

## AS DESVANTAGENS DA UTILIZAÇÃO DE CAPITAL DE TERCEIROS ATRAVÉS DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES: CASO ODEBRECHT

**Prof. Doutorando. Eduardo César de Oliveira**

Universidade Mackenzie

**Prof. Dr. Rafael Ricardo Jacomossi**

Faculdade de Tecnologia Termomecânica

**Prof. Dr. Alex Paubel Junger**

Faculdade de Tecnologia Termomecânica

### Resumo

Existem muitos estudos sobre a composição ótima de capital, sendo que a interação entre capital próprio e capital de terceiros de cada empresa irá se modificar conforme o próprio perfil da empresa. Em busca de recursos muitas empresas aderem às subscrições de ações para captação de recursos ao invés de utilizar o capital de terceiros como empréstimos e financiamentos longo prazo e uma terceira via surge: a utilização de debêntures como maneira de financiar as operações das empresas. Este estudo apresenta os conceitos de composição de capital e as desvantagens da utilização da emissão de debêntures como capital de terceiros.

**Palavras-chave:** Capital de terceiros; Debêntures; Gestão

## **Abstract**

There are many studies on the optimal composition of capital, and the interaction between capital and third-party capital of each company will change according to the company's own profile. In search of resources, many companies adhere to subscriptions of shares to raise funds rather than using third-party capital as long-term loans and financing and a third way arises: the use of debentures as a way of financing the operations of companies. This study presents the concepts of capital composition and the disadvantages of using the issuance of debentures as third-party capital.

**Keywords:** Third-party capital; Debentures; Management

## **Introdução**

Muito se discute a questão apresentada por Durand (1952) sobre a estrutura de capital ótima composta por capital de terceiros e por capital próprio, onde utilizando o custo médio ponderado de capital é possível maximizar a alavancagem financeira, porém Gitman (1997) defende a questão sobre a impossibilidade de determinar esta estrutura ótima de capital onde às empresas procuram operar na faixa que as coloca próxima do que elas mesmas acreditam ser ótima. Um estudo de Modigliani e Miller (1958) já apontava que a maneira como as empresas financiavam os seus investimentos era irrelevante. Para Famá (2001) a discussão sobre a maneira pela qual a empresa é financiada poderá ou não influenciar positivamente ou negativamente o valor da empresa ainda permeia questões relacionadas ao problema da estrutura de capital. Após todos estes estudos fica visível que muito ainda se tem a debater sobre a questão de como compor o capital de uma maneira que traga benefícios para a empresa. Famá (2000) ainda propõe que estas discussões persistem devido ao fato de após a fase de risco associado ao capital e a fase de estrutura de capital, a fase de incerteza passou a ser considerada onde o dilema do conflito de agencia e a política de dividendos gerando a fase comportamental, revelando uma nova era nas finanças que propõe novas problemáticas e conseqüentemente mais pesquisas sobre o assunto. Como é apresentado nos estudos de diversos, como não existe uma receita para compor o capital as empresas utilizam suas próprias estratégias baseadas no custo do capital

próprio ou de terceiros, sendo o segundo utilizado por empresas de grande porte devido à facilidade ao crédito, como por exemplo, o BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento). Cunha (2011) informa em seu estudo que já no caso das pequenas empresas o acesso ao crédito é mais difícil nos 2 primeiros anos e após este período 25% das empresas encontram mais facilidade de acesso aos recursos de terceiros. Com acesso ao crédito as empresas buscam seus recursos para financiar os investimentos, mas utilizar esta alavancagem demasiadamente poderá trazer prejuízos para a saúde financeira da empresa.

Um estudo de Zani e Ness Jr (2001) aponta que empresas que demonstraram o lançamento de Juros sobre Capital Próprio quanto as que não distribuíram continuaram a aumentar o endividamento como forma de financiar os investimentos. O mesmo estudo aponta que de 1995 para 1997, um grupo de empresas estudadas apontou um aumento na alavancagem financeira de 1,45 para 1,56 vezes o patrimônio líquido. Isto demonstra que as empresas preferem se endividar para financiar seus projetos, mas esta estratégia deve ser estudada com cautela.

