de Capital afeta o Desempenho Empresarial e a Criação de Valor.

COMO A ESTRUTURA DE CAPITAL AFETA O DESEMPENHO EMPRESARIAL E A CRIAÇÃO DE VALOR DA EMPRESA MARFRIG S/A?

RESUMO

Entender o Desempenho Empresarial e a Criação de Valor da Empresa MARFRIG S/A, do setor frigorífico e de carnes, que possui suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, por meio de Análise de Demonstrações Financeiras, no período compreendido de 2008 até 2015. A pesquisa foi realizada com base nos dados coletados na Economatica, foram feitos os ajustes de deflação e posteriormente calculados os principais Índices e Indicadores Financeiros da empresa, com base em seu Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultados e Fluxo de Caixa. Utilizou-se Análise Horizontal, Análise Vertical e o cálculo dos índices: Liquidez, Lucratividade, Rentabilidade, Endividamento; sendo focada para entender como a Estrutura de Capital afeta o Desempenho Empresarial e a Criação de Valor.

ABSTRACT

Understanding the Business Performance and Enterprise Value Creation MARFRIG S / A, the refrigerator industry and meat, which has shares traded on the BM & F Bovespa, through Analysis of Financial Statements for the period 2008 until 2015. The research was based on data collected in Economatica, deflation adjustments were made and then calculated the major Indexes and Financial Indicators of the company, based on its Balance Sheet, Income Statement and Cash Flow. We used analysis Horizontal, Vertical analysis and calculation of indices: Liquidity, Profitability, Profitability, Indebtedness; It is focused to understand how capital structure affects the Business Performance and Value Creation.

PALAVRAS CLAVE

criação de valor, desempenho empresarial, análise das demonstrações financeiras, estrutura de capital.

KEYWORDS

value creation, business performance, analysis of financial statements, capital structure

1. INTRODUÇÃO

O presente estudo deste estudo será verificar de que maneira a Estrutura de Capital afeta o Desempenho Empresarial e Criação de Valor na Empresa Marfrig S/A, de capital aberto, no período de 2008 até 2015; vamos utilizar como fonte primária de dados, suas Demonstrações Contábeis que foram devidamente publicadas e estão disponíveis na Economatica, ainda que realizamos um ajuste deflacionário pela inflação para melhor comparar os dados e calcular os índices.

Vamos elaborar as Análises Horizontais, que segundo Gitman (1987) representam a evolução das principais contas das Demonstrações Financeiras ao longo do tempo, e poderemos verificar o comportamento da evolução dos ativos, da receita, dos custos, do lucro, das despesas financeiras entre outras contas; o que vai nos permitir entender o que ocorreu na empresa no período analisado. Ainda segundo Brigham e Ehrhardt (2007), é importante o cálculo da estrutura das demonstrações financeiras, e fazemos isso com o cálculo de quocientes entre as diferentes contas, verificando assim sua evolução no tempo.

O cálculo dos denominados Índices Financeiros vai nos permitir um melhor entendimento dos principais aspectos gerenciais e operacionais da empresa, e segundo Brigham e Ehrhardt (2007), podemos agrupar estes índices como: Liquidez, Lucratividade,

Rentabilidade, Endividamento e Desempenho Empresarial com criação de valor. Utilizaremos cálculos em planilhas Excel e complementarmente criaremos alguns gráficos para melhor demonstrar e visualizar todos os aspectos da empresa MARFRIG no período de análise de 2008 a 2015.

Finalmente vamos procurar responder à questão básica, se a maneira como MARFRIG estrutura seu capital, afeta o Desempenho Empresarial e Criação de Valor no período analisado, e quais são os fatores que contribuíram para se criar valor e na hipótese de não criação de valor o que aconteceu para a empresa não cumprisse seu objetivo empresarial e complementarmente o pode ser feito para corrigir os eventuais problemas encontrados.

2. REFERENCIAL TEORICO

Estrutura de capital é um assunto que vem sendo intensamente discutido pelos pesquisadores da área financeira, especialmente a partir do trabalho de Modigliani e Miller (1958). A questão principal que envolve o tema é se a forma como a empresa é financiada influencia ou não o seu valor. Podem ser identificadas duas grandes correntes teóricas sobre estrutura de capital: a tradicionalista (teoria convencional), representada principalmente por Durand (1952), e a proposta por Modigliani e Miller (1958).

A teoria tradicional defende que a estrutura de capital influencia o valor da empresa. Segundo essa corrente, o custo do capital de terceiros mantém-se estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual se eleva devido ao aumento do risco de falência. Como o custo de capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, a empresa deveria se endividar até o ponto em que o seu custo de capital total atingisse um patamar mínimo. Esse ponto representaria a estrutura de capital ótima, que levaria à maximização do valor da empresa. Em contraposição à teoria convencional e baseada em um conjunto de pressupostos bastante restritivos, Modigliani e Miller (1958) argumentaram que a forma com que a empresa é financiada é irrelevante para o seu valor. Para os autores, o custo de capital da empresa é o mesmo para qualquer nível de endividamento e, portanto, não haveria uma estrutura de capital ótima. Dessa forma, o valor de uma empresa não é função da forma como ela é financiada, mas sim dos fluxos de caixa por ela gerados e do seu risco. A partir dessa discussão, diversas pesquisas passaram a ser realizadas com o objetivo de identificar os fatores que explicam a forma com que as empresas se financiam, dando origem à teoria moderna de estrutura de capital. Muitos trabalhos avaliaram a questão considerando as imperfeições existentes no mercado, como impostos, custos de falência, custos de agência e assimetria de informações, entretanto, o crescimento das dívidas pressiona os fluxos de caixa da empresa em razão da obrigação com pagamento de juros e amortização do principal, levando a uma maior probabilidade de falência e, conseqüentemente, à elevação do custo de capital de terceiros. Assim, a partir de certo nível de endividamento, o benefício fiscal decorrente da utilização das dívidas é anulado pelo aumento do risco de falência. Entre as pesquisas que consideraram a existência de custos de falência, estão as de Scott (1976), Miller (1977) e De Angelo e Masulis (1980).

