
AVALIANDO O DESEMPENHO ECONÔMICO DE COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS A PARTIR DO EVA – ECONOMIC VALUE ADDED: RESULTADOS DE UMA INVESTIGAÇÃO EMPÍRICA

Clóvis Uliana

Universidade Paranaense (UNIPAR-PR)
uliana@unipar.br

Régio Marcio Toesca Gimenes

Universidade Paranaense (UNIPAR-PR)
toesca@unipar.br

RESUMO

O presente artigo tem como objetivo identificar a ocorrência de criação de valor econômico em uma amostra de cooperativas agropecuárias localizadas no Brasil, utilizando-se o conceito de *Economic Value Added* (EVA®). A metodologia utilizada foi a pesquisa bibliográfica e documental. Após a análise e discussão dos resultados, percebe-se que em quatro dos seis períodos analisados, os dirigentes das cooperativas agropecuárias selecionadas pela amostra, não foram capazes de adicionar valor econômico ao capital investido pelos associados, ou seja, o capital investido não foi remunerado à taxa de 12% ao ano, como determina a legislação cooperativista. Dessa forma, conclui-se que ainda não existem incentivos para que as cooperativas possam capitalizar-se, crescer e buscar uma situação de eficiência econômica que permita a seu associado investir no negócio e ter garantias do retorno sobre o resíduo das operações.

Palavras-chave: Cooperativismo agropecuário. Valor econômico adicionado. Desempenho econômico.

1 INTRODUÇÃO

As cooperativas agropecuárias são constituídas por produtores rurais que procuram uma melhor condição de comercialização de sua produção e de compra de insumos e produtos. Dessa forma, apresenta-se: de um lado, o associado que busca a maximização da prestação de serviços; e, no outro extremo dessa relação, está o mercado, competitivo, oligopolizado em alguns setores, exigindo dos dirigentes cooperativistas estratégias mais agressivas para fazer frente a empresas de capital.

De forma geral, muitas cooperativas competem com empresas multinacionais que possuem um bom posicionamento no mercado. Este, por sua vez, baseia-se em fortes marcas em relação ao consumidor final, à alta qualidade, à presença internacional, à flexibilidade e à elevada capacidade financeira.

Assim, a tradicional cooperativa está ameaçada, em parte, por suas práticas ineficientes de gestão, como também pelas dificuldades em capitalizar-se. Para atender às expectativas de seus associados, ou seja, a maximização da prestação de serviços, a cooperativa agropecuária precisa gerar excedentes econômicos capazes de promover a remuneração do capital investido na organização, estimulando novos aportes de capital.

Desse modo, partindo-se do pressuposto de que as atividades empresariais das cooperativas agropecuárias – assim como das demais empresas de capital – estão sujeitas a um acirramento da competição e exigem dos gestores ações concretas que respondam de maneira eficaz às contingências, pergunta-se, a gestão das cooperativas agropecuárias cria valor econômico para seus associados?

O objetivo desta pesquisa é avaliar a ocorrência de criação de valor econômico em uma amostra de cooperativas agropecuárias, localizadas em sete estados brasileiros, utilizando-se a metodologia do *EVA – Economic Value Added*.

2 FONTE DE FINANCIAMENTO DAS COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS

Lauschner (1984), em pesquisa realizada sobre as diferentes formas de capitalização de cooperativas agropecuárias, observou que, inicialmente, a capitalização se dá via admissão de associados, pela subscrição de quotas-partes de capital, integralizado no mesmo ano ou ao longo de determinado período. Uma outra forma utilizada é a captação de recursos próprios pela apropriação das sobras líquidas auferidas no exercício que não foram distribuídas aos associados por decisão da assembleia geral. O autor destaca que a forma mais eficiente de formação dos recursos próprios, nesse contexto, é aquela realizada pela criação de fundos indivisíveis, sustentados pela retenção de um percentual sobre o volume de operações dos associados.

Parliament e Lerman (1993), analisando a estrutura de capital das cooperativas agropecuárias, observaram que, quando tais organizações crescem, há uma diminuição da proporção do capital próprio em relação ao capital de terceiros e uma maior dificuldade na relação com os agentes financeiros para contratar novos empréstimos.

A relação entre o tamanho da cooperativa e suas dificuldades financeiras foi comprovada também por Moller, Feathostone e Barton (1996), quando descobriram, em investigação empírica, que naquelas de porte pequeno, a principal dificuldade é o baixo retorno dos seus ativos operacionais; e, nas grandes, o alto nível de endividamento e as altas taxas de juros cobradas nos empréstimos bancários.

Na atividade agropecuária, todo esse processo é mais complexo, dado que, além das imperfeições existentes no mercado, sua atividade está sujeita aos fatores climáticos (imprevisíveis e incontroláveis). Além das incertezas provenientes dos fatores climáticos, as cooperativas que atuam no setor agropecuário financiam seu quadro de associados com seus escassos recursos próprios. Essa decisão aumenta o risco operacional, pois, em períodos em que as safras dos produtores não são capazes de gerar um nível de receita suficiente para cobrir suas obrigações com a cooperativa, o índice de inadimplência aumenta acentuadamente. Esta, por sua vez, diminui a liquidez daquela, aumentando seu nível de endividamento que, em determinadas situações, pode produzir um estado de insolvência, a qual sinaliza ao mercado que a sociedade cooperativa é um cliente com alto risco de crédito. Conseqüentemente, o agente financeiro irá cobrar pelos recursos uma taxa de

juros mais alta, além de exigir um nível maior de garantias e, no limite, não emprestar os recursos (ZYLBERSZTAJN, 1999).

Sem capital próprio, a cooperativa perde a autonomia e a independência. Em muitos casos, no Brasil, os membros do conselho de administração precisam conceder aval aos empréstimos, porque não têm recursos próprios, ou seja, o patrimônio líquido é insuficiente para financiar seus investimentos operacionais (MASY, 1982).