Devido a este fato algumas empresas utilizam capital de terceiros para compor seus projetos de investimentos e com isso buscam melhorar suas receitas e conseqüentemente seu fluxo de caixa. Um bom exemplo da utilização deste capital de terceiros é o financiamento à longo prazo.

Um estudo realizado por Famá (1999), propõe que dentre 500 empresas latinas, 26% auferiram maiores lucros líquido nominais em dólares americanos contra 74% que auferiram prejuízos e apenas 56% demonstraram rentabilidade no conceito do patrimônio (lucro líquido / patrimônio líquido) de uma amostra de 50 empresas localizadas no Brasil e questiona se esta situação defronta da estrutura de capital destas empresas.

Em 20 de maio de 2013, a revista EXAME em conjunto com o Estadão divulgaram um artigo que embora a receita bruta da companhia Odebrecht Serviços e Participações S/A cresceu 22% no ano de 2012, a dívida da companhia passava a ser 3,5 vezes o patrimônio de R\$ 17 bilhões de reais. Este artigo chamou a atenção para a questão das desvantagens de utilizar o capital de terceiros e proporcionou o levantamento de alguns

dados para estudo. Somente no ano de 2013, vencem compromissos de R\$ 9,2 bilhões de reais sendo os demais a longo prazo.

A premissa desta pesquisa é descrever como se comporta a composição do capital de terceiros na elaboração da estrutura de capital ótima. A atual redução da taxa de juros referencial (SELIC) apresentada pelo COPOM nos últimos anos tem demonstrado que realizar o cálculo do custo de utilizar o capital de terceiros pode apresentar cenários vantajosos para a empresa que deseja compor seu capital. Utilizar o capital de terceiros como maneira de alavancar os investimentos da empresa pode trazer alguns benefícios tributários para a empresa, porém, nota-se um abuso da utilização destes recursos e a falta de planejamento para a utilização destes recursos nos projetos de investimentos destinados. Segundo Famá e Grava (2000), existe o reconhecimento como uma vantagem à utilização do capital de terceiros através da dedutibilidade do imposto de renda, porém Brigham (1999) já demonstra preocupação com a utilização destes recursos providos de empréstimos a longo prazo e de debêntures. Devido estas premissas o estudo e o aprofundamento deste tema se tornam justificados.

Pesquisa realizada pela Bain & Company (2008) aponta que menos de 15% das empresas familiares conseguem sobreviver como controladores após a 3ª geração e mesmos as que conseguem apenas menos de 5% obtêm retornos atrativos para seus acionistas. A injeção de capital externo seja ele de terceiros ou próprio através da abertura de capital na Bovespa tem mostrado uma boa saída para as empresas que querem alavancar suas operações investindo em ativos em busca de aumento de receita e conseqüentemente de lucros. Baseado neste aumento da busca do capital externo surge o seguinte questionamento: “Quais são as vantagens para as empresas na utilização do capital de terceiros?”.

O objetivo deste artigo é apontar as principais desvantagens de utilizar o capital de terceiros como maneira de alavancar as operações da empresa e criar projetos de investimentos com este capital, demonstrando que o mesmo não agrega valor à empresa à longo prazo.

## **Metodologia**

A metodologia utilizada nesta pesquisa contempla a exploração dos dados contidos em livros, revistas, artigos publicados e internet.

Será utilizado o relatório de demonstrações financeiras da Odebrecht Serviços e Participações S.A e suas controladas de 31 de dezembro de 2012 para levantar as informações financeiras referentes ao balanço patrimonial e demonstrações de resultado da empresa no período de 2011 e 2012.

Cálculos utilizando índices de endividamento de longo prazo serão apresentados para definir um critério de análise da empresa durante o período apresentado acima. Faz-se necessário também a análise das notas explicativas apresentadas no relatório de demonstrações financeiras da Odebrecht para melhor entendimento dos dados apresentados pela empresa.

