

T334.683
SAN
CR1

ERCILIO SANTOS

**CRIAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO EM COOPERATIVAS
AGROINDUSTRIAIS**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Curso de Mestrado em Administração Rural, área de concentração em Administração da Empresa Rural, para obtenção do título de “Mestre”.

Orientador

Prof. German Torres Salazar

LAVRAS
MINAS GERAIS – BRASIL
2002

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
CEDOC/DAE/UFLA

**Ficha Catalográfica Preparada pela Divisão de Processos Técnicos da
Biblioteca Central da UFLA**

Santos, Ercilio

Criação de valor econômico em cooperativas agroindustriais / Ercilio Santos. --
Lavras : UFLA, 2002.

213 p. : il.

Orientador: German Torres Salazar.

Dissertação (Mestrado) – UFLA.

Bibliografia.

1. Cooperativa agroindustrial. 2. Valor econômico. 3. Estrutura de capital. I.
Universidade Federal de Lavras. II. Título.

CDD-334.683

-338.13

ERCILIO SANTOS

**CRIAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO EM COOPERATIVAS
AGROINDUSTRIAIS**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Curso de Mestrado em Administração Rural, área de concentração em Administração da Empresa Rural, para obtenção do título de “Mestre”.

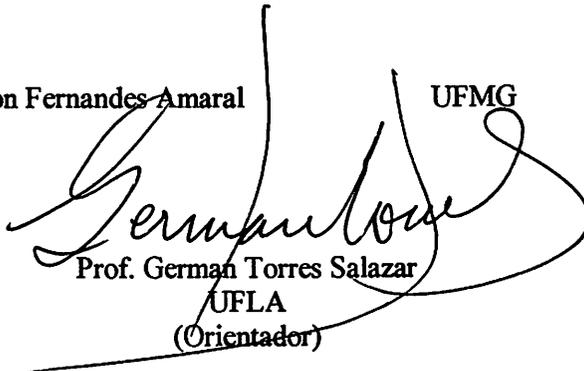
APROVADA em 28 de fevereiro de 2002

Prof. Antônio Carlos dos Santos

UFLA

Prof. Hudson Fernandes Amaral

UFMG



Prof. German Torres Salazar
UFLA
(Orientador)

LAVRAS
MINAS GERAIS – BRASIL
2002

À minha mãe, Rosari, pelas palavras e atos de incentivo.

À Eda, minha companheira, pelo apoio e pelo exemplo.

DEDICO.

AGRADECIMENTOS

À Universidade Federal de Lavras (UFLA), especialmente ao Departamento de Administração e Economia (DAE) pela oportunidade de realização deste trabalho.

Ao Professor German Torres Salazar, pela orientação e incentivo constante.

Aos demais membros da banca examinadora, Prof. Antônio Carlos dos Santos, Prof. Hudson Fernandes Amaral, Prof. Luiz Marcelo Antonialli, pelas sugestões e participação.

Aos professores do Curso de Mestrado pelos ensinamentos transmitidos.

Aos colegas do curso e, especialmente aos amigos Adriana, Alceu, Gil, Rosa e Rosana, pelo apoio, incentivo e convivência.

Aos funcionários do Departamento de Administração e Economia, em especial a Silvia e Tadeu.

A Eveline e Vânia pela revisão do texto.

Aos funcionários da Biblioteca Central.

Aos funcionários da Associação de Pós-Graduandos da UFLA.

A Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela bolsa-auxílio.

Aos diretores e gerentes das cooperativas pesquisadas, pelo acesso às Demonstrações Financeiras.