Gava (1972) chegou à mesma conclusão quando, analisando a estrutura patrimonial de cooperativas agropecuárias, concluiu que a insuficiente formação de capital próprio (autofinanciamento) é o principal entrave aos desenvolvimentos econômico e social daquelas. Dessa forma, a dependência de recursos externos é relevante fonte de financiamento para seu crescimento.

Percebe-se que ainda não existem incentivos para que as cooperativas possam capitalizar-se, crescer e buscar uma situação de eficiência econômica em que seu associado possa investir no negócio e ter garantias do retorno sobre o resíduo das operações. O maior retorno poderia estimular a comercialização das quotas-partes, mas não é o que ocorre devido à sua baixa remuneração. Pelos princípios doutrinários, ela será corrigida por uma taxa fixa de 12% ao ano, se assim determinarem os estatutos, não espelhando o crescimento do capital investido pela cooperativa ao longo dos anos.

O capital social, além de ser uma fonte de recursos operacionais, é também uma medida de interesse dos associados por suas cooperativas. Eles, como qualquer investidor, comparam a taxa de retorno marginal dos investimentos adicionais com outras fontes alternativas de investimentos, definindo um custo de oportunidade para seu capital. Quando a cooperativa agropecuária não tem um programa de restituição do capital social, o retorno marginal do investimento do cooperado é baixo, dificultando qualquer tentativa de captar recursos adicionais, principalmente dos novos associados. A falta de programas de restituição levou vários Estados dos Estados Unidos a incluírem em sua legislação períodos máximos para restituir o capital social. Os planos de tal restituição asseguram o retorno dos recursos que associados investiram na cooperativa e forneceram capital de acordo com o seu uso em anos anteriores. No caso do Brasil, entretanto, a maioria das cooperativas não possui planos específicos de restituição do capital social (REQUEJO, 1997; GIMENES, 2004)

A dificuldade desse tipo de restituição é um fator de entrave ao crescimento das cooperativas. Quando o capital social é restituído de forma a remunerar o associado, a cooperativa tem menores entradas de caixa e isso pode alterar sua estrutura de capital. Não existe justificativa válida para uma cooperativa reter qualquer forma do seu resultado em fundos e reservas indivisíveis. As sobras devem pertencer aos cooperados, pois são eles os proprietários. Adicionalmente, o argumento de que a cooperativa deve reter parte dos resultados em fundos e reservas para proteger-se contra eventuais crises de liquidez não se justifica, porque se pode conseguir essa mesma proteção com um plano de longo prazo de restituição do capital social, mesmo porque os fundos e reservas exigidos pela lei já oferecem parte desses recursos (FISHER, 1989).

Ainda com relação à alocação das sobras líquidas, parte delas deve capitalizar o Fundo de Assistência Técnica e Educacional - FATES e a Reserva Legal, de acordo com a legislação cooperativista e recomendação da Aliança Cooperativa Internacional (ACI). Após a alocação das sobras líquidas aos fundos e reservas determinados por lei, o restante dos recursos tem destinação aprovada em assembléia geral, que normalmente decide por capitalizar a cooperativa, o que significa apropriar-se do capital dos associados. Mesmo sendo a decisão de alocação das sobras líquidas votada em assembléia, questiona-se como ela é organizada. É comum as decisões serem tomadas antecipadamente, e o associado apenas ratifica o voto, assinando uma ata que, muitas vezes, acredita ele, é a melhor decisão para a cooperativa. Com isso, os gestores possuem poderes quase ilimitados para investir os recursos internos, que, na realidade, via conta capital social, deveriam ser restituídos aos cooperados (REQUEJO, 1997).

Segundo Lazzarini e Bialoskorski Neto (1998), seria importante evitar a alocação das sobras para os denominados fundos indivisíveis, pois esse procedimento torna nulo o custo do capital próprio e estimula investimentos em projetos cuja taxa de retorno estão abaixo do custo médio ponderado de capital, já que este é subvalorizado. Essas medidas contrariam os princípios do cooperativismo, mas devem ser consideradas quando se buscam ganhos de eficiência em todo sistema.

Fulton (1995) afirma que os direitos de propriedade definidos como o direito e o poder de obter renda, consumir ou alienar determinado ativo em uma cooperativa não estão separados do controle da organização, em que os associados não podem apropriar-se do lucro residual. O autor acredita que o futuro da organização cooperativa depende de uma nova arquitetura institucional que estabeleça uma diferente relação entre propriedade e controle; um maior incentivo à eficiência; o monitoramento das ações dos agentes e principais da relação contratual; relações contratuais mais estáveis; e menores custos de coordenação, de transação e de governança corporativa.

Além da falta de flexibilidade em gerar ou captar recursos próprios, as cooperativas agropecuárias têm uma estrutura de alto risco financeiro, devido à existência de ativos específicos, ou seja, seus investimentos normalmente são direcionados a um determinado grupo de cooperados definidos regionalmente. A especificidade dos ativos tem influência sobre as decisões de financiamento, pois investimentos específicos demandam maior participação de fontes de recursos que garantam maior controle e maior poder de adaptabilidade às crises e diversos contratemplos que podem ocorrer no mercado. Os recursos próprios têm essa característica, uma vez que os fornecedores de recursos de terceiros são pouco tolerantes à instabilidade produzida pelo mercado e, portanto, irão demandar um retorno certo de acordo com as cláusulas contratuais pré-estabelecidas (BIALOSKORSKI NETO, 1998a, 1998b, 1998d).

Quando a cooperativa agropecuária cresce e se exige um melhor desempenho dessa empresa e dos seus cooperados na busca da sobrevivência em um mercado competitivo, o ambiente externo e as decisões dos dirigentes conduzem a uma especialização mais apurada de suas atividades, incrementando os custos de transação que estarão embutidos nas taxas de juros cobradas pelos empréstimos bancários no mercado financeiro.