## **Fundamentação teorica**

### Capital de terceiros

Segundo Neto (2011), a estrutura de capital de uma empresa é composta das principais fontes de financiamentos monetários formando então capital de terceiros e capital próprio, sendo que muitas decisões dos acionistas estão associadas ao chamado “estrutura de capital ótima”. Esta decisão está correlacionada exatamente em como mesclar, ou criar um “mix” da proporção das fontes de capital da empresa.

Toda empresa que irá iniciar suas atividades precisa primeiramente constituir seu capital, ou seja, reunir os recursos financeiros para o início de suas atividades conforme ressalta Ludícibus (2010), os investimentos feitos inicialmente pelos proprietários das empresas são denominados pela área Contábil como Capital e este será o patrimônio inicial desta empresa. Este capital não poderá ser alterado em circunstâncias normais e sim apenas quando existir a necessidade de se realizar investimentos adicionais para que exista o aumento do capital ou a redução do mesmo através dos desinvestimentos.

Este capital proposto por Cruz (2010) é subdivido em capital próprio, que é o capital obtido através da união dos recursos dos próprios sócios ou até mesmo gerado pelo lucro da empresa, e o capital de terceiros, este é composto de fontes externas, ou seja,

qualquer valor pertencente às pessoas ou instituições indiretamente envolvidas na constituição do capital, muitas vezes aguarda o retorno deste investimento.

Utilizar o capital de terceiros para que as empresas consigam melhorar seus resultados como cita Braga (2009), cria um efeito de força para os investimentos das empresas utilizando o capital de terceiros para gerar valor através da alavancagem pela estrutura de capitais.

Helfert (2000) diz: “Muito esforço teórico e prático continua sendo gasto em determinar um mix ótimo das diferentes fontes de capital à longo prazo na estrutura capital de uma empresa”. Neste caso, não é possível afirmar qual é a estrutura de capital ótima, pois a mesma irá depender de diversos fatores e isto cabe à uma decisão financeira com base em transações econômicas e também do julgamento pessoal de diretores e gerentes com base em referências e riscos apresentados. A utilização de capitais de terceiros como alavancagem em uma estrutura de capital tende a baixar o custo do capital devido ao baixo custo exigível, porém isto não é uma regra e o aumento nos montantes do exigível poderá expor a empresa ao risco de variabilidade dos lucros e principalmente do fluxo de caixa assim como a inadimplência do principal. A relação-chave é entre risco e recompensa (HELFFERT. 2000, pg.272). É possível criar uma correlação da empresa com a pessoa física, onde a empresa pode também utilizar o capital de terceiros para alavancar seus investimentos, fazendo com que possa ser possível maximizar estes investimentos com a utilização de capital de terceiros. Quando uma empresa utilizar o capital de terceiros com a venda de ações na Bolsa de Valores, ela provavelmente irá utilizar estes recursos para investir em tecnologia ou em outros bens em prol da evolução de seu faturamento e conseqüentemente na maximização do lucro bruto, para a pessoa física pode-se verificar a mesma linha de raciocínio, utilizar os recursos em prol de maximizar sua renda e conseqüentemente, sua reserva de capital, ou para a utilização de consumo ou até mesmo para o reinvestimento no mercado de capitais.

### Debêntures

Para Santos (2009) as debêntures são títulos emitidos pelas empresas de capita aberto ou fechado, mas que seja Sociedade de Ações (S/A) para terceiros ao qual assegura aos mesmos direitos de créditos nas condições fechadas em assembleia do Conselho na Assembleia Geral. Estes direitos devem constar na escritura de emissão e a mesma

fornecer proteção legal, assim como o próprio agente fiduciário que tem a missão de garantir que a empresa que emite a Debênture cumpra as cláusulas contratuais. A emissão de debêntures tem o principal propósito de financiar de maneira rápida as necessidades financeiras à curto prazo evitando assim processos burocráticos.