De forma simplificada, uma empresa pode financiar suas novas oportunidades de investimento por meio de capital próprio ou capital de terceiros. A opção por financiar o investimento por meio de dívidas sinaliza ao mercado que a administração acredita que as ações da empresa estão subavaliadas. Essa decisão representa um sinal positivo ao mercado, pois a riqueza produzida pelo novo investimento será absorvida apenas pelos atuais acionistas. Segundo essa teoria, para evitar uma sinalização negativa ao mercado e reduzir o seu valor, as empresas mantêm uma reserva de capacidade de endividamento para utilização em futuros

investimentos. A partir das pesquisas sobre assimetria informacional, Myers (1984) propôs a Teoria do *Pecking Order*, que considera a existência de uma hierarquia nas fontes de financiamento, ou seja, assume-se que as empresas priorizam o uso de uma fonte de recursos em relação à outra. Para essa teoria, as empresas em geral preferem financiar seus investimentos por meio de recursos internos (retenção de lucros). Caso esses recursos não sejam suficientes, a segunda opção é o financiamento por meio de dívidas e, por fim, se ainda houver a necessidade de recursos, são emitidas novas ações. Segundo Silva Brito et al (2007) as teorias sobre estrutura de capital foram construídas, ao contrário das economias desenvolvidas, o mercado brasileiro apresenta certas ineficiências que impactam, diretamente, nas decisões de financiamento das empresas. Entre essas imperfeições, destacam-se o mercado de capitais restrito, a elevada concentração do controle acionário das empresas e a forte restrição de fontes de capital de terceiros de longo prazo. Adicionalmente, as elevadas taxas de juros tornam os custos de financiamento bastante significativos, fazendo com que as empresas no Brasil apresentem baixos níveis de endividamento. Outra característica do mercado brasileiro, segundo Silva Brito et alii (2007) é o fato de o custo de capital de terceiros não ser função apenas do risco do tomador, mas também da natureza da fonte de financiamento; em razão disso, determinadas linhas de crédito de longo prazo direcionadas a investimentos específicos têm custo financeiro inferior a linhas de curto prazo, cujo risco de crédito para o credor normalmente é menor. Esses aspectos tornam ainda mais difíceis o estudo das formas de financiamento das empresas no Brasil. Segundo Albanez & Valle (2009) a Teoria do Trade Off, foca em uma dívida alvo, como objetivo para a empresa estruturar seu capital, ou seja, um valor alvo de recursos de terceiros que vai ser atingido, que pode melhor explicar a estrutura de capital em mercados mais maduros e Países desenvolvidos, mas com pouca validação no mercado brasileiro pelas suas características.

Um ponto importante nesta literatura é a determinação do “*Relationship Banking*”, ou seja, de que maneira o relacionamento bancário pode ser complementar aos outros tipos de financiamento, em especial, o financiamento junto a mercados descentralizados de capital. Neste caso, Hoshi et alii (1993) mostra que o financiamento bancário expõe o empreendedor ao monitoramento do intermediário, o que facilitaria a obtenção de recursos junto ao mercado de capitais. Neste caso, as duas formas de financiamento – direto e intermediado; seriam complementares e contemporâneos. Diamond (1991), por outro lado, apresenta um modelo em que os dois tipos de financiamento não são complementares, mas sequenciais. A obtenção de crédito bancário, intensivo na obtenção de informação específica ao consumidor, estabelece uma reputação que permite que, após um determinado número de ciclos de financiamento, o empreendedor possa utilizar os serviços de financiamento junto ao mercado de capitais.

Já no trabalho de Halov (2006), é proposto um modelo de decisões financeiras em um ambiente com informação assimétrica dinâmica (a assimetria muda com o passar do tempo), em que a escolha por títulos depende não só do custo de seleção adversa atual do título, mas, também, do ambiente de informação futuro e das necessidades futuras de financiamento da empresa. O autor identifica um novo custo da dívida que surge nessa colocação dinâmica. Enquanto, em um modelo de um único período, a dívida sempre é preferida a ações porque é menos sensível a informação privada de administradores, com múltiplos projetos de investimento sobrepostos, a dívida emitida hoje torna emissões futuras de títulos mais sensíveis ao grau de informação assimétrica no período de emissão. A análise é realizada em empresas norte-americanas no período 1986-2005, e o resultado principal é que a emissão de dívida é relacionada positivamente com a informação assimétrica do período atual e relacionada negativamente com a informação assimétrica e necessidades futuras de

investimento. Estudos de Agarwal e O'Hara (2007) fazem uma distinção entre assimetria de informação intrínseca e extrínseca e verificam os impactos desta última na estrutura de capital das empresas. Segundo os autores, na literatura de estrutura de capital, a assimetria é vista como intrínseca. A empresa, ou seja, ocorre porque administradores são mais bem informados que investidores externos, o que acaba levando a *pecking order*, na qual empresas com grande assimetria informacional primeiro emitem títulos menos sensíveis a informação e depois se movem para os mais vulneráveis a ela. Assim, em empresas em que os administradores possuem uma grande vantagem informacional, os índices de alavancagem são altos. Já a assimetria de informação extrínseca é aquela entre grupos de investidores externos.

Para Klein, O'Brien e Peters (2002) o potencial da assimetria de informação em contribuir para o entendimento das decisões financeiras das empresas e suas escolhas de estrutura de capital é evidente, ressaltando que, dentre os muitos resultados empíricos que surgiram ao longo dos estudos realizados, alguns se destacam, como o de que o preço da ação da empresa cai, em média, em resposta a um anúncio de emissão de ações, e que um aumento ou diminuição na alavancagem resulta em um aumento ou diminuição do preço acionário, sugerindo que os administradores transmitem informações ao mercado por meio de suas decisões financeiras. No entanto, os autores afirmam que não há um suporte empírico definitivo para explicar as decisões financeiras das empresas, sugerindo que as teorias nem sempre são corroboradas pelos testes empíricos. Assim sendo, é possível esperar resultados contrários e a favor da teoria de *pecking order*. Frank e Goyal (2003) e Leary e Roberts (2008) não encontram forte apoio para a referida teoria; já os trabalhos de Shyam-Sunder e Myers (1999), Fama e French (2002), corroboram suas previsões. De acordo com Frank e Goyal (2007), um problema particularmente importante presente na teoria de *pecking order* e a utilização da emissão de ações como forma de financiamento, afirmando que as empresas emitem muito mais ações, e em momentos errados, do que prevê a teoria. Ainda, Frydenberg (2004) afirma que a percepção do mercado de capitais do que constitui uma estrutura de capital normal pode castigar empresas que tem uma estrutura de capital que diverge daquela e, mesmo que a empresa se beneficie de uma alavancagem mais alta, a percepção de credores e investidores de uma estrutura de capital normal pode forçar a redução da alavancagem.