SUMÁRIO

	Página
LISTA DE SIGLAS	i
LISTA DE QUADROS	iii
LISTA DE FIGURAS	iv
LISTA DE TABELAS	vi
RESUMO	viii
ABSTRACT	ix
1 INTRODUÇÃO	1
2 REVISÃO DE LITERATURA	6
2.1 Origem, princípios e doutrina do cooperativismo	6
2.2 O cooperativismo no Brasil	13
2.3 As cooperativas agroindustriais	18
2.4 Especificidades da estrutura de capital das cooperativas	25
2.4.1 Patrimônio Líquido	25
2.4.2 Imposto de Renda	29
3 REFERENCIAL TEÓRICO	31
3.1 Gestão financeira baseada na criação de valor econômico	31
3.2 Lucro econômico x lucro contábil	35
3.3 O Valor Econômico Adicionado – EVA [®] (<i>Economic Value Added</i>)	41
3.4 Decisões financeiras	50
3.4.1 Decisões de investimento	53
3.4.1.1 Os mercados de capitais	56
3.4.1.2 O custo de capital	67
3.4.2 Decisões de financiamento	70
3.4.2.1 As Proposições de Modigliani e Miller (MM)	72
3.4.2.2 A correção da Proposição II de MM	81
3.4.2.3 A teoria tradicional	86

3.4.3 Decisões operacionais	89
3.4.3.1 Capital de giro	89
3.4.3.2 Investimento operacional em giro	96
3.4.3.3 Ciclo financeiro	98
3.4.3.4 Efeito tesoura e <i>overtrade</i>	106
4 METODOLOGIA	110
4.1 Tipo de pesquisa	110
4.2 Limitações do método	112
4.3 Objeto de estudo e cooperativas pesquisadas	113
4.4 Coleta dos dados	114
4.5 Tratamento e análise dos dados	114
4.5.1 Modelo analítico – o Modelo Fleuriet de análise dinâmica da gestão financeira das empresas	115
4.5.1.1 Reclassificação do Balanço Patrimonial	117
4.5.1.2 Variáveis do Modelo Fleuriet	119
4.5.1.3 Estrutura e situação financeira	121
4.5.1.4 Reclassificação da Demonstração do Resultado do Exercício	123
5 RESULTADOS E DISCUSSÃO	127
5.1 Cooperativa ALFA	127
5.1.1 Introdução e histórico	127
5.1.2 Identificação da criação de valor econômico	130
5.1.3 Análise do Investimento Operacional em Giro	137
5.1.4 Estrutura e situação financeira	141
5.2 Cooperativa BETA	145
5.2.1 Introdução e histórico	145
5.2.2 Identificação da criação de valor econômico	147
5.2.3 Análise do Investimento Operacional em Giro	154
5.2.4 Estrutura e situação financeira	156

5.3 Cooperativa DELTA	160
5.3.1 Introdução e histórico	160
5.3.2 Identificação da criação de valor econômico	162
5.3.3 Análise do Investimento Operacional em Giro	169
5.3.4 Estrutura e situação financeira	171
6 CONCLUSÕES	173
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	178
ANEXOS	184

LISTA DE SIGLAS

AC	Ativo Circulante
ACC	Ativo Circulante Cíclico
ACF	Ativo Circulante Financeiro
ACI	Aliança Cooperativa Internacional
AE	Ativo Econômico
ANC	Ativo Não Circulante
AP	Ativo Permanente
B	Valor de mercado do capital de terceiros
CCL	Capital Circulante Líquido
CDG	Capital de Giro
CMePC	Custo Médio Ponderado de Capital
CPV	Custo dos Produtos Vendidos
ELP	Exigível a Longo Prazo
EVA [®]	<i>Economic Value Added</i>
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IOG	Investimento Operacional em Giro
LAIJR	Lucro antes dos juros e imposto de renda
LBO	Lucro Bruto Operacional
MVA [®]	<i>Market Value Added</i>
NCG	Necessidade de Capital de Giro
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i>
OCA	Organização das Cooperativas das Américas
OCB	Organização das Cooperativas Brasileiras
OCEMG	Organização das Cooperativas do Estado de Minas Gerais

PC	Passivo Circulante
PCC	Passivo Circulante Cíclico
PCF	Passivo Circulante Financeiro
PL	Patrimônio Líquido
PMPC	Prazo Médio de Pagamento de Compras
PMRE	Prazo Médio de Rotação dos Estoques
PMRV	Prazo Médio de Recebimento de Vendas
PNC	Passivo Não Circulante
r_B	Custo do capital de terceiros
r_S	Custo do capital próprio
REF	Resultado de Exercícios Futuros
RER	Resultado Econômico Residual
RLP	Realizável a Longo Prazo
ROI	<i>Return on Investment</i>
S	Valor de mercado do capital próprio
T	Saldo de Tesouraria
T_c	Alíquota do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica
V	Valor da empresa
VEA	Valor Econômico Adicionado
VPL	Valor Presente Líquido