A teoria da Nova Economia Institucional por meio de sua vertente, a Economia dos Custos de Transação, cuja maior contribuição foi dada por Williamson (1985) afirma que a abertura do capital de empresas com alta especificidade de ativos reduz seus custos de transação. A partir deste pressuposto teórico, Bialoskorski Neto (1998b, 1998c) propõe uma mudança na legislação cooperativista (Lei 5.764/71), em que a autorização para a abertura do seu capital possibilitaria novas alternativas de capitalização com menores custos de transação e agenciamento.

A teoria do agenciamento de Jensen e Meckling (1976) acaba complementando a teoria da Nova Economia Institucional, quando explica como a abertura do capital das cooperativas propicia o monitoramento dos seus dirigentes pelo mercado financeiro. Este está atento às decisões dos dirigentes pelo mecanismo neoclássico de preços, advertindo a organização quando seu desempenho for diferente daquilo que foi contratado, e produzindo mais eficiência econômica em todo sistema (BIALOSKORSKI NETO; MARQUES, 1998).

Uma outra forma de capitalização começa a ser utilizada pelas cooperativas agropecuárias brasileiras. Essa estratégia é utilizada quando o principal objetivo é ter acesso ao capital externo. A cooperativa agropecuária abre seu capital de forma indireta, estabelecendo alianças estratégicas com outras empresas não-cooperativas.

Rodrigues (1997, p. 12), ex-presidente da Aliança Cooperativista Internacional (ACI) descreve essa estratégia da seguinte forma:

A cooperativa define qual é o seu negócio, a sua especialidade, e atua preponderante ou exclusivamente nessa área, junto à sua base. A cooperativa não sai de sua área de ação e atua com firmeza em serviços que sabe fazer bem. Em vez de se verticalizar cooperativamente, ou até complementarmente a essa forma de integração, ela se associa a outras cooperativas do mesmo ramo e de outras especialidades para criar empresas competitivas capitalistas. Essas empresas, dirigidas por profissionais, atuarão no mercado em busca de lucros e vantagens de interesse das cooperativas suas proprietárias, sem que sejam um modelo cooperativo. É o caso da criação de tradings, bancos e seguradoras já em andamento, ou até do desdobramento de grandes cooperativas singulares ou centrais em conjunto de empresas associadas e independentes. Cria-se uma holding de empresas de propriedade de uma ou mais cooperativas.

Na formação da estrutura *holding*, essa sociedade poderá vender parte dos seus ativos para integrarizar seu capital na nova empresa não-cooperativa. Nessa estrutura, a cooperativa representa seus membros na nova organização: é ela que guarda as ações da firma de capital para os associados. Nem sempre as alianças estratégicas são de todo exequíveis, devendo-se avaliar quais são as sinergias necessárias que interessam aos parceiros e o que as cooperativas agropecuárias podem oferecer nessa parceria (LAZZARINI, 1998).

3 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO PELO VALOR ECONÔMICO ADICIONADO

Observa-se uma evolução na avaliação do desempenho empresarial. Num primeiro momento, o mais importante era no volume de vendas e faturamento, ou seja, o desempenho estava vinculado apenas à boa atuação da área comercial. Na seqüência, as margens bruta e operacional passaram a centralizar as atenções, com um avanço sensível em termos de controle dos custos e despesas. Na próxima fase, o foco foi o lucro líquido, em que a organização passa a preocupar-se com a geração de resultado para poder distribuí-lo aos acionistas. Posteriormente, passou a ser o retorno sobre o investimento; os gestores percebem que o controle não deve ser feito apenas sobre as operações, mas também sobre os recursos financeiros que a tornam exequível. Atualmente, o foco está na criação de valor. A organização, além de preocupar-se com o resultado e os recursos utilizados para sua geração, preocupa-se com o impacto das variáveis internas e externas no valor da entidade (FREZATTI, 2003).

Portanto, as decisões de uma empresa devem ser direcionadas para a gestão do valor que, segundo Copeland (1994, p. 97), “é um processo iterativo designado para aperfeiçoar as decisões estratégicas e operacionais da organização, com foco em seus direcionadores de valor”. Direcionadores de valor são todas as variáveis que exercem influência sobre o valor da empresa, e sua análise permite identificar todos os pontos fortes e fracos da cadeia de resultados, exigindo da contabilidade, às vezes, o uso de indicadores de natureza não-financeira.

Um caminho alternativo seria gerenciar visando a aumentos de Economic Value Added (EVA®), ou lucro residual, porque EVA® é a medida interna de desempenho mais estreitamente correlacionada com a criação de valor para os acionistas. Essa metodologia foi desenvolvida, na década de 80, por Joel Stern e Bennet Stewart, da consultoria Stern Stewart & Co., com sede em Nova York; tinha como base de divulgação o livro *The Quest of Value: The EVA Management Guide*, publicado em 1990 (GIMENES, 2004). O Valor Econômico Adicionado – EVA®, segundo Stewart (1999, p. 137), é calculado multiplicando o *spread* (diferença) entre a taxa de retorno sobre o capital investido – ROIC – e o custo médio ponderado de capital – WACC – pelo capital investido no negócio.

Assim, a fórmula para o cálculo do EVA® é dada por:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{C I}$$

Sendo:

ROIC – Retorno sobre o capital investido

WACC – Custo médio ponderado de capital

C I – Capital investido ou ativo econômico

Para mensurar o valor por meio do EVA®, é necessário realizar alguns ajustes nas demonstrações contábeis. Eles devem ser feitos para obter uma contabilidade mais apurada do capital investido, podendo, dessa forma, calcular-se com mais precisão o custo médio ponderado de capital da empresa. Se a criação de valor é produzida essencialmente pelas atividades operacionais da empresa, é importante que sejam isolados os efeitos das atividades não-operacionais. A partir des-

se ponto, pode-se obter um demonstrativo que separe as atividades financeiras das operacionais, e as atividades não-operacionais das operacionais, eliminando as possibilidades de manipulação de resultados. Esse demonstrativo tem a finalidade de apurar o Net Operating Profit After Taxes (NOPAT), ou o lucro operacional, excluindo-se os encargos financeiros, despesas e receitas não-operacionais, cujo demonstrativo em detalhes pode ser visto no Quadro 1.