### Alavancagem Financeira

Segundo Gitman (2000), pode-se definir alavancagem financeira como a utilização potencial de custos fixos financeiros como uma maneira de maximizar ou aumentar em caráter exponencial as variações entre o lucro antes dos juros e imposto de renda e a variação entre o lucro líquido. Braga (2009) comenta que o volume de empréstimos e financiamentos que derivam em taxas de juros e encargos cobrados pelos intermediários financeiros resultam em despesas financeiras para a empresa em determinado período de tempo, assim estas ao longo do tempo irão constituir um custo fixo de capital porque irão depender da composição do financiamento e não da produção ou da venda da empresa. Estes custos fixos financeiros são inclusos no cálculo do resultado da empresa que dispendirá parte de seu lucro para custear estas despesas, todavia isto é considerada uma maneira de alavancar o retorno do investimento, criando uma alavancagem financeira.

A alavancagem financeira pode ser definida conforme destaca Braga (2009), como a capacidade da empresa utilizar os encargos financeiros fixos obtidos de um financiamento ou empréstimos como meio de maximizar os efeitos de acréscimos do lucro antes dos juros e impostos sobre o lucro líquido da empresa, ou seja, utilizar recursos de terceiros para prover mais receita para empresa e fazer com que o lucro líquido seja maior, controlando os custos com juros e impostos de maneira que os mesmos não impactem o lucro líquido da empresa.

Segundo afirma Sanvicente (2010): “[...] algumas (ou todas) as empresas devem em principio assumir um certo grau de risco financeiro para os seus proprietários, pois há certas vantagens em fazer isso. (SANVICENTE, 2010, pg.94)”. Com isto é possível perceber que as empresas tendem a correr riscos em troca de um retorno maior que o esperado e acabam utilizando o capital de terceiros para maximizar estes retornos. O retorno sobre o capital próprio deve ser superior ao retorno sobre o ativo total, devido ao uso de capital de terceiros para financiar parte do ativo já que o custo do capital de

terceiros é limitado e fixo, diferente do capital próprio, porém, quanto maior o capital de terceiros maior será o risco. O ideal é que haja um equilíbrio entre o capital de terceiros e o capital próprio.

## **Pesquisa do trabalho**

Para Brighan (1999), a utilização de capital de terceiros apresenta algumas vantagens como, por exemplo, os juros pagos serem dedutíveis para fins de imposto, o que reduz o custo efetivo da dívida ou até mesmo o fato dos acionistas não precisarem partilhar seus lucros caso os negócios forem bem sucedidos, pois os portadores dos títulos de dívidas recebem apenas um retorno fixo. Todavia o autor apresenta também as desvantagens da utilização do capital de terceiros como, por exemplo, o fato de quanto mais alto o grau de endividamento indica, maior será a taxa de juros ou o fato da empresa enfrentar tempos difíceis e o lucro operacional não for suficiente para cobrir os pagamentos de juro, neste caso os acionistas acabam tendo de cobrir a diferença e caso não consigam, a empresa poderá entrar em falência, devido à dificuldade em cumprir com suas obrigações. Devido este segundo cenário é que esta pesquisa torna-se necessária, para fundamentar através de cálculos como a empresa pode apresentar desvantagens utilizando o capital de terceiros para buscar os investimentos dos seus projetos.

### Índice de endividamento de longo prazo

Ross (1995) indica que os índices de endividamento de longo prazo são destinados a abordarem a capacidade da empresa em conseguir cumprir suas obrigações a longo prazo ou de um modo geral, medir a alavancagem financeira da mesma. Estes índices também ser classificados como índices de alavancagem financeira ou simplesmente índices de alavancagem. Para esta pesquisa será utilizado o Índice de Dívida Total, que leva em consideração todas as dívidas com todos os vencimentos para todos os credores e é apresentada conforme fórmula abaixo:

$$(1) \quad \text{Índice de dívida total} = (\text{Ativo total} - \text{Patrimônio líquido total}) / \text{Ativo total}$$

### Índice de Preço / Lucro



Para medir o valor de mercado das empresas, segundo Ross (1955) o índice P/L, ou seja, Preço / lucro, é uma maneira de medir quantas vezes a ação da empresa é vendida vezes o lucro conforme a fórmula é apresentada abaixo:

$$(2) \quad \text{Índice P/L} = \text{Preço da ação} / \text{Lucro por ação}$$

Ross (1999) indica que este índice deve ser utilizado com critério, pois se uma empresa tivesse nenhum ou quase nenhum lucro, seu P/L provavelmente seria bastante grande. Este índice mede o quanto os investidores estão dispostos a pagar por real de lucro atual e neste caso, quanto maior o P/L mais as empresas tem perspectivas de crescimento futuro.