LISTA DE QUADROS

QUADRO		Página
1	Comparação entre empresa cooperativa e empresa não-cooperativa	13
2	Decisões financeiras e direcionadores de valor	33
3	Lucro econômico x lucro contábil	37

LISTA DE FIGURAS

FIGURA		Página
1	Economic Value Added (EVA [®]) – Valor Econômico Adicionado	43
2	Composição do Ativo Econômico	47
3	Os direcionadores de valor do EVA [®]	48
4	A reta de mercado de capitais	57
5	Consumo e investimento com mercado de capitais	59
6	A decisão de investimento é independente das preferências individuais	63
7	Separação das preferências do investidor da decisão de produção/investimento	64
8	Proposição II de MM sem imposto de renda de pessoa jurídica	79
9	Comparação entre a Proposição II de MM e a teoria tradicional	88
10	As atividades de uma empresa	99
11	Ciclo operacional e ciclo financeiro	100
12	Efeito tesoura	107
13	Classificação do balanço patrimonial pelo Modelo Fleuriet ...	118
14	Valor Econômico Adicionado – Cooperativa ALFA	131
15	Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa ALFA	132
16	Comportamento do Ativo Econômico – Cooperativa ALFA ..	135
17	Retorno Operacional x Custo de Capital – Coop. ALFA	136

18	Variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa ALFA	140
19	Situação financeira sólida – Cooperativa ALFA	142
20	Situação financeira insatisfatória – Cooperativa ALFA	143
21	Comportamento das variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa ALFA	143
22	Valor Econômico Adicionado – Cooperativa BETA	148
23	Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa BETA	149
24	Comportamento do Ativo Econômico – Cooperativa BETA ..	151
25	Retorno Operacional x Custo de Capital – Cooperativa BETA	152
26	Variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa BETA	155
27	Situação financeira insatisfatória – Cooperativa BETA	157
28	Comportamento das variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa BETA	158
29	Valor Econômico Adicionado – Cooperativa DELTA	163
30	Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa DELTA	164
31	Comportamento do Ativo Econômico – Cooperativa DELTA	167
32	Retorno Operacional x Custo de Capital – Cooperativa DELTA	168
33	Variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa DELTA	170
34	Situação financeira insatisfatória – Cooperativa DELTA	171
35	Comportamento das variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa DELTA	172

LISTA DE TABELAS

TABELA		Página
1	Número de cooperativas, cooperados e funcionários, por região	14
2	Número de cooperativas, cooperados e funcionários, por ramo	18
3	Tipos de estrutura e situação financeira	122
4	Evolução da captação de leite (em litros) – Cooperativa ALFA	128
5	Produção industrial de lácteos (1995 a 1999) – Cooperativa ALFA	129
6	Criação de valor econômico – Cooperativa ALFA	130
7	Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa ALFA	132
8	Ativo Econômico – Cooperativa ALFA	135
9	Retorno Operacional x Custo de Capital – Cooperativa ALFA	136
10	Movimentação física de café (sacas) – Cooperativa BETA	146
11	Leite comercializado – Cooperativa BETA	146
12	Criação de valor econômico – Cooperativa BETA	147
13	Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa BETA	148
14	Ativo Econômico – Cooperativa BETA	151
15	Retorno Operacional x Custo de Capital – Cooperativa BETA	153
16	Movimentação de café em 1999 – Cooperativa DELTA	161

17	Laticínios (produtos comercializados) – Exercício 1999 – Cooperativa DELTA	162
18	Criação de valor econômico – Cooperativa DELTA	163
19	Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa DELTA	164
20	Ativo Econômico – Cooperativa DELTA	166
21	Retorno Operacional x Custo de Capital – Cooperativa DELTA	167

RESUMO

SANTOS, Ercilio. **Criação de valor econômico em cooperativas agroindustriais**. 2002. 213p. Dissertação (Mestrado em Administração Rural) – Universidade Federal de Lavras, Lavras.*