Segundo Tarantin Jr & Valle (2015) no caso brasileiro, o BNDES é tido como um ofertante de capital responsável pela oferta de capitais de longo prazo na economia do país. Uma característica marcante desses recursos é o fato de terem taxas de juros subsidiadas. Ainda segundo Giambiagi, Leal, Moreira & Faveret Filho, (2009) ao longo de várias décadas, o BNDES foi praticamente a única instância nacional que forneceu recursos de longo prazo para o financiamento da indústria e da infraestrutura. Lazzarini, Musacchio, Bandeira de Melo e Marcon (2012) relatam que, em 2010, os empréstimos do BNDES representaram 21% do total de crédito ao setor privado e grande parte do crédito de longo prazo. Cabe destacar uma questão que relaciona os empréstimos subsidiados ao mercado de capitais, sendo que Lazzarini et al. (2012) argumentam que “sem uma evidência sistemática em nível micro, nós não sabemos o quanto os empréstimos de bancos de desenvolvimento realmente atingem seus objetivos e quais critérios são usados para selecionar os tomadores de empréstimos”. A questão é direta ainda segundo Tarantin Jr & Valle (2015): os empréstimos subsidiados podem criar distorções no mercado de crédito à medida que cobram taxas abaixo das praticadas pelo mercado. Em um contexto como esse, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro pode ficar prejudicado, e segundo Lazzarini et alii (2012) não existem informações para mensurar outros impactos positivos que tais empréstimos e investimentos podem estar gerando distorções no mercado de crédito.

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

A pesquisa apresentada neste artigo consistiu em um estudo de caso de natureza quantitativa e descritiva, utilizando-se simultaneamente de métodos qualitativos e quantitativos para o seu desenvolvimento. Este estudo tem por base um estudo de caso, realizamos um levantamento de dados primários das Demonstrações Financeiras: Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultados e Fluxo de Caixa; da empresa Marfrig S/A, que atua no setor de carnes, abate de bovinos, e outros segmentos empresariais de proteínas animais, possui suas ações comercializadas na BMF&BOVESPA. As Demonstrações foram coletadas da consultoria Economatica e deflacionadas pela inflação no período de 2008 a 2015 e anualizadas.

A seguir utilizando a ferramenta Microsoft® Excel (MS-Excel), realizamos o cálculo dos principais indicadores contábeis, em dois tipos básicos de análise: Horizontal e Vertical; sendo a Horizontal para medir a evolução das contas das Demonstrações Financeiras e também de alguns índices ao longo do tempo pesquisado. Ainda realizamos Análise Vertical, com objetivo de criar indicadores e quocientes entre diferentes contas, e verificar a variação relativa e também a evolução ao longo do tempo.

Deste modo, o presente estudo é caracterizado como um estudo de caso, que vai permitir amplos e detalhados estudos sobre os principais indicadores da empresa, sendo que agrupamos os principais índices calculados por afinidade: Liquidez, Lucratividade, Rentabilidade, Endividamento e finalmente Resultado Econômico, Geração de Valor.

Realizamos uma abordagem quantitativa para identificar a questão básica a que esta pesquisa objetiva, qual seja: Como entender o Desempenho Empresarial e a criação de valor da empresa Marfrig, se existe criação de valor econômico, como se dá, e na outra vertente se existem problemas, quais são eles e onde a empresa esta com problemas ou com decisões equivocadas.

Complementarmente criamos gráficos que nos permitem melhor visualizar a evolução não só das contas dos Demonstrativos, mas principalmente dos principais indicadores que vão ser calculados; deste modo realizando um exaustivo estudo analítico que nos permite ampliar os conhecimentos sobre a empresa e ao mesmo tempo detalhando os resultados que vão sendo obtidos. A interpretação dos resultados vai ser baseada em informações teóricas, pesquisadas na literatura e na revisão bibliográfica realizada; sendo que realizaremos algumas recomendações de gestão e ações gerenciais baseadas nos resultados que foram encontrados.

4. RESULTADOS

4.1 Análise Horizontal

Inicialmente vamos apresentar os dados das Demonstrações Financeiras, das principais contas e indicadores do Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultados.

ATIVO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo Total	14.847.909	17.804.596	33.176.589	32.837.754	33.326.217	21.921.823	23.327.073	21.839.661
Ativo Circ.	7.088.012	10.158.425	13.799.716	12.900.414	13.329.016	9.214.732	9.670.757	10.277.128
Ativo N Circ.	7.759.897	7.646.171	19.376.873	19.937.340	19.997.201	12.707.091	13.656.316	11.562.533
Investime	0	0	14.739	18.188	14.465	67.353	42.681	27.173
Ativo L.P	625.008	964.505	2.993.976	3.833.402	4.247.132	3.196.548	4.243.389	4.209.160

Podemos observar a evolução das principais contas do Ativo e também alguns quocientes que são relevantes para fazermos a análise; o Ativo tem uma evolução crescente desde 2008, até atingir um pico em 2012 e posteriormente começa a declinar. As contas do Ativo Circulante se mantêm relativamente constantes, o que indica que o aumento do Ativo Total se dá pelo aumento dos Ativos Não Circulantes; complementarmente observamos um aumento crescimento significativo dos Investimentos até atingir um pico em 2013, com posterior redução até 2015 e com tendência de queda.

É importante analisarmos as principais relações entre as contas do Ativo a partir de 2010, sendo que não observamos alterações significativas ao longo do tempo, ou seja, Ativo Circulante / Ativo Total, Ativo Não Circulante / Ativo Total e o Ativo Imobilizado / Ativo Total, vão se manter relativamente constantes ao longo do tempo nas suas relações.

PASSIVO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Passivo Total	14.847.909	17.804.596	33.176.589	32.837.754	33.326.217	21.921.823	23.327.073	21.839.661
Passivo Circulante	4.540.233	4.628.502	10.200.607	9.198.066	10.011.519	4.535.678	5.387.999	5.645.423
Passivo Não Circulante	5.851.330	6.649.494	17.091.080	18.926.712	17.707.997	13.550.812	15.544.964	15.313.349
Exigível Longo Prazo	4.997.394	5.722.365	9.696.897	12.629.844	11.442.984	9.738.429	10.944.627	10.584.064
Patrimônio Líquido	4.456.345	6.526.600	5.884.902	4.712.976	5.606.702	3.835.333	2.394.110	880.889

O Passivo Total tem uma evolução crescente até atingir em 2010, um patamar muito elevado, mantendo-se constante em 2011 e 2012, sendo que começa a decair para um novo patamar e com tendência de estabilizar-se. O Passivo Circulante acompanha a evolução do aumento do Passivo Total; entretanto o que nos chama atenção é a evolução do Passivo Não Circulante, que aumenta em 2010, mas permanece em níveis elevados, indicando um aumento do endividamento da empresa.