QUADRO 1 – Demonstrativo do Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)

| | |
|--------------------------------------|-----------------------------------|
| Receita líquida de vendas | |
| (-) Custo do produto vendido | |
| = | Lucro bruto |
| (-) Despesas operacionais | |
| = | Lucro operacional – LAJIR |
| (-) Impostos ajustados sobre o LAJIR | |
| (=) | Lucro operacional líquido – NOPAT |

Fonte: Adaptado de Ehrbar (1999) e Santos (2005).

Outros ajustes ainda são necessários, como aqueles relativos às despesas que possuem caráter de investimento, cujos efeitos se fazem sentir ao longo do tempo, como os gastos com pesquisa e desenvolvimento, com propaganda e *marketing*. Essas despesas impactam o demonstrativo de resultados de maneira imediata pela saída de caixa, no entanto, seus benefícios acontecem ao longo do tempo e, nesse caso, devem ser tratadas como investimento. Deve-se cuidar também dos eventos não-recorrentes, que distorcem os resultados do período em que acontecem e, conseqüentemente, distorcem o valor do EVA®. Como exemplos, podem-se citar as reestruturações de empresa, a venda de imobilizados e a reavaliação de ativos. Ajustes nos itens não operacionais também devem ser realizados, principalmente quando envolvem montantes de capital e lucro operacional, que não estão diretamente vinculados às atividades normais do negócio, como obras em andamento e ganhos ou perdas em transações com títulos mobiliários.

Com relação ao capital investido, Santos (2002) afirma o seguinte:

O Capital Investido corresponde ao Ativo Econômico da empresa que se refere ao conjunto de recursos disponíveis e que são financiados pelas fontes localizadas no passivo do balanço patrimonial, tomando características especiais, segundo Brasil e Brasil (1999), em função da reclassificação das contas preconizadas pelo Modelo Fleuriet. Desse modo os ativos se apresentam como cíclicos e operacionais, permanentes ou não circulantes e quando há reservas de tesouraria, como erráticos ou financeiros.

O capital investido ou ativo econômico é dado pela seguinte equação:

$$(ACO + RLP + AP) - (PCO + PNELP)$$

Sendo:

- ACO – Ativo Circulante Operacional
- RLP – Ativo Realizável a Longo Prazo
- AP – Ativo Permanente
- PCO – Passivo Circulante Operacional
- PNELP – Passivo Não-Exigível a Longo Prazo

Com relação ao custo médio ponderado de capital – WACC, admite-se que cada investidor assuma diferentes níveis de risco, e, cada um deles, exige diferentes taxas de retorno para aplicar os seus recursos na empresa (COPELAND; WESTON, 1992). Esse é o ponto de partida para que ocorra a otimização do custo de capital, ou seja, a combinação ótima entre capital próprio e de terceiros pode minimizar o custo de capital da empresa, possibilitando maximizar seu valor de mercado. Segundo Kazuo (2002), o custo de capital em uma companhia é formado por três elementos básicos: o custo do capital de terceiros, o custo do capital próprio e a alíquota do imposto de renda, cuja ponderação determina o custo médio ponderado de capital (SILVA et al, 2004).

O custo do capital de terceiros deve ser determinado analisando-se o perfil da dívida da empresa em termos de taxas de juros e encargos financeiros, após o imposto de renda, já que as despesas podem ser deduzidas do lucro tributável, logo, a economia fiscal obtida pela empresa pode ser calculada pelo produto dos encargos financeiros e a alíquota do imposto de renda.

A estimativa do custo do capital próprio baseia-se principalmente no modelo de apreçamento de ativos Capital Asset Pricing Model (CAPM), como demonstram Bruner et al (1998) e Estrada (2002). A origem do CAPM é atribuída a vários pesquisadores que, simultaneamente, desenvolveram a base do modelo, destacando-se: Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966). O CAPM estabelece que o retorno esperado de um ativo é uma função linear do ativo livre de risco, do risco sistemático do ativo (beta) e do prêmio de risco da carteira de mercado em relação ao ativo livre de risco. O modelo pode ser descrito da seguinte maneira:

$$K_a = K_{l_r} + \beta(K_{mer} - K_{l_r})$$

Sendo:

K_a – Taxa de Retorno de um Ativo

K_{l_r} – Taxa de Retorno Livre de Risco

K_{mer} – Taxa de Retorno da Carteira do Mercado

β – Coeficiente de Risco Sistemático

O modelo CAPM produz um resultado que procura mostrar a taxa de retorno exigida pelo acionista ordinário como uma forma de compensar a sua exposição ao risco sistemático da empresa, aferido pelo coeficiente beta (β). Este, por sua vez, é o resultado da divisão da covariância entre os retornos da carteira de mercado e os retornos do ativo de risco pela variância da carteira de mercado. O coeficiente beta pode ser descrito pela seguinte equação:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Sendo:

R_m – Retorno da Carteira de Mercado;

R_i – Valor do Retorno do Ativo i .

Camacho (2004) afirma que o beta reflete os tipos de risco do negócio e o financeiro. O primeiro pode ser definido como o grau de incerteza em relação à projeção do retorno sobre o ativo total inerente ao negócio, que não pode ser eliminado por diversificação (ALEXANDER; ESTACHE; OLIVIERI, 1999).

Segundo Coutinho (2002), o risco do negócio é sistemático (não diversificável), quando todo o capital da empresa é próprio. Já o risco financeiro é adicional, devido ao uso de capital de terceiros no financiamento do projeto, isto é, o risco adicionado ao projeto em razão da alavancagem financeira.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com relação aos procedimentos metodológicos, utilizou-se a pesquisa bibliográfica para a fundamentação teórica e a pesquisa documental, com a finalidade de extrair dados dos demonstrativos financeiros das cooperativas agropecuárias, objetos deste estudo.

4.1 Caracterização da Amostra

A amostra selecionada é composta de 64 cooperativas agropecuárias cuja distribuição geográfica descreve-se na Tabela 1.