O tema deste trabalho refere-se a gestão financeira e criação de valor econômico em três cooperativas agroindustriais localizadas na região sul do estado de Minas Gerais. Assim, o objetivo geral da pesquisa consistiu na identificação da criação de valor econômico utilizando para tal, o conceito de EVA® (*Economic Value Added*) ou Valor Econômico Adicionado. Especificamente, procurou-se analisar o investimento e financiamento do capital de giro e a estrutura financeira das cooperativas, como bases da criação de valor econômico. Neste sentido, o trabalho teve como fundamentação teórica, as decisões financeiras da empresa, precedida de uma revisão de literatura sobre o cooperativismo com ênfase para as especificidades da estrutura de capital das empresas cooperativas. A pesquisa foi desenvolvida através de estudos de caso, realizados a partir das demonstrações financeiras de 1995 a 1999, fornecidas pelas cooperativas. O modelo analítico utilizado foi o Modelo Fleuriet que, através da mensuração das variáveis Investimento Operacional em Giro (IOG), Capital de Giro (CDG) e Saldo de Tesouraria (T) proporciona uma análise dinâmica da gestão financeira das empresas. Os resultados indicaram destruição de valor econômico, ou seja, os resultados gerados a partir das atividades operacionais das cooperativas, expressos através do Fluxo de Caixa Operacional não foram capazes de remunerar o capital nelas investido. Relativamente ao capital de giro, verificou-se que as cooperativas apresentaram uma demanda de recursos para a manutenção e desenvolvimento de suas operações. Entretanto, de uma forma geral, o financiamento dessas necessidades de capital de giro não foi satisfeita integralmente por recursos estáveis de longo prazo. Existiu assim, a necessidade de captação de recursos onerosos de curto prazo para complementar o financiamento das necessidades operacionais das cooperativas. A combinação das variáveis características do Modelo Fleuriet proporcionou a identificação de duas estruturas financeiras básicas: a situação financeira sólida e a situação financeira insatisfatória. Uma conclusão, de ordem geral, deste trabalho, refere-se à dificuldade de integração da teoria financeira à doutrina cooperativista. Entretanto, com as adaptações realizadas nesta pesquisa, proporcionadas pelo Modelo Fleuriet, foi possível empreender uma análise da gestão financeira da empresa cooperativa como base para a criação de valor econômico com as mesmas ferramentas utilizadas pelas demais empresas.

* Professor orientador: German Torres Salazar – UFLA.

ABSTRACT

SANTOS, Ercilio. **Economic value addition in agribusiness cooperatives.** 2002. 213p. Dissertation (Master Program in Rural Administration) – Universidade Federal de Lavras, Lavras.*

The subject of this study is the financial management and economic value addition in three cooperatives located in the southern region of Minas Gerais state. The general purpose of the research consisted in the identification of economic value addition from the concept of EVA™ (Economic Value Added). Specifically, the study searched the analysis of working capital investment and financing decisions and the financial structure of the cooperatives as a basis of value addition. Therefore, the theoretical approach of the study was the financial decisions of the firm, preceded by a literature review about the cooperatives, emphasizing the specificities of capital structure of these enterprises. The research was developed through case studies and the balance sheets from 1995 until 1999 as data source. The analytical model was the Fleuriet Model that provides a dynamic analysis of the enterprise's financial management through the measurement of the variables Working Investment, Working Capital and Treasury Balance. The results indicated economic value destruction, indicating that the results gained from operational activities expressed through the Operational Cash Flow were unable to remunerate the weighted average cost of capital. Regarding the working capital, the cooperatives demanded resources for the maintenance and development of operations. However, the financing of working investment was not plenty satisfied by long run resources. There was necessity of onerous short run resources in order to finance the working investment. The combination of Fleuriet Model variables provided the identification of two basic financial structures: the solid financial situation and the dissatisfied financial situation. A general conclusion of this study refers to the difficulty of integration between the financial theory and cooperatives doctrine. However, with the adaptations provided by Fleuriet Model was possible to accomplish an analysis of the cooperatives financial management as a basis of economic value addition with the same tools of analysis used by capitalist enterprises.

* Adviser: German Torres Salazar – UFLA.