O Exigível de Longo Prazo vai comprovar este aumento do endividamento em 2010, que permanece a partir daí, elevado e constante; indicando também que o aumento do endividamento se dá por dívidas de longo prazo.

O Patrimônio Líquido mantém-se relativamente constante até 2012 e partir daí começa a diminuir de modo constante e preocupante, até atingir em 2015 valores muito baixos, indicando um sério problema para a empresa, que vem perdendo seu Patrimônio Líquido; que provavelmente está sendo corroído por resultados negativos.

PASSIVO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
P.Circ / P.Total	30,58%	26,00%	30,75%	28,01%	30,04%	20,69%	23,10%	25,85%
P.N Circ / P.Total	39,41%	37,35%	51,52%	57,64%	53,14%	61,81%	66,64%	70,12%
Exig.LP / P.Total	33,66%	32,14%	29,23%	38,46%	34,34%	44,42%	46,92%	48,46%
Patr. Liq / P.T	30,01%	36,66%	17,74%	14,35%	16,82%	17,50%	10,26%	4,03%

A análise dos quocientes, o que nos chama atenção é a redução do Patrimônio Líquido em relação ao Passivo Total atingindo apenas 4,03% em 2015, e aumento relativo do Exigível de Longo Prazo em relação ao Passivo Total, indicando aumento do endividamento de longo prazo. O aumento constante ao longo do tempo do Passivo Não Circulante, também mostra alguma distorção pelo aumento significativo das atividades não circulantes.

A visão geral das contas do Passivo indica como já dissemos um problema significativo de aumento do endividamento de Longo Prazo, e uma redução preocupante do Patrimônio Líquido.

DEM. RES. DRE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receita Líquida	10.061.352	14.950.204	23.309.871	30.165.721	30.899.876	23.059.027	24.352.579	19.726.154
CMV	7.909.262	12.802.462	19.490.904	25.834.000	26.264.633	20.218.915	21.272.677	17.322.319
Lucro Bruto	2.152.091	2.147.741	3.818.967	4.331.720	4.635.243	2.840.111	3.079.902	2.403.835
Desp. Operacionais	0	0	2.533.362	2.908.852	3.122.409	1.774.299	1.826.695	1.069.278
Resultado Financeiro	-1.558.652	300.268	-1.684.171	-3.182.577	-2.710.687	-2.497.430	-2.457.714	-3.222.898
Desp. Financeiras	2.715.412	1.100.134	2.471.468	4.511.088	3.807.476	3.903.196	3.700.930	5.946.605
Lucro EBIT	1.175.138	847.471	1.285.605	1.422.869	1.512.834	1.065.812	1.253.207	1.334.556
LAIR	-383.515	883.865	-398.567	-1.759.709	-1.197.852	-1.431.618	-1.204.507	-1.888.342
Imposto de Renda	-343.513	79.525	-604.224	-730.496	-560.287	-444.313	-372.128	-712.630
Lucro Líquido	-57.574	1.055.807	214.469	-1.028.288	-291.597	-1.123.408	-854.543	-611.903

A evolução das principais contas do Demonstrativo de Resultados está apresentada no Quadro acima, sendo que podemos verificar que a Receita Líquida tem um aumento significativo até 2011 e 2012 e a partir daí começa a declinar, o Custo da Mercadoria Vendida tende a acompanhar esta variação observada nas Receitas.

O que chama atenção é a evolução do Resultado Financeiro que aumenta em 2011, acompanhando as Receitas, indicando que houve um aumento significativo no endividamento; entretanto o resultado financeiro não diminui como as Receitas, o que indica que a empresa manteve seu nível de endividamento mesmo com a redução das Receitas nos anos 2013, 2015 e 2015.

O Lucro Ebit vai manter-se constante ao longo do tempo, mostrando que mesmo com o aumento das vendas, ou seja, um crescimento das atividades operacionais da empresa, o Lucro Operacional, medido pelo Lucro Ebit não aumentou; e a manutenção de margens operacionais e um crescimento de despesas não operacionais, notadamente as financeiras. O Lucro antes do imposto de renda, medido pelo LAIR, e também o lucro líquido apresentam-se negativos, e de maneira constante, ressalvado o ano de 2009 e 2010; anos pré-crescimento das Receitas e antes do aumento do endividamento da empresa; isto acarreta sérios problemas para a empresa, pois ela não consegue reter os lucros que são gerados, e o Imposto de renda negativo mostra apenas benefícios fiscais de aproveitamento tributário, mas que só servem para reverter parte dos resultados negativos finais da empresa.

DEM. RES. DRE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margem Bruta	21,39%	14,37%	16,38%	14,36%	15,00%	12,32%	12,65%	12,19%
Margem Operacional	11,68%	5,67%	5,52%	4,72%	4,90%	4,62%	5,15%	6,77%
Margem Líquida	-0,57%	7,06%	0,92%	-3,41%	-0,94%	-4,87%	-3,51%	-3,10%

A Margem Bruta, desde 2008 vem tendo uma Redução significativa e persistente, indicando problemas com os custos dos produtos vendidos, e que mesmo nos anos de aumento das vendas 2011 e 2012 a Margem Bruta mantém a mesma tendência de queda; ou seja, a empresa enfrenta problemas com seus custos, que de algum modo vem subindo e comprometendo a Margem Bruta.

A Margem Operacional tem uma redução grande de 2008 para 2009, mas a partir daí mantem-se relativamente constante na faixa de 5%, que consideramos muito baixa; com um leve aumento em 2015, pouco significativa.

A Margem Líquida que sai de um patamar positivo em 2009 e 2010 fica persistente negativa até 2015; indicando sérios problemas para a empresa, que não retém os lucros que são gerados, e como podemos constatar não são problemas operacionais, mas na forma como estruturou seu capital e seu nível de endividamento de longo prazo, ou seja, ao que parece as despesas financeiras, estão comprometendo o lucro líquido da empresa, com uma transferência de margens para o setor financeiro. A evolução das Margens mostra a Redução da Margem Bruta, indicando problemas com o Custo das Mercadorias Vendidas, e a Margem Líquida que além de negativa após 2011 também tem tendência a aumentar.