TABELA 1 – Distribuição Geográfica das Cooperativas Agropecuárias

| Localização | Número de Cooperativas | Participação na Amostra (%) |
|--------------------|------------------------|-----------------------------|
| Paraná | 31 | 48,44 |
| Minas Gerais | 10 | 15,63 |
| Santa Catarina | 12 | 18,75 |
| São Paulo | 3 | 4,69 |
| Rio Grande do Sul | 2 | 3,13 |
| Mato Grosso | 3 | 4,69 |
| Mato Grosso do Sul | 2 | 3,13 |
| Goiás | 1 | 1,54 |
| Total | 64 | 100,00 |

Fonte: Dados do levantamento amostral

4.2 Levantamento de Dados

Os dados foram levantados a partir dos demonstrativos financeiros publicados nos Relatórios da Diretoria das cooperativas agropecuárias selecionadas pela amostra, no período 1999 a 2004.

4.3 Formas de Análise dos Dados

A análise foi desenvolvida através das seguintes etapas:

- a) Padronização dos demonstrativos;
- b) Ajustes requeridos pela metodologia proposta;
- c) Cálculo do *EVA – Economic Value Added*;
- d) Análise e discussão dos resultados.
- e) Conclusões

As limitações da pesquisa foram concentradas nas dificuldades de obtenção dos demonstrativos financeiros das sociedades cooperativas selecionadas pela amostra, principalmente daquelas que emitiam sinais aparentes de insolvência.

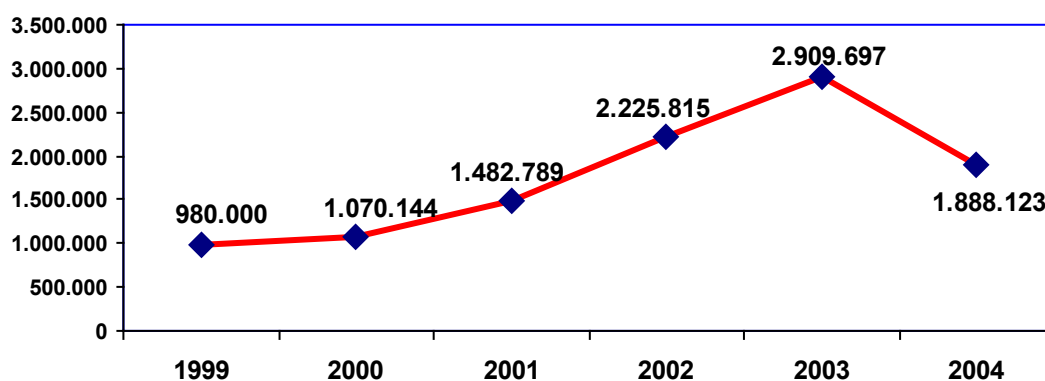
5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesse item apresentam-se os resultados calculados para as variáveis que caracterizam a metodologia *EVA – Economic Value Added* para a amostra das cooperativas agropecuárias objeto da pesquisa.

5.1 Evolução do NOPAT das Cooperativas

A pesquisa utilizou os demonstrativos financeiros de uma amostra de 64 cooperativas agropecuárias no período compreendido entre os anos de 1999 a 2004. No gráfico abaixo apresentam-se os valores calculados para o NOPAT no período analisado.

GRÁFICO 1 – Evolução do NOPAT das Cooperativas no Período 1999 a 2004



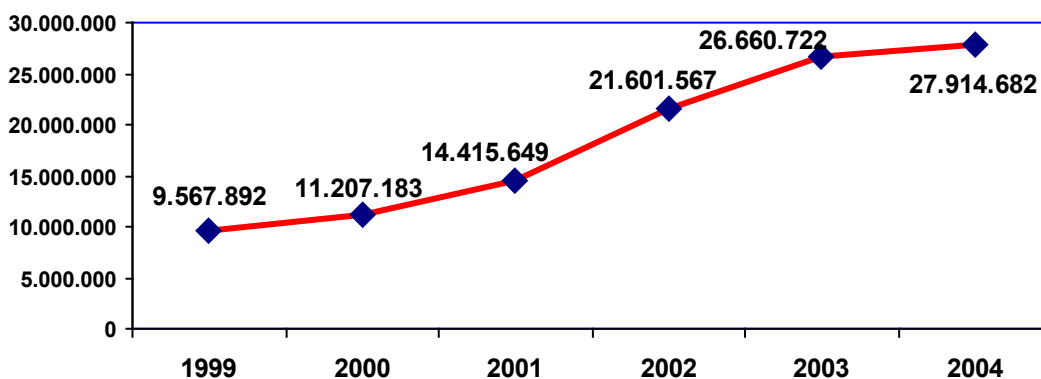
Fonte: Dados da pesquisa

Verifica-se em cada período analisado, que as cooperativas agropecuárias vem conseguindo gerar NOPAT em suas operações de forma crescente, com exceção do ano de 2004, com uma considerável queda de 35,11%. A queda do NOPAT neste ano foi em decorrência de problemas climáticos, como pouca chuva nas épocas de cultivo das safras e também pela queda dos preços dos principais produtos da pauta de exportação das cooperativas.

5.2 Evolução do Capital Investido

Na análise dos balanços das cooperativas agropecuárias analisadas, procurou-se identificar os investimentos e financiamentos realizados no período da análise, haja vista, os resultados econômicos da cooperativa dependerem diretamente da correta adequação entre as decisões de investimento e financiamento dos seus projetos de expansão.