1 INTRODUÇÃO

O cooperativismo tem como missão a promoção de equilíbrio entre o econômico e o social, manifestada por seus princípios doutrinários. Neste contexto, se inserem as cooperativas agroindustriais, organizações peculiares que têm entre seus objetivos, a inclusão, a manutenção e o desenvolvimento no mercado de seu produtor associado. Para que tal propósito seja atingido, a cooperativa precisa ser eficiente, sob o ponto de vista econômico e empresarial, de modo a cumprir seus objetivos sociais.

Especificamente, as cooperativas agroindustriais são aquelas organizações nas quais os produtores rurais se associam para a execução das etapas que envolvem as diversas atividades agropecuárias.

As cooperativas agroindustriais estão presentes em todo o território nacional, participando significativamente no comércio exterior. Segundo a OCEMG (2001), o cooperativismo agropecuário brasileiro representa 22% do Produto Interno Bruto (PIB) do setor agrícola, apresentando um faturamento de aproximadamente R\$ 20 bilhões anuais. Nas 1.408 cooperativas agropecuárias brasileiras, estão associados cerca de um milhão de produtores rurais.

Um processo de modernização agrícola e de desenvolvimento da organização dos agricultores, verificado nas décadas de 1950 e 1960, é o marco do modelo cooperativista agropecuário brasileiro contemporâneo. Neste período, caracterizado por maciços movimentos de êxodo rural, os governos da época procuraram no cooperativismo a parceria adequada para a adoção de novas técnicas de produção e armazenagem, além do desenvolvimento de novos meios de comercialização. O intuito era impedir a alta de preços dos alimentos e a necessidade de utilização de recursos escassos para importação.

A ocupação do centro-oeste brasileiro foi um dos destaques da política econômica durante os anos 1970 e 1980. A cultura cooperativista foi levada pelos produtores rurais que lá se instalaram, sendo a própria organização cooperativa a origem de muitas cidades surgidas nessa área do país. Ainda durante aquelas décadas, as cooperativas agroindustriais experimentaram um significativo crescimento e diversificação de suas atividades, levando, ao final desse período, a um elevado endividamento, num cenário macroeconômico significativamente adverso.

A década de 1990 foi marcada pela globalização da economia e liberalização dos mercados, com destaque para a consolidação do Mercosul. Neste ambiente de abertura comercial, a concorrência proporciona diferenciais internos de preços, atingindo as cooperativas, de forma relevante. Ainda, o fim do crédito rural subsidiado e os Planos Collor e Real provocaram o endividamento dos agricultores, em função da diferença entre os custos de financiamento e a receita gerada pela venda da produção. Este é um problema da agricultura brasileira como um todo, não apenas das cooperativas, incluindo, além do crédito, questões tais como: a tributação, os incentivos à exportação, a taxação às importações de produtos que recebem subsídio em seus países de origem e o próprio “custo Brasil”.

Desse modo, a sobrevivência das cooperativas agroindustriais passa pela superação dos desafios impostos pelo ambiente externo, assim como pelo aproveitamento das oportunidades aí geradas. Impõe-se a estas organizações, portanto, a necessidade de um desempenho empresarial, participação no mercado como uma empresa concorrente, por meio de eficiência, eficácia e competitividade. O setor de leite é um bom exemplo. Nele, as cooperativas se defrontam com grandes empresas privadas - de capital nacional e estrangeiro - disputando fornecedores e acirrada concorrência capitalista.

A atuação das cooperativas se dá em dois ambientes distintos: o ambiente do produtor associado e o ambiente do mercado propriamente dito. Como empresa industrial, a cooperativa demanda de seus produtores-associados maior eficiência, produtividade e qualidade de sua produção. Produção esta que constituirá a matéria-prima da atividade industrial cooperativa. No sentido de possibilitar o desenvolvimento e a produção capitalista do cooperado, a cooperativa atua de forma a reduzir a intermediação e os preços de insumos, sementes, fertilizantes, medicamentos, dentre outros fatores produtivos característicos da atividade agropecuária. É, portanto, neste ponto que o cooperado espera de sua organização a maximização da prestação de serviços. No outro extremo desta relação está o mercado; competitivo em algumas situações, oligopolizado em outros contextos, aberto, globalizado e, ainda, com a concorrência de produtos importados, freqüentemente subsidiados.