### O caso Odebrecht

A Odebrecht é uma empresa que tem como seu ramo principal a construção Civil originada da construtora Norberto Odebrecht S.A, teve início em 1944. Na virada da década de 1980 para 1990 a empresa ampliou sua atuação tornando uma holding com o desafio de expandir internacionalmente para países como EUA, México, Venezuela e Malásia. Já em 2000, com o plano de expansão adquiri o controle acionário da Copene, central de matérias-primas do Polo de Camaçari na Bahia em 2002 e depois em conjunto com o grupo Mariani inauguram a Braskem que conquista a liderança no setor petroquímico. E em 2007 inaugura a ETH com foco na Bioenergia, que atualmente conta com nove unidades produtivas e capacidade de moagem de 40 milhões de toneladas de cana-de-açúcar.

Todos estes investimentos tiveram uma fonte de dispêndio financeiro para custear estas operações, nesta pesquisa não se busca a fonte destes investimentos, mas sim o impacto após alguns anos das decisões de investimentos dos acionistas e da administração da holding.

Após a consulta nos relatórios financeiros da empresa divulgada após o término do 4º trimestre de 2012, nota-se que a empresa tem um aumento no prejuízo acumulado com base no ano de 2011 como demonstra figura abaixo:

## Odebrecht Serviços e Participações S.A. e suas controladas

**Demonstrações dos resultados abrangentes**  
**Exercícios findos em 31 de dezembro**  
 Em milhares de reais, exceto quando indicado de outra forma

	Controladora		Consolidado	
	2012	2011	2012	2011
<b>Prejuízo do exercício</b>	(332.050)	(165.877)	(791.164)	(464.444)
<i>Hedge</i> de fluxo de caixa de investida (Nota 22 (c))	4.098	16.664	4.098	16.664
Ajuste de conversão de moeda estrangeira (Nota 22 (c))	23.607	21.392	23.607	21.392
Outros ajustes de avaliação patrimonial (Nota 22 (c))	(3.638)	10.453	(3.638)	10.453
<b>Total do resultado abrangente do exercício</b>	<b>(307.983)</b>	<b>(117.368)</b>	<b>(767.097)</b>	<b>(415.935)</b>
Atribuível				
Acionistas da Companhia			(307.983)	(117.368)
Participação dos não controladores			(459.114)	(298.567)
			<b>(767.097)</b>	<b>(415.935)</b>

DRE – Prejuízo Odebrecht SP S/A (em milhares)

Fonte: Odebrecht S.A

Como nota-se, houve um aumento de 70,35% no prejuízo da empresa do ano de 2011 para 2012. Este reflexo foi percebido na nota explicativa 22 do relatório financeiro onde a empresa anuncia: “De acordo com estatuto social e conforme determinado nos termos do artigo 202, inciso I, alínea “a” da Lei nº 6.404/76, a Companhia destinará ao pagamento de dividendo anual, o mínimo de 25% do lucro líquido ajustado. Entretanto, após a emissão de debêntures realizada em março de 2010 (Nota 17(b)), a Companhia firmou, com a anuência dos seus acionistas, cláusula restritiva para não distribuição de dividendos, juros sobre capital próprio ou qualquer forma de remuneração aos acionistas da Companhia, pelo prazo total das debêntures, razão pela qual não apresenta condições para pagamento do dividendo mínimo obrigatório”.