GRÁFICO 2 – Evolução do Capital Investido das cooperativas no período 1999 a 2004



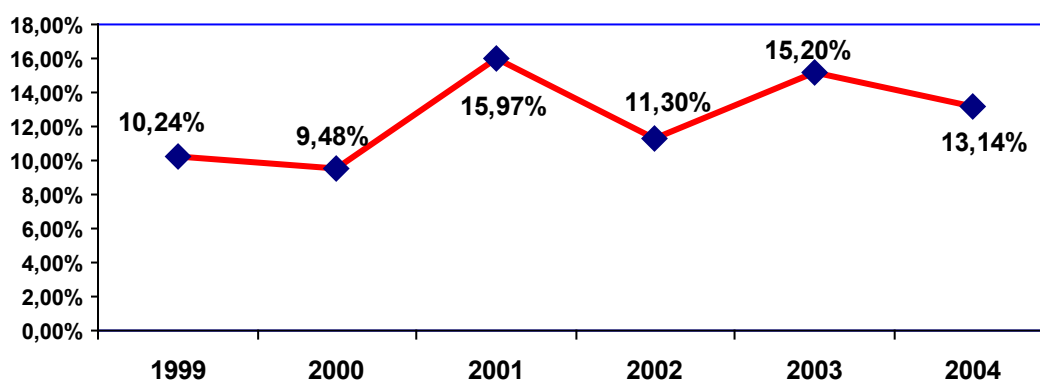
Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se no gráfico 2 a evolução do capital investido das cooperativas agropecuárias da amostra no período analisado. Evidencia-se uma acentuada taxa de crescimento dos recursos empregados tanto nas aplicações de capital de giro, como nos investimentos fixos. Entre os anos de 2000 e 2004, a taxa média de crescimento foi de 21,32%, com destaque para o período entre 2001 e 2002 onde seu valor atingiu 49,85%. A situação exposta através do gráfico 2, é reflexo da confiança depositada nas cooperativas agropecuárias brasileiras que vem ano a ano batendo recordes de produção e lucratividade, animando e incentivando os cooperados a cada vez mais acreditar neste movimento que está transformando o setor do agronegócio.

5.3 Evolução do ROIC (Return Over Invested Capital)

No gráfico 3 apresentam-se as taxas médias de crescimento do ROIC — *Return Over Invested Capital* — das cooperativas agropecuárias selecionadas pela amostra.

GRÁFICO 3 – Evolução do ROIC das Cooperativas no Período 1999 a 2004



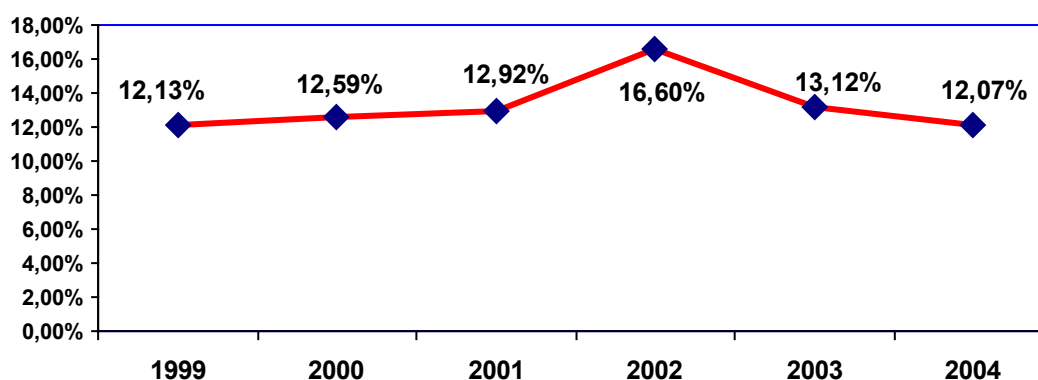
Fonte: Dados da pesquisa

O retorno sobre o capital investido das cooperativas agropecuárias da amostra apresentou um valor médio de 12,56% ao ano, ou seja, esta taxa representa o que os gestores foram capazes de gerar de resultado operacional utilizando o capital investido nas cooperativas. Este índice pode ser considerado uma medida de produtividade do capital investido.

5.4 Evolução do WACC (Custo Médio Ponderado de Capital)

Com relação ao custo médio ponderado de capital – WACC, admite-se que cada cooperado assuma diferentes níveis de risco, e, cada um deles, exige diferentes taxas de retorno para aplicar os seus recursos numa determinada cooperativa, e para que ocorra a combinação ótima entre capital próprio e de terceiros é necessário minimizar o custo de capital da empresa, e possibilitar maximizar seu valor de mercado.

Na seqüência, demonstra-se através de gráficos a estrutura de capital e seu respectivo custo para as cooperativas da amostra. No período analisado, no intuito de respeitar a legislação cooperativista vigente (Lei 5.764/71), considerou-se como custo do capital próprio a taxa de 12% ao ano, haja vista ser esse o limite para remunerar o capital social nas sociedades cooperativas. No gráfico 4 apresentam-se o custo médio ponderado de capital para as cooperativas analisadas.

GRÁFICO 4 – Evolução do WACC das Cooperativas no Período 1999 a 2004

Fonte: Dados da pesquisa

O custo médio ponderado de capital das cooperativas analisadas apresentou pequenas oscilações nos períodos analisados, determinando uma taxa média no período equivalente à 13,24% ao ano para o período analisado. Esta taxa se aproxima da remuneração das cadernetas de poupança do sistema financeiro nacional, sendo inclusive utilizadas como referência das taxas livre de risco em estimativas para o cálculo do custo de capital.

Mesmo demandando um maior volume de capital investido, principalmente de capital de terceiros, as cooperativas agropecuárias tem conseguido manter seu médio ponderado de capital. O capital de terceiros tem significativa importância econômica, pois é o uso deste que permite a manutenção do nível de atividade das cooperativas agropecuárias e financiar projetos de expansão quando estas não possuem recursos internos suficientes.

Este capital é integralizado nas cooperativas agropecuárias através de financiamentos e empréstimos bancários. Esta fonte de recursos, demandam o pagamento dos valores emprestados acrescidos dos juros e prazos acordados, sendo, geralmente no Brasil, de alto custo e com vencimento no curto prazo.