5. ANÁLISE VERTICAL

5.1.1 Liquidez

INDICES LIQUIDEZ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Liquidez Geral	1,56	2,19	1,35	1,40	1,33	2,03	1,79	1,82
Liquidez Seca	1,00	1,61	1,03	1,02	0,98	1,54	1,36	1,54
Liquidez Imediata	-	-	0,56	0,52	0,41	0,49	0,57	0,93

Os Índices de Liquidez da empresa, medidos, como Geral, Seco sem os estoques e Imediato como os recursos disponíveis em caixa; são bastante robustos e mostram uma boa capacidade de pagamento de curto prazo da empresa, pois mesmo o Índice de Liquidez seco, apresenta-se no período acima de 1; indicando boa capacidade de pagamento e podemos ressaltar que em 2015 a Liquidez Imediata atinge quase 1, mostrando que com os recursos financeiros em caixa e aplicados são suficientes para pagamento de todo passivo circulante, demonstrando ótima liquidez.

LIQUIDEZ-PRAZOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prazo Médio Estoque	117	75	61	49	48	40	40	32
Prazo Médio Recebimento	0	0	31	21	27	37	28	19
Ciclo Operacional	117	75	92	70	75	77	67	52

À medida que vamos analisar os Prazos Médios e Ciclo de Operações da empresa, também podemos verificar uma melhora significativa pela redução dos prazos tanto de estoque como de recebimento; o que faz o Ciclo Operacional melhorar significativamente com uma redução de mais 50% de 2008 para 2015, muito significativa, demonstrando uma boa gestão de caixa para garantir seu fluxo de pagamentos no curto prazo e a própria solvência financeira de curto prazo. É importante destacar o aumento significativo dos recursos em caixa e com aplicação financeira que aumentam muito de 2014 para 2015

O Prazo Médio de Estoque tem uma redução mais relevante para a redução do Ciclo Operacional, o que indica que a empresa esta conseguindo maior eficiência em sua logística de distribuição, conseguindo reter menos os estoques ate seu consumidor.

LIQUIDEZ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
COMPRAS		15.068.886	23.927.632	30.346.616	30.938.132	21.786.339	24.447.571	18.945.741
Prazo Médio Pg For		31	51	46	39	32	35	36
Ciclo Financeiro		106	143	115	115	110	102	88
Ativo Circ Financ.	0	0	5.690.559	4.792.572	4.139.095	2.227.571	3.072.537	5.225.211
Ativo Circ Operac.	7.088.012	10.158.425	8.109.157	8.107.842	9.189.921	6.987.161	6.598.220	5.051.917
Passivo Circ. Financ.	1.998.222	2.291.117	4.512.068	3.469.720	4.873.077	1.442.273	1.999.264	2.137.803
Passivo Circ. Operac.	2.542.012	2.337.385	5.688.539	5.728.346	5.138.442	3.093.405	3.388.736	3.507.620
Saldo Tesouraria	-	-2.291.117	1.178.491	1.322.852	-733.982	785.298	1.073.273	3.087.408

O Prazo Médio de Pagamento de Fornecedores tem uma relativa estabilidade ao longo do tempo, e o Ciclo Financeiro tem uma redução em 2015, mas que se da em função da redução do Prazo Médio de Recebimento de Fornecedores.

As contas do Ativo Circulante Financeiro e Operacional são estável ao longo período, com uma redução pontual no ano de 2013 e as variações no Ativo Circulante Operacional estão consistentes com o aumento ocorrido nas Receitas nos de 2010, 2011 e 2012. Os Passivos Circulantes e Operacionais estão também com relativa estabilidade, e consistentes com o nível de atividades e suas variações temporais.

O Saldo de Tesouraria, que representa os Ativos Circulantes Financeiros – Passivos Circulantes Financeiros (ACF – PCF), é negativo em 2008 e 2009, e a partir 2010 até 2015 são positivos, exceto em 2012, e que em 2015 obtém seu maior valor; indicando que em 2010, 2011 a empresa fez importante captação de recursos financeiros que vão impactar seu Saldo de Tesouraria. A Necessidade de Capital de Giro, que mede as necessidades operacionais de caixa da empresa, são altas em 2008 e 2009, posteriormente vão se reduzindo, com exceção em 2012; mostrando uma necessidade de capital de giro nestes anos anteriores a 2010, quando a empresa fez endividamento.

LIQUIDEZ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Necess. Capital Giro	4.546.000	7.821.040	2.420.619	2.379.496	4.051.479	3.893.756	3.209.484	1.544.296
Capital Circ Liq – CCL	2.547.779	5.529.923	3.599.109	3.702.348	3.317.497	4.679.054	4.282.757	4.631.705
Coeficiente Tesoura	- 0,20	- 0,15	0,05	0,04	- 0,02	0,03	0,04	0,16
Equilíbrio Financeiro	0,25	0,37	0,15	0,12	0,11	0,20	0,18	0,23

O Capital Circulante Líquido, que vai medir o saldo entre Ativo Circulante – Passivo Circulante (AC – PC), apresenta-se relativamente estável, com exceção para aos aportes financeiros que são feitos pela empresa, em 2009 e posteriormente em patamares mais altos em 2013, 2014, 2015; com indicação que a empresa esta com mais recursos em caixa, como já pudemos indicar anteriormente.

O Coeficiente Tesoura, que vai correlacionar o Saldo de Tesouraria com as Receitas Líquidas, e deve ser positivo e sempre crescente; não acontece com a empresa, indicando decisões erráticas na gestão financeira, principalmente na forma faz seu endividamento e como estrutura seu capital. Finalmente o Equilíbrio Financeiro apresenta uma estabilidade somente rompida nos anos 2010 a 2012 pelo aumento das Receitas, mas apresenta-se consistente com uma gestão de manter caixa na empresa.

5.1.2 Lucratividade

A análise da Lucratividade é medida como a capacidade da empresa em reter a renda gerada em suas atividades, e neste sentido se faz necessário realizar alguns ajustes para corrigir os efeitos: tributário, financeiro e da depreciação; o cálculo do NOPAT (Net Operacional Profit After Taxes), que representa o lucro líquido após os impostos e o EBITDA ajudado pelos efeitos das receitas financeiras; vai nos dar uma melhor dimensão da Lucratividade da empresa.