Outro ponto importante a observar é que houve um aumento nas despesas financeiras da empresa no período de 2011 e 2012 conforme demonstra figura abaixo:

### Resultado financeiro, líquido

	Controladora		Consolidado	
	2012	2011	2012	2011
<b>Receitas financeiras</b>				
Receitas com juros		1.088	222.308	267.790
Variações monetárias	361	3.407	40.725	61.921
Variações cambiais	5.869		225.597	423.072
Outros	108		50.334	16.788
	<u>6.338</u>	<u>4.495</u>	<u>538.964</u>	<u>769.571</u>
<b>Despesas financeiras</b>				
Ajuste a valor presente			(310.525)	(60.353)
Amortização de custos de transação de captação			(27.221)	(21.159)
Comissões bancárias	(130.762)	(143.536)	(130.762)	(143.536)
Débitos tributários - SELIC			(17.289)	(15.640)
Descontos concedidos		(112)	(58.859)	(46.868)
Despesas com juros	(4.461)	(13.491)	(979.675)	(1.012.561)
Tributos sobre operações financeiras			(208.186)	(235.769)
Variações cambiais	(9.535)	(15.774)	(1.904.336)	(1.669.757)
Variações monetárias	(5.242)		(280.102)	(300.530)
Outros			(137.627)	(218.458)
	<u>(150.000)</u>	<u>(172.913)</u>	<u>(4.054.582)</u>	<u>(3.724.631)</u>
	<u>(143.662)</u>	<u>(168.418)</u>	<u>(3.515.618)</u>	<u>(2.955.060)</u>

DRE – Resultado Financeiro Odebrecht SP S/A (em milhares)

Fonte: Odebrecht S.A

O valor que em 2011 era de R\$ 3.724.631 passa a ser de R\$ 4.054.583 em 2012, isto demonstra um aumento de 8,2%. Este aumento demonstra que novos empréstimos foram feitos durante o período, provavelmente para financiar projetos para a companhia.

A empresa também apresenta em suas demonstrações financeiras o percentual que o capital de terceiros está distribuído conforme demonstra figura abaixo:

	2012	2011
Total dos financiamentos e debêntures (Notas 16 e 17)	18.615.255	16.354.969
Menos: caixa e equivalentes de caixa (Nota 7)	<u>(3.321.942)</u>	<u>(2.987.283)</u>
Dívida líquida	<u>15.293.313</u>	<u>13.367.686</u>
Total do patrimônio líquido	<u>8.071.438</u>	<u>9.255.627</u>
Total do capital	<u>23.364.751</u>	<u>22.623.313</u>
Índice de alavancagem financeira - %	65%	59%

DRE – Gestão de Capital Odebrecht SP S/A (em milhares)

Fonte: Odebrecht S.A

Como demonstrado acima, a empresa divulgou um aumento de 6% no índice de alavancagem financeira da empresa.

Todas as informações acima ressaltam a necessidade de realizar uma pesquisa para demonstrar que a utilização do capital de terceiros pode apresentar desvantagens já mencionadas por Brighan (1999).

### Analises dos resultados

A análise elaborada nesta pesquisa utiliza as fórmulas (1) e (2) para o cálculo com base nas demonstrações financeiras da empresa Odebrecht no período de janeiro de 2011 á dezembro de 2012. Foi analisado o Balanço Patrimonial divulgado no relatório financeiro do 4º trimestre de 2012 e também a Demonstração de Resultado do mesmo período. Todos os valores apresentados estão na casa dos milhares.

O quadro abaixo apresenta os principais resultados obtidos pela companhia Odebrecht no período de 2012:

#### RESUMO DOS RESULTADOS ODEBRECHT

	2012	2011	%
Receita Líquida	R\$ 36.420.017,00	R\$ 33.574.347,00	8,48
Lucro Bruto	R\$ 3.413.923,00	R\$ 3.885.395,00	-12,13
LAJIR	R\$ 1.670.443,00	R\$ 2.041.906,00	-18,19
IR	-R\$ 1.877.981,00	-R\$ 884.774,00	112,36
Prejuízo do exercício	-R\$ 791.164,00	-R\$ 464.444,00	70,35
LPA	-186,75	-93,29	
Ações	1.778.042		

Fonte: autor

Os principais dados que podem ser analisado é que houve um crescimento nas receitas líquidas da empresa, passando 8% com base ao ano anterior, o que demonstra que os investimentos efetuados geraram retorno para a empresa, porém quando é analisado o

lucro bruto já fica visível uma redução de 12% no lucro bruto e uma redução de 18% no Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda. Este cenário denota que mesmo a empresa tendo um aumento na receita ainda aparenta não obter um resultado operacional bom.