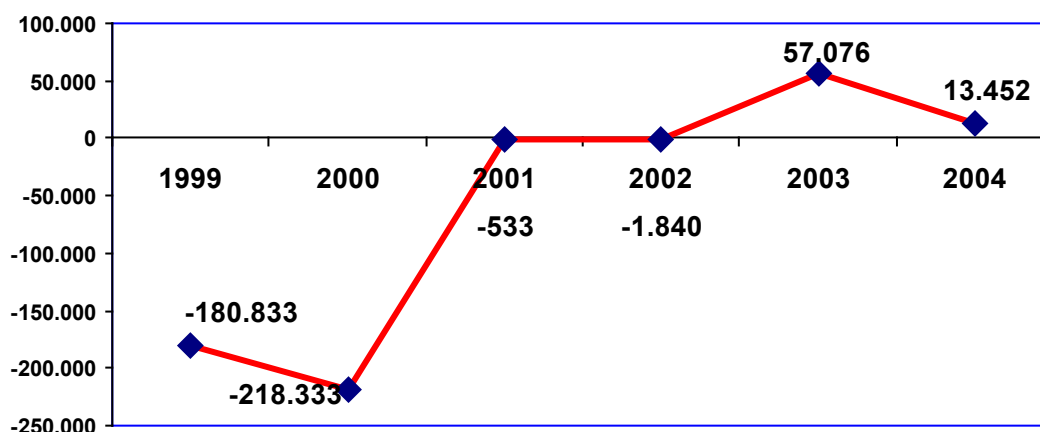
Nas cooperativas agropecuárias analisadas, uma parte dos recursos de terceiros foram utilizados em investimentos em plantas agroindustriais, com o objetivo de agregar maior valor aos produtos in natura. Porém para alcançar o objetivo maior da administração financeira que é maximizar a riqueza do cooperado, o administrador deverá considerar a captação de recursos de terceiros, de forma a minimizar o custo de capital e, assim, aprovar um maior número de projetos com rentabilidade positiva.

Embora o uso da dívida seja favorável às cooperativas, o uso inadequado do crédito pode trazer diversas conseqüências para uma cooperativa, inclusive a insolvência financeira.

Este fato ocorre porque à medida que o nível de endividamento aumenta, é maior a necessidade de recursos gerados pelas operações para realizar a cobertura da dívida, aumentando o risco do empreendimento.

5.5 Evolução do EVA

O EVA[®] é calculado multiplicando o *spread*, a diferença entre a taxa de retorno sobre o capital investido e o custo médio ponderado de capital, pelo capital investido na cooperativa. No gráfico 5 apresentam-se os valores para o EVA, calculados para as cooperativas agropecuárias da amostra da pesquisa.

GRÁFICO 5 – Evolução do EVA das Cooperativas no Período 1999 a 2004

Fonte: Dados da pesquisa

A partir dos valores calculados e apresentados no Gráfico 5, percebe-se que as cooperativas agropecuárias da amostra, em quatro dos seis períodos analisados destruíram valor econômico dos seus associados, ou seja, apresentaram EVA negativo. O EVA negativo foi decorrência do retorno sobre o capital investido ter sido inferior ao custo médio ponderado de capital no período analisado. Isso significa que os dirigentes não foram capazes de remunerar o capital dos associados em 12% ao ano, ou seja, remuneraram abaixo da taxa permitida pela legislação cooperativista.

Nos anos de 2003 e 2004, visualiza-se uma melhora na performance da gestão dos dirigentes cooperativas, quando o cálculo do EVA apresenta valores positivos, ou seja, nestes dois anos, os gestores conseguiram adicionar valor econômico ao capital investido pelos associados.

6 CONCLUSÕES

O novo cenário da economia mundial apresenta-se para as sociedades cooperativas sob a forma de uma permanente contradição, qual seja, a de manter-se uma empresa competitiva, capaz de enfrentar multinacionais de grande porte que conquistam seus mercados e, ao mesmo tempo, atender as necessidades dos seus associados, nem sempre podendo fazê-lo com algum resultado.

Essa contradição impõe limites ao financiamento do seu processo de expansão com recursos próprios (autofinanciamento), especialmente em economias em desenvolvimento, em que o fator capital é geralmente escasso e caro, e sua necessidade aparentemente é infinita.

As cooperativas agropecuárias vêm enfrentando dificuldades para se adaptarem ao novo ambiente dos negócios. A sua sobrevivência depende da sua competitividade, e, para isso, elas precisam profissionalizar sua gestão e, principalmente, evitar que interesses políticos interfiram no processo decisório, prejudicando o desempenho econômico da sociedade, já que, em muitos casos, as adaptações deverão ser acompanhadas de um novo modelo de gestão financeira.

A orientação para o desempenho econômico não é oposta à doutrina cooperativista, mas, pelo contrário, é uma condição para que a cooperativa possa cumprir sua missão: prestar serviços aos seus associados e melhor remunerar a sua produção, uma vez que o sucesso da cooperação somente ocorre quando o benefício econômico auferido pelo associado é superior ao que ele obterá de forma individual e livre no mercado.

Após a análise dos resultados da pesquisa, percebe-se que ainda não existem incentivos para que as cooperativas possam capitalizar-se, crescer e buscar uma situação de eficiência econômica em que seu associado possa investir no negócio e ter garantias do retorno sobre o resíduo das operações, uma vez que, no período analisado, o desempenho da gestão cooperativa a partir do

EVA – Economic Value Added não foi satisfatório, haja vista, os resultados apresentarem valores negativos, ou seja, destruição de valor econômico, em quatro dos seis exercícios analisados.

Pela magnitude do setor cooperativista agropecuário na economia brasileira e pela responsabilidade social que cabe a cada uma das cooperativas com os pequenos produtores rurais, é necessário pesquisar e estabelecer um modelo de gestão financeira que mantenha padrões permanentes de crescimento e desenvolvimento dessas sociedades e de seus associados.