LUCRATIVIDADE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Margem Bruta	21,39%	14,37%	16,38%	14,36%	15,00%	12,32%	12,65%	12,19%
Ebit Ajustado=Ebit+Rec Fin	2.331.897	2.247.873	2.072.901	2.751.379	2.609.624	2.471.578	2.496.423	4.058.263
Aliquota IR/Csocial= IR/LAIR	90%	9%	152%	42%	47%	31%	31%	38%
Imp Renda	2.088.673	202.250	3.142.503	1.142.161	1.220.633	767.071	771.260	1.531.523
NOPAT	243.224	2.045.623	1.069.602	1.609.218	1.388.991	1.704.506	1.725.163	2.526.740
MARGEM NOPAT	2,4%	13,7%	-4,6%	5,3%	4,5%	7,4%	7,1%	12,8%

A Margem Bruta, como já tínhamos indentificado nas Análises Horizontais, estão em queda consistentes, indicando um serio problema para a empresa em sua capacidade de reter renda, e problemas com o aumento nos Custos das Mercadorias Vendidas. O Ebit ajustado com as receitas financeiras tem um aumento significativo em 2015.

O NOPAT apresenta-se negativo no ano de 2010 e um aumento no ano de 2015, basicamente pelos efeitos tributários ajustados, já que a empresa não consegue lucratividade em suas atividades e ainda os ajustes tributários não mostram um padrão adequado.

5.1.3 Rentabilidade

Os indicadores utilizados dizem respeito à capacidade da empresa na geração de renda com suas atividades operacionais; sendo que vamos considerar nas análises e o conceito de Investimento ao invés de Ativos Totais, sendo Investimento como a somatória dos financiamentos de Curto e Longo prazo acrescidos do Patrimônio Líquido, para melhor entender os aspectos relevantes da Rentabilidade.

RENTABILIDADE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
INVESTIMENTO	11.451.962	14.540.082	20.093.868	20.812.540	21.922.762	15.016.035	15.338.000	13.602.756
GIRO DO ATIVO	0,88	1,03	1,16	1,45	1,41	1,54	1,59	1,45
ROI = NOPAT/INVE	2,12%	14,07%	-5,32%	7,73%	6,34%	11,35%	11,25%	18,58%
Margem NopadxGiro	2,12%	14,07%	-5,32%	7,73%	6,34%	11,35%	11,25%	18,58%
ROA= NOPAT/AT	1,64%	11,49%	-3,22%	4,90%	4,17%	7,78%	7,40%	11,57%
ROE	-1,29%	16,18%	3,64%	-21,82%	-5,20%	-29,29%	-35,69%	-69,46%

Os Investimentos que foram calculados mostram um aumento nos anos de 2010 a 2012, explicados pelo aumento das Receitas neste período, voltando aos patamares normais de investimento de 2008 e 2009, o aumento do Investimento nos anos de 2010, 2011 e 2012 não se dá por aquisições, incorporações ou novas plantas industriais, mas por endividamento de longo prazo. O Giro de Ativos tem um aumento consistente no período e bastante relevante, ficando em patamares elevados a partir de 2011.

O ROI, medido pela relação do lucro Nopad / Investimento, mostra um comportamento com volatilidade e sem padrão definido de 2008 até 2012 e a partir de 2013 apresenta aumento consistente até atingir em 2015 um valor elevado e como já pudemos observar anteriormente, este fato não parece estar ligado com suas atividades operacionais, mas sim com a elevada quantidade de caixa disponível na empresa.

A ROA apresenta variações ao longo do tempo, mas em 2015 atinge valores aceitáveis e importante resaltar que somente em 2010 a empresa teve ROA negativa. O ROE, como medida relevante do retorno do Capital Próprio e a visualização da rentabilidade do acionista; apresenta-se muito preocupante, pois os valores após 2011 são negativos e crescentes, atingindo patamares catastróficos em 2015, isto deve ser explicado pelos Lucros Líquidos que são negativos e contribuem para a redução do Patrimônio Líquido que vem acontecendo.

Finalmente com a constatação que de o ROE é menor que o ROI, tem a indicação que a empresa está com problemas na sua Estrutura de Capital, confirmado por outros indicadores já discutidos.

5.1.4 Endividamento

Preliminarmente consideramos importante fazer algumas considerações sobre as duas principais teorias financeiras sobre a forma com que as empresas tomam suas decisões financeiras de endividamento, ou seja, utilização de recursos de terceiros nas suas atividades.

A Teoria denominada Trade Off, segundo Albanez & Valle (2009), está associada a mercados mais maduros, em países desenvolvidos; e preconiza que a empresa busca uma meta de endividamento, em função de um chamado nível de endividamento ótimo; ou seja, que a empresa tem um endividamento alvo ou meta. A Teoria de Percking Off, inicialmente proposta por Myers (1984), por outro lado hierarquiza a decisão de endividamento nas empresas, preconizando que prioritariamente as empresas vão buscar recursos próprios, que são gerados internamente, basicamente lucros acumulados, posteriormente buscam recursos de terceiro e finalmente procuram capitalização de recursos próprios dos sócios e novos sócios; deste modo esta teoria não tem endividamento alvo e explicam melhor os mercados menos maduros e em países em desenvolvimento.

ENDIVIDAMENTO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
kd nominal	38,82%	13,73%	17,39%	28,02%	23,34%	34,91%	28,59%	46,74%
Benefício fiscal	2.432.186	98.983	3.746.727	1.872.657	1.780.920	1.211.384	1.143.388	2.244.153
IR	-343.513	103.266	-604.224	-730.496	-560.287	-444.313	-372.128	-712.630
Despesa financeira real	283.226	1.001.151	-1.275.259	2.638.431	2.026.556	2.691.812	2.557.542	3.702.452
Kd real	4,05%	12,49%	-8,98%	16,39%	12,42%	24,08%	19,76%	29,10%
EBITDA Ajust +Depr-amort	2.591.010	2.674.587	2.992.943	3.773.486	3.671.200	3.093.009	3.170.897	4.510.254
Razão de pgto	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Pgto "ideal"	1.524.123	1.573.286	1.760.555	2.219.698	2.159.529	1.819.417	1.865.234	2.653.091
Pgto Amort + juros	259.113	426.714	920.042	1.022.107	1.061.577	621.432	674.474	451.991
prazo médio financiamento em anos	7	7	7	7	7	7	7	7
divida alvo= Valor presente	9.131.456	7.069.158	18.270.821	8.862.824	9.725.497	5.887.751	6.768.134	7.591.235
passivo oneroso = Dívida CP+LP	6.995.616	8.013.482	14.208.965	16.099.564	16.316.061	11.180.702	12.943.891	12.721.866
Financiamento=ebitda/1,7	1.524.123							

O EBITDA ajustado pela depreciação está relativamente constante, indicando que a empresa vem mantendo seus resultados operacionais, e quando calculamos o pagamento ideal de dívidas pela relação padrão utilizada pelo mercado de 1,7, temos que o pagamento ideal de amortizações, despesas financeiras mantem-se relativamente também constante, para um prazo médio estimado de financiamento de 7 anos.