O desenvolvimento das atividades de qualquer empresa conduz a necessidade permanente de busca de soluções para dois problemas básicos. Estas questões referem-se aos investimentos a serem feitos pela empresa e a forma pela qual esses investimentos são financiados. Assim, a primeira questão refere-se a aplicação de fundos e a segunda, com a obtenção desses recursos. Este, portanto, é o campo de atuação da administração financeira.

Analisar a gestão financeira das cooperativas agroindustriais exige, antes de mais nada, alguma reflexão a respeito dos objetivos da administração financeira para as empresas, em geral. A literatura sobre finanças indica que o objetivo da Administração Financeira é a maximização do lucro para o aumento do patrimônio e/ou riqueza dos acionistas ou proprietários da firma. Neste sentido, a função precípua do administrador financeiro está relacionada às decisões de investimentos, financiamentos e estratégias operacionais.

Neste trabalho, parte-se do princípio de que a função da gestão financeira é a maximização da riqueza do proprietário. Isto porque esta

abordagem considera o retorno realizável, uma perspectiva de longo prazo, a época de ocorrência dos retornos, o risco e a distribuição dos retornos. Em outras palavras, para que os investidores possam auferir uma taxa de retorno adequada, esta deve ser suficiente para compensar o risco, neste trabalho, considerado como o custo de capital, tanto para capital próprio quanto para capital de terceiros.

Na organização cooperativa, a expectativa de seus investidores, ou seja, dos cooperados, corresponde a maximização da prestação de serviços. Entretanto, entende-se que esta maximização será proporcionada a partir do desempenho da cooperativa agroindustrial no mercado, por meio da geração de resultados operacionais capazes de promover a remuneração do capital investido na organização.

Desse modo, considerando a organização cooperativa agroindustrial como uma empresa competitiva, objetiva-se neste trabalho, identificar e analisar a ocorrência de criação de valor econômico. Em outras palavras, o objetivo geral da pesquisa é identificar se as cooperativas agroindustriais estudadas apresentaram resultados operacionais capazes de superar o custo do capital nelas investido. Especificando o que foi abordado acima, os objetivos da pesquisa são:

Objetivo geral

Identificar a criação de valor econômico nas cooperativas agroindustriais.

Objetivos específicos

a) Analisar as decisões de investimento e financiamento do capital de giro como base da criação de valor econômico;

b) avaliar a estrutura financeira como base da criação de valor econômico.

Dessa forma, o trabalho apresentará o seguinte desenvolvimento: após esta introdução, procede-se a uma revisão de literatura a respeito do cooperativismo. Neste tópico, a ênfase recai sobre o cooperativismo agropecuário e as especificidades da estrutura de capital das empresas cooperativas. Em seguida, busca-se a fundamentação teórica da pesquisa, partindo da discussão a respeito da gestão financeira baseada na criação de valor econômico que, por sua vez suscita a problemática da conceituação e mensuração do que seja o lucro adequado para avaliação econômica da empresa. Assim, o tema da criação de valor econômico se desenvolve conduzindo ao estudo das decisões financeiras da empresa como a base explicativa para criação ou destruição de valor econômico na cooperativa agroindustrial.

No momento seguinte, os procedimentos metodológicos da pesquisa são explicitados, com destaque para o modelo analítico do trabalho e a justificativa para sua utilização. Seguem-se, então, os resultados e discussão para cada uma das cooperativas agroindustriais pesquisadas, lembrando que o trabalho não objetiva efetuar uma comparação entre as empresas cooperativas. Finalmente, são apresentadas as conclusões do trabalho.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Origem, princípios e doutrina do cooperativismo

O cooperativismo, da forma como é atualmente conhecido, tem sua origem no século XIX, mais precisamente no ano de 1844, em Rochdale, Inglaterra. Após o fracasso de uma greve por melhores salários, um grupo de tecelões ingleses reúne o pouco dinheiro disponível e estabelece uma cooperativa de consumo: a *Rochdale Society of Equitable Pioneers*.