Para melhor visualizar o impacto da utilização do capital de terceiros será calculado o índice de dívida total da empresa conforme abaixo:

$$\begin{aligned} (1) \quad \text{Índice de dívida total 2011} &= (\text{Ativo total} - \text{Patrimônio líquido total}) / \text{Ativo total} \\ &= (\text{R\$ } 38.514.674 - \text{R\$ } 9.255.627) / \text{R\$ } 38.514.674 \\ &= 0,76 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} (1) \quad \text{Índice de dívida total 2012} &= (\text{Ativo total} - \text{Patrimônio líquido total}) / \text{Ativo total} \\ &= (\text{R\$ } 42.130.058 - \text{R\$ } 8.071.438) / \text{R\$ } 42.130.058 \\ &= 0,80 \end{aligned}$$

Os resultados acima demonstram que a Odebrecht possui R\$ 0,76 para cada R\$1,00 de ativo da companhia. Como foi mencionado nos capítulos de referência teórica desta pesquisa, não existe uma composição ideal de capital de terceiros e de capital próprio, mas o resultado acima demonstra que a alavancagem financeira da empresa Odebrecht se encontra acima de uma média que seria considerável boa.

Utilizando a fórmula (2) será calculado o índice P/L:

$$(2) \quad \text{Índice P/L2011} = \text{Preço da ação} / \text{Lucro por ação}$$

Em pesquisa realizada na BMF & BOVESPA na data de 30 de dezembro de 2011, o preço da ação BRASKEM ON (BRKM3.SA) era de R\$ 11,78 e em 31 de dezembro de 2012 o preço da ação era de R\$ 9,60. Sendo assim temos:

$$(2) \quad \text{Índice P/L2011} = \text{R\$ } 11,78 / \text{R\$ } 93,29 = - 0,126$$

$$(2) \quad \text{Índice P/L2011} = \text{R\$ } 9,60 / \text{R\$ } -186,75 = - 0,051$$

De acordo com Ross (1995), uma empresa que tem um P/L acima de 15 está acima da média em termos de valores de mercado. Conforme indica este índice, no caso da Odebrecht, neste momento, a empresa não pode ser vendida X vezes pelo lucro porque

não obteve lucro. Cabe observar que o valor de mercado da mesma cai de 2011 para 2012 na cotação do índice BMF & Bovespa e também o lucro por ação ou prejuízo por ação cresce de 2011 para 2012 demonstrando que a empresa apresenta dificuldades de caixa.

### **Considerações finais**

Após obter os resultados dos cálculos, conclui-se nesta pesquisa que a empresa Odebrecht Serviços e Participações S/A deve iniciar um plano de recuperação empresarial. Isto se deve ao fato da empresa ter encontrado na emissão de debêntures uma maneira de captar recursos para os projetos de investimentos, mas isto tem afetado a saúde da empresa. Conforme menciona o vice-presidente de finanças da companhia no artigo para a revista EXAME “Quando começarem a gerar receita, a situação se reverte. Nosso desafio é performar para pagar as dívidas. E isso a empresa sabe fazer”. A perspectiva da empresa é de otimismo, mas os dados apresentados nesta pesquisa demonstram que as despesas financeiras da empresa têm aumentado em uma proporção muito maior do que o aumento das receitas líquidas da empresa, ou seja, enquanto as receitas financeiras aumentam 8% as despesas financeiras aumentam na mesma proporção de 8%.

A utilização dos índices de dívida total e de P/L confirmam que a empresa está alavancada financeiramente e tem perdido valor de mercado através da ação BRKM3.SA, onde houve desvalorização de 18,5% de 2011 para 2012. Cabe mencionar que com investimentos financeiros a empresa tem obtido resultado na receita, mas ainda tem despesas operacionais que impactam o LAJIR. As desvantagens levantadas nesta pesquisa, como falta de recursos financeiros para novos projetos de investimentos, não pagamento de dividendos ou outra remuneração aos acionistas, aumento no grau de alavancagem financeira e perda de valor de mercado demonstram que neste caso, a utilização do capital de terceiros pode não ser a melhor opção de obter os recursos externos para financiar os projetos empresariais. Neste caso, todas as hipóteses apresentadas por Brigham se mostraram verdadeiras.