7 REFERÊNCIAS

- ALEXANDER, I., ESTACHE, I., OLIVERI, A. **A few thing transport regulators should know about risk and the cost of capital.** World Bank, 1999.
- BRUNER, R., EADES, K., HARRIS, R., HIGGINS, R. Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis. **Journal of Financial Practice and Education.** Jan.1998.
- BIALOSKORSKI NETO, S. **Economia e estrutura de capital das cooperativas agropecuárias:** uma abordagem da nova economia institucional. *Working Paper* elaborado para discussão no PENSA. São Paulo: FEA/USP, 1998a.
- _____. **Governança e perspectivas do cooperativismo.** I Workshop Internacional de Tendências do Cooperativismo, PENSA/FUNDACE/FEARP-USP, 1998b. p.17-35.
- _____. **Discussão da experiência das cooperativas canadenses na abertura de capital.** Capítulo da Tese de Doutorado Cooperativas: Economia, Crescimento e Estrutura de Capital. Piracicaba: DESR/ESALQ/USP, 1998c.
- _____. **A nova empresa cooperativa.** Revista Agroanalysis. Setembro de 1998d.
- _____; MARQUES, P. V. Agroindústria Cooperativa: Um Ensaio Sobre Crescimento e Estrutura de Capital. Revista Gestão e Produção, São Carlos - SP, v. 5, n. 1, p. 60-68, 1998.
- CAMACHO, F. Custo de capital de indústrias reguladas no Brasil. **Revista do BNDES.** Rio de Janeiro, v.1, n. 21, p.139 – 164. jun.2004.
- COPELAND, T. **Valuation: measuring and managing the value of companies.** New York: John Wiley, 1994.
- _____; WESTON, J. F. **Financial theory and corporate policy.** 3. ed. Massachusetts: Addison – Wesley Publishing, 1992.
- COUTINHO, P. **Metodologia e cálculo do custo de capital de concessionárias de distribuição de energia elétrica no Brasil.** Aneel, 2002, (Nota Técnica).
- EHRBAR, A. **EVA: valor econômico agregado – a verdadeira chave para a criação de riqueza.** Tradução de Bazán Tecnologia e Lingüística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- ESTRADA, J. **Mean-semivariance behavior: an alternative behavioral model.** Working paper, IESE Business School, 2002. Disponível em: <<http://web.iese.edu/jestrada/Research.html>>. Acesso em: 25 jun. 2005.
- FISHER, M. L. **Financing agricultural cooperatives, economic issues and alternatives.** PhD. Dissertation, University of Minnesota, 1989.
- FULTON, M. E. **The future of canadian agricultural cooperatives: a property rights approach.** American Journal of Agricultural Economics, v. 77, p. 1144 -1152, 1995.
- FREZATTI, F. **Gestão de valor na empresa: uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial.** São Paulo: Atlas, 2003.
- GAVA, E. **Análise da administração de cooperativas agrícolas e sua influência na formação de capital no estado do Espírito Santo.** (Mestrado em Economia Aplicada) – Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 1972.
- GIMENES, Régio Marcio Toesca. **Agribusiness cooperativo: viabilidade econômica da abertura direta do capital pela emissão de debêntures.** Florianópolis, 2004, 207 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC.
- JENSEN, M. C. e MECKLING, W. H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.** Journal of Financial Economics, p. 305-360, outubro. 1976.

- KAZUO, K.E. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível – intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. Dissertação de Doutorado. FEA/USP – 2002.
- LAUSCHNER, R. Agroindústria cooperativa. *In*: PINHO, D.B. org. **Tipologia cooperativa** – manual de cooperativismo. São Paulo: CNPQ, v. 4, p. 76-84, 1984.
- LAZZARINI, S. G. **Estudos de caso**: aplicabilidade e limitações do método para fins de pesquisa. *Economia e Empresa*, v. 2, n.º 4, p. 17-26, 1998.
- _____; BIALOSKORSKI NETO, S. **Decisões financeiras em cooperativas**: fontes de ineficiência e possíveis soluções. “Working Paper” elaborado para discussão no PENSA. São Paulo: FEA/USP, 1998.
- LINTNER, J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets. **Review of Economics and Statistics**. 47, p. 13-37, feb.1965.
- MASY, R. C. Capital social. *In*: PINHO, D. B. (Organizadora) **Bases operacionais do cooperativismo** – manual de cooperativismo. São Paulo, CNPq, v.2. p. 53-60, 1982.
- MOLLER, L. G.; FEATHERSTONE, A. M.; BARTON, D. G. **Sources of financial stress in agricultural cooperatives**. *Journal of Cooperatives*, v. 11, p. 38-50, 1996.
- MOSSIN, J. Equilibrium in a capital asset market. **Econometrica**. p. 768-783, 1966.
- PARLIAMENT, C. LERMAN, Z. **Risk and equity in agricultural cooperatives**. *Journal of Agricultural Cooperation*, v. 8, p. 1-14, 1993.
- REQUEJO, L. M. H. Desafios para o gerenciamento financeiro das cooperativas brasileiras. *In*: XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Organização das cooperativas Brasileiras – OCB. Brasília, **Anais...**, 1997, p. 96-111.
- RODRIGUES, R. **Novos rumos do cooperativismo**. XI Congresso Brasileiro De Cooperativismo. Brasília, p. 90-96, novembro de 1997.
- SANTOS, E. **Criação de valor econômico em cooperativas agroindustriais**. Lavras: UFLA, 2002.
- _____; **Decisões financeiras em uma cooperativa agropecuária: uma análise pelo modelo Fleuret**. *In*: XLIII Congresso da Sociedade Brasileira de Economia e Sociologia Rural. Ribeirão Preto, **Anais...**, 2005, 20 p.
- SILVA, C.; STEOLA, D.J. F.; GONÇALVES, C.; PAMPLONA, E. O. Ponderação do Custo de Capital Próprio para o Setor Elétrico Brasileiro. *In*: XXIV Encontro nacional de Engenharia de Produção. **Anais...**, Florianópolis, 2004.
- SHARPE, W.F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **The Journal of Finance**. p.425-442, Sept.1964.
- STEWART, G. B. **The quest for value**. New York: Harper-Collins, 1999.
- WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**. New York, The Free Press, 1985.
- ZYLBERSZTAJN, D. **Empresas cooperativas**: reestruturação e sobrevivência. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Fundação Instituto de Administração, Relatório de pesquisa CNPq, 1999.