O ideário cooperativista vinha sendo discutido, naquela época, por uma corrente de pensadores econômicos - os socialistas utópicos ou associacionistas, dentre os quais destacam-se: Robert Owen (1787-1858), François Marie Charles Fourier (1772-1837), Philippe Joseph Benjamin Buchez (1796-1865), Luis Blanc (1812-1882) e William King (1786-1865) - como uma reação ao quadro de injustiça social observado na Europa durante a Revolução Industrial. Estes pensadores pregavam a igualdade de oportunidades e um regime de co-propriedade dos meios de produção, em detrimento dos instrumentos de mercado, propondo a modificação da economia por meio da correção do liberalismo, por intermédio de uma organização associativa dos trabalhadores.

Conforme observa Bialoskorski Neto (1998), é indiscutível que o que se almejava era a transformação do sistema econômico de livre mercado por meio da cooperação, considerando que apenas o mercado não era competente para definir o preço considerado como justo.

Os princípios doutrinários definidos pelos *Pioneiros de Rochdale* constituem a base sobre a qual se fundamenta o empreendimento cooperativista contemporâneo: a democracia, a adesão livre e voluntária, a neutralidade política e religiosa, o fomento à educação cooperativista, o retorno “pro-rata” das sobras das operações e os juros limitados ao capital. A Aliança Cooperativa

Internacional (ACI), órgão máximo do cooperativismo mundial, criada em 1895, estabelece até hoje estes princípios como fundamentais para a caracterização de uma cooperativa, bem como para a sua filiação, apesar de pequenas modificações sofridas desde então. Portanto, como afirma David (1996), o cooperativismo é uma doutrina que objetiva a renovação social, por intermédio da cooperação. Assim, seu objeto é a correção do social pelo econômico, por meio de cooperativas, que são associações de fim econômico e social.

Amodeo (1999) observa que, relativamente à organização do capital, os pioneiros de Rochdale absorveram dos pensadores econômicos do cooperativismo a idéia de lucro como um dos geradores dos problemas sociais com os quais se defrontavam e pretendiam combater. Assim definiram alguns princípios, como segue:

- compras à vista – o crédito é visto como um mal social que proporciona o descontrole e gastos superiores às possibilidades do indivíduo, além da elevação do custo das mercadorias;
- juros limitados ao capital – os cooperados devem se beneficiar das vantagens que as atividades em comum proporcionam e não participam de atividades para a obtenção de retornos sobre o capital investido na cooperativa;
- ganhos eventuais são distribuídos de forma proporcional ao uso da cooperativa – no caso de apresentação de sobras, esta seria dividida em função da participação do cooperado na cooperativa.

Assim, o que se pode perceber é a busca de um modelo distinto de organização socioeconômica, no qual o capital está subordinado às pessoas, sendo apenas um instrumento e onde os benefícios são resultantes da ação associativa. O objetivo do empreendimento cooperativo é a democratização do capital e não a maximização de sua rentabilidade (Amodeo, 1999).

Segundo a definição da Aliança Cooperativa Internacional (ACI), “uma cooperativa é uma associação autônoma de pessoas que se unem, voluntariamente, para satisfazer aspirações e necessidades econômicas, sociais e culturais comuns, por meio de uma empresa de propriedade coletiva e democraticamente gerida”.

O objetivo da cooperativa, em última instância, é, conforme afirma Polonio (1999), proporcionar vantagens econômicas a seus membros, à medida que:

- racionaliza os gastos comuns, tornando mais eficientes seus resultados;
- proporciona poder de barganha com o mercado, reunindo a capacidade econômica e financeira dos cooperados numa única organização;
- elimina a figura do intermediário, reduzindo o custo de aquisição de produtos de consumo de seus associados e possibilitando a colocação da produção destes por preços mais competitivos no mercado;
- permite um controle de qualidade mais eficiente da produção do que aquele que poderia ser realizado pelos cooperados, de forma individual.