Deste modo considerando a Teoria Trade Off, para uma dívida alvo calculada, temos valores relativamente constantes e somente no ano 2010 tivemos um valor muito elevando, indicando que a empresa poderia ter se endividado ainda mais. Ainda que estes valores da dívida alvo, são calculados pelo valor presente pelo Kd real. Ainda quando comparamos o Passivo Oneroso, composto pelas dívidas de Curto e Longo Prazo da empresa, com a Dívida Alvo, constatamos o Passivo Oneroso real da empresa a partir de 2010 esta sempre acima da Dívida Alvo, indicando problemas na forma como a empresa esta se endividando e estruturando seu capital.

ENDIVIDAMENTO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Participação do endividamento	61,09%	55,11%	70,71%	77,36%	74,43%	74,46%	84,39%	93,52%
Participação do CP	28,56%	28,59%	31,76%	21,55%	29,87%	12,90%	15,45%	16,80%
Spread = roi/kd real	-1,92%	1,58%	3,65%	-8,66%	-6,08%	12,72%	-8,51%	-10,53%
Nível de alavancagem= PO/PL	1,57	1,23	2,41	3,42	2,91	2,92	5,41	14,44

A participação do Endividamento da empresa tem um aumento consistente ao longo do período analisado, sendo que atinge em 2015 valores muito elevados, quando verificamos a participação do Endividamento de Curto Prazo, constatamos que a empresa ao mesmo tempo em que aumenta seu endividamento, faz um alongamento nos prazos de pagamento, aumentando o prazo médio de seu endividamento.

O spread do custo da dívida real em relação ao ROI apresenta-se negativo e crescente, somente nos anos de 2009 e 2010 estão positivos, o que indica que a partir de 2011 o custo real da dívida medido pelo Kd real esta sempre maior que seus retornos sobre investimento, comprometendo o desempenho da empresa e indicando um endividamento inadequado pelo pagamento de taxas financeiras acima dos retornos conseguidos pela empresa em seus investimentos.

O nível de alavancagem tem aumento significativo em 2014 e 2015, mas esta alavancagem se dá por um maior endividamento, que ao invés de melhorar o lucro da

empresa, só faz piorar, pois a empresa faz dívidas com taxas financeiras maiores que seu ROI, deste modo quanto maior sua alavancagem maior serão seus problemas.

5.1.5 Resultado Econômico e Geração de Valor

Para construirmos a análise do Resultado Econômico e geração de valor da empresa, temos que inicialmente calcular o CAPM (Capital Asset Price Model), ou seja, determinar o custo do capital dos acionistas; e constatamos um CAPM relativamente estável e que somente em 2015 tem um aumento e sempre acima da taxa livre de risco Selic e considerando um beta da empresa de 0,45 e um prêmio de risco do mercado de 9%.

GERAÇÃO VALOR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CAPM= custo patr. líquido	17,72%	12,70%	14,72%	14,96%	11,31%	13,95%	15,70%	18,20%
Beta	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Prêmio	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Selic	13,67%	8,65%	10,67%	10,91%	7,26%	9,90%	11,65%	14,15%

Uma vez determinado o Custo do Capital Próprio calculado pelo CAPM, calculamos qual seria a remuneração esperada pelos acionistas; sendo o Resultado Econômico medido pelo Lucro Líquido efetivo menos a remuneração que seria esperada pelos acionistas.

GERAÇÃO VALOR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pg ao acionista=PLxCAPM	789.664	828.878	866.258	705.061	634.118	535.029	375.875	160.322
lucro líquido	-57.574	1.055.807	214.469	1.028.288	291.597	1.123.408	-854.543	611.903
Resultado Econômico	847.239	226.929	651.789	1.733.349	925.715	1.658.437	1.230.418	772.224

A empresa somente em 2009 conseguiu ter Resultado Econômico positivo, ou seja, conseguiu remunerar o capital dos acionistas, nos demais anos, sistematicamente a empresa não consegue remunerar o capital dos acionistas; e não tem Resultado, nem para remunerar os acionistas e muito menos para gerar valor para a empresa com um Desempenho muito ruim e preocupante.

GERAÇÃO VALOR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
WACC CUSTO DA DÍVIDA	9,37%	12,59%	-2,04%	16,06%	12,14%	21,49%	19,13%	28,40%
RROI	-7,24%	1,48%	-3,29%	-8,33%	-5,80%	-10,14%	-7,88%	-9,82%
EVA= VALOR ECON ADICIONADO	-829.666	215.594	-660.600	-1.734.274	-1.271.683	-1.522.334	-1.208.254	-1.336.034
MVA	8.855.801	1.712.958	32.454.671	10.795.495	10.478.102	-7.084.151	-6.317.617	-4.704.843
Valor empresa (AT+MVA)	5.992.108	19.517.553	65.631.260	22.042.259	22.848.116	14.837.672	17.009.456	17.134.818

O calculo da EVA (Valor Econômico Adicionado) que vai correlacionar o Investimento com o RROI (Retorno Residual de Investimento) é importante para verificar qual é o Valor Econômico que a empresa esta adicionado em suas atividades; ainda o MVA (Valor de Mercado Adicionado) que correlaciona o WACC (Custo da Divida) com o EVA,

inferindo se o nível de endividamento e o custo da dívida estão adicionado valor a empresa; e finalmente o Valor da Empresa medido como a soma dos Ativos Totais com o MVA.

A análise do WACC mostra um custo da dívida crescente a partir de 2011 até atingir em 2015 28,40% muito superior seu ROI, e somente em 2010, quando foi feito importante aporte de recursos via endividamento o WACC foi negativo; ainda que o RROI se mostre de maneira constante negativo, indicando problemas na relação do ROI com o WACC, trazendo o custo da dívida para níveis acima da capacidade de geração de retornos sobre seus investimentos, ou seja, um endividamento inadequado.