## Referências bibliográficas

\_\_\_\_\_. ODEBRECHT SERVIÇOS E PARTICIPAÇÕES S.A. Disponível em: <[http://ri.odebrecht.com/osp/web/conteudo\\_pt.asp?tipo=163&idioma=0&conta=28](http://ri.odebrecht.com/osp/web/conteudo_pt.asp?tipo=163&idioma=0&conta=28) />. Acesso em: 09 Jun. 2013.

BAIN & COMPANY. Além do dinheiro: o poder transformador do capital de terceiros em grupos familiares. Disponível em: <[http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/S%C3%A3o\\_Paulo/Alem%20do%20dinheiro%20o%20poder%20transformador%20do%20capital%20de%20terceiros%20em%20grupos%20familiares.pdf](http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/S%C3%A3o_Paulo/Alem%20do%20dinheiro%20o%20poder%20transformador%20do%20capital%20de%20terceiros%20em%20grupos%20familiares.pdf) > Acesso em: 24. Abr.2018.

BRIGHAN, E F; HOUSTOUN, J. F. Fundamentos da Moderna Administração Financeira, Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRAGA, Roberto. Fundamentos e técnicas de administração financeira. São Paulo: Atlas, 2009.

CUNHA, M.F; PIMENTA, D.P; CRUZ, A.F; FILHO, F.P.F. Estrutura de Capital e Alavancagem Financeira em Micro e Pequenas Empresas Goianas, Goiânia, v.1, n. 71, 4º trim./2011. Disponível em: <<http://www.seplan.go.gov.br/sepin/pub/conj/conj18/artigo07.pdf>> Acesso em: 24.Abr.2018.

CRUZ, J. A. W. Contabilidade introdutória. Curitiba: Juruá, 3ed, 2010.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: CONFERENCE ON RESEARCH ON BUSINESS FINANCE, p. 215-261, 1952, New York: Universities National Bureau, 1952.

EXAME. Dívida da Odebrecht vai a R\$ 62 bilhões Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/divida-da-odebrecht-vai-a-r-62-bilhoes?page=1> > Acesso em: 09. Jun.2018.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. de C; SILVEIRA, A.D.M. A estrutura de capital é relevante? Novas evidências a partir de dados norte-americanos e latino-americanos.

Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 8, n. 2, 2º trim./ 2001.

Disponível em: < <http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v08-2art06.pdf>>. Acesso em: 24. Abr.2018.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teoria da estrutura de capital – As discussões persistem.

Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 1, n. 11, 1º trim./ 2000.

Disponível em: < <http://www.ead.fea.usp.br/pesq/arquivos/C11-ART04.pdf>>. Acesso em: 24. Abr.2018.

FAMA, R.; MELHER, S. Estrutura de capital na América Latina: existiria uma correlação com o lucro das empresas? IV SEMEAD, outubro, 1999.

GITMAN, L. J. Princípios de Administração Financeira. São Paulo, Editora Harbra, 7ª Edição, 1997. Cap. 10.

HELPERT, E. A. Técnicas de Análise Financeira: Um guia prático para medir o desempenho dos negócios. Porto Alegre: Bookman, 11ed, 2000.

IUDÍCIBUS, S. . Contabilidade Introdutória / equipe de professores da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo: Atlas, 11ed, 2010.

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

NETO, J. F. Excel para profissionais de finanças. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª ed, 2011.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F. Administração Financeira, São Paulo: Atlas, 1995.

SANTOS, M. L. Finanças, Fundamentos e Processos. Curitiba: IESDE Brasil, 2009.

ZANI, JOÃO; NESS JR, WALTER LEE. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. Revistas de Administração de São Paulo, v. 36, n. 2, p.89-102, 2º trim./ 2001.