GERAÇÃO VALOR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EVA= VALOR ECON ADICIONADO	-829.666	215.594	-660.600	-1.734.274	-1.271.683	-1.522.334	-1.208.254	-1.336.034
MVA	8.855.801	1.712.958	32.454.671	10.795.495	10.478.102	-7.084.151	-6.317.617	-4.704.843
Valor empresa (AT+MVA)	5.992.108	19.517.553	65.631.260	22.042.259	22.848.116	14.837.672	17.009.456	17.134.818

A geração de valor econômico adicionado medido pela EVA indica valores negativos, ou seja, a empresa não consegue gerar valor e pelo contrário perde valor ao longo do tempo; ainda que o valor adicionado de mercado medido pelo MVA, apresenta-se positivo de 2008 ate 2012, mas a partir de 2013 também se torna negativo, indicando perda de valor de mercado após 2013. Finalmente que o valor da empresa, tem um aumento significativo em 2010, pelo endividamento feito, mas que após 2011 ocorre uma redução e mantem-se relativamente estável.

6. CONCLUSÕES

Podemos concluir a empresa possui uma boa liquidez e capacidade de pagamento de curto prazo, que foi conseguida por um endividamento feito de maneira inadequada em 2010 e 2011, mantendo apenas o dinheiro em caixa e aplicações financeiras. Este endividamento ainda foi feito com taxas superiores ao ROI da empresa, comprometendo ao longo do tempo o Lucro Líquido da empresa.

A deterioração do Patrimônio Líquido se dá de uma maneira muito rápida e preocupante, além da ROE ser negativo e menor que o ROI, indicando sérios problemas de gestão da empresa no que diz respeito à preservação e criação de valor para seus acionistas.

As Margens também apresentam problemas, em especial a Margem Bruta, indicando um aumento do CMV e perda da eficiência operacional, complementarmente o endividamento inadequado, feito ao que parece apenas para manter dinheiro em caixa, reflete em uma Margem Líquida Negativa e persistente.

A análise do EVA, MVA e VALOR DA EMPRESA, também confirmam os problemas enfrentados pela empresa com seu endividamento inadequado, mostrando que a empresa apresenta um EVA negativo, indicando perda de valor ao longo do tempo, sendo que o Valor da Empresa e o MVA, somente aumentam em 2010, quando foi feito o endividamento, para posteriormente começarem a cair de modo significativo, embora o Valor da Empresa se estabilize a partir de 2013, provavelmente pela manutenção de alta liquidez com dinheiro em aplicações financeiras e em caixa.

Ainda podemos, com base nos resultados, indicar ações gerenciais para correção dos problemas constatados; em duas frentes principais. Primeiro tentar edificar quais são os fatores que afetam as operações empresariais, e que está fazendo o CMV aumentar e buscar

recuperar a Margem Bruta; paralelamente uma segunda linha de atuação vai ao sentido de reestruturar o endividamento da empresa de longo prazo, com renegociação de taxas, ou buscando novas fontes de financiamento com taxas que possam ser menores que o Custo de Capital real da empresa; a empresa dispõe de caixa e aplicações financeiras que podem reforçar esta estratégia de renegociação pela sua boa liquidez imediata e de curto prazo. Estas ações gerenciais em um curto espaço de tempo, de até um ano podem surtir efeitos positivos nos problemas acima edificados e reverter à situação preocupante em que a empresa se encontra. Finalmente ainda que a empresa com a alta disponibilidade de recursos financeiros pode prospectar novas aquisições ao longo de sua cadeia de produção ou até mesmo diversificar seus investimentos.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBANEZ, T.; VALLE e, M.R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas, *Revista Contabilidade e Finanças da USP*, São Paulov. 20, n.51, p 6-27, Set/Dez 2009

AGARWAL, P.; O'HARA, M. Information risk and capital structure. *SSRN Working Paper*, mar. 2007. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 30 mar. 2007.

BRIGHAM, E. e EHRHARDT, M. *Administração Financeira*. São Paulo:Thomson, 2007.

De ANGELO, H.; MASULIS, R.W.. *Optimal capital structure under corporate and personal taxation. Journal of Financial Economics*, v.8, n.1,Mar.1980.

DIAMOND, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99(4):689–721.

DURAND, D.. *Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: Conference on Research on Business Finance*.New York: *National Bureau of Economic Research*, 1952.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt.*Review of Financial Studies*, v. 15, n. 1, p. 1-33, pring 2002.

FRYDENBERG, S. Theory of capital structure: a review.*SSRN Working Paper*, 2004. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 67, n. 2, p. 217-248,feb. 2003.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Trade-off and pecking order theories of debt. *Working Paper*. Forthcoming in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, v. 2.(Handbooks in Finance Series,Elsevier/North Holland,2008) 2007.

GIAMBIAGI, F., LEAL, G. B. B., MOREIRA, M. M., & FAVARET F., P. S. C. (2009). O financiamento de longo prazo e o futuro do BNDES. In: Giambiagi, F., Barros, O. (Orgs.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década* (pp. 267-287). Rio de Janeiro: Elsevier

GITMAN, L. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Harbra, 1987.

HALOV, N. Dynamics of asymmetric information and capital structure. *SSRN Working Paper*, nov. 2006. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 15 abr. 2007.

HOSHI, T., KASHYAP, A., & SCHARFSTEIN, D. (1993). The choice between public and private debt: An analysis of post-deregulation corporate financing in Japan. NBER Working Papers 4421, National Bureau Of Economic Research, Inc.

KLEIN, L. S.; O'BRIEN, T. J.; PETERS, S. R. Debt vs. equity and asymmetric information: a review. *The Financial Review*, v. 37, n. 3, p. 317-349, aug. 2002.

LAZZARINI, S. G., MUSACCHIO, A., BANDEIRA DE MELO, R., & MARCON, R. (2012). *What do development banks do? Evidence from Brazil, 2002-2009*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1969843>

LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *SSRN Working Paper*, 2008. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>.

MYERS, S.C.. *The capital structure puzzle*. *Journal of Finance*, Chicago: American Finance Association, v.39, n.3, Jul.1984.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun.1958.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 51, n. 2, p.219-244, feb. 1999.

SILVA BRITO et all , Fatores determinantes de estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil, *Revista Contabilidade e Finanças da USP*, São Paulo n.43, pg 9-19, Jan/Abr 2007.

SCOTT, J.. A Theory of optimal capital structure. *The Bell Journal of Economics*, v.7, 1976.

TARANTIN Jr, W.; VALLE, M.R. Estrutura de Capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas se baseiam, *Revista Contabilidade Finanças da USP*, São Paulo, v. 26, n. 69, p. 331-344, set./out./nov./dez. 2015