As características básicas dos princípios cooperativos se mantêm, apesar de algumas mudanças ao longo dos anos. Dessa forma, a gestão democrática e livre dos cooperados, a organização em função das pessoas e não em função do capital, além da preocupação com o desenvolvimento dos cooperados norteiam a doutrina cooperativista. Deve-se salientar que a maior parte das mudanças procurou adequar os princípios no sentido da consecução de maior eficácia e eficiência das organizações cooperativas. Desse modo, com relação ao capital, embora de caráter secundário na cooperação, passa-se a estabelecer a obrigação da participação econômica dos associados no financiamento da cooperativa, revogando-se a limitação dos juros e a proibição de vendas a crédito.

Amodeo (1999) considera que manifesta-se dessa forma uma abordagem que passa a se preocupar com a eficiência econômica, paralelamente aos aspectos relativos à igualdade social. Adquire, portanto, importância crescente, a busca de competitividade da organização cooperativa, o que não deve ser interpretado como uma negligência em relação às suas responsabilidades sociais.

Desse modo, os sete princípios cooperativos, revisados e definidos pela Assembléia Cooperativa Internacional (ACI) em 1995, são os seguintes:

- I.* adesão livre e voluntária;
- II.* gestão democrática pelos membros;
- III.* participação econômica dos membros;
- IV.* autonomia e independência;
- V.* educação, formação e informação;
- VI.* intercooperação;
- VII.* interesse pela comunidade.

As economias empresariais cooperativas se situam entre as economias particulares dos cooperados e o mercado, configurando uma estrutura intermediária com o propósito de promover o incremento e a integração vertical da economia de seu associado. Neste sentido, ressalta Bialoskorski Neto (1994), diferentemente das sociedades de capital, as cooperativas não terão, sob o prisma econômico, uma existência autônoma e independente de seus cooperados, constituindo uma organização econômica intermediária.

Pinho¹ (1982), segundo Panzutti (1997), salienta que as teorizações sobre o fenômeno cooperativo são relativamente recentes, destacando-se a Teoria de Münster, com os seguintes pressupostos:

¹ PINHO, D. B. O Pensamento cooperativo e o cooperativismo brasileiro. **Manual de cooperativismo**. São Paulo: Brascoop, CNPq, BNCC, Coopercultura, 1982. v.1.

- a cooperação não exclui o interesse pessoal, nem a concorrência, proporcionando a inserção e o desenvolvimento dos economicamente mais fracos na economia competitiva;
- os associados procuram a satisfação de seus interesses pessoais por meio de cooperativas, quando percebem que a ação conjunta é mais vantajosa do que a ação individual;
- a cooperativa adquire importância econômica própria, independente das unidades econômicas de seus associados;
- os dirigentes da organização cooperativa satisfazem a seus interesses na medida em que fomentam os interesses dos cooperados. Dessa forma, suas rendas e prestígio devem sofrer um incremento proporcional à melhoria da situação dos associados. Portanto, é necessária a fiscalização da gestão empresarial (Conselho Fiscal) e o estabelecimento de mecanismos de controle contra ações negativas dos membros;
- a solidariedade e lealdade entre associados e cooperativa devem ser conscientes e baseadas em normas contratuais ou estruturais e não uma solidariedade cega (Panzutti, 1997).

Neste sentido, a partir da Teoria de Münster, as cooperativas não estariam em contradição com a economia competitiva. Distinguindo a cooperativa como unidade econômica (ou associação de cooperados-usuários que visa apenas cobrir os custos operacionais) da organização cooperativa (que deve gerar benefícios), a teoria, segundo Panzutti (1997), possibilita a análise da cooperativa com os mesmos instrumentos das demais empresas. Desse modo, essa teoria demonstra a especificidade da organização cooperativa, colocando-a, simultaneamente, no mesmo patamar das empresas não cooperativas.

A cooperativa somente será bem sucedida em seus objetivos sociais, segundo Bialoskorski Neto (2000), se simultaneamente for um empreendimento

econômico eficiente. Assim, a gestão cooperativa deve atender às exigências do mercado e às demandas de seus cooperados, concomitantemente. Destaca ainda este autor que algumas dificuldades de gestão podem ser identificadas na organização cooperativa, como a falta de agilidade do processo decisório, em função do princípio de democracia que exige a participação dos cooperados na tomada de decisão através de assembléias gerais. No que se refere à estrutura de capital das cooperativas, o princípio de cada homem um único voto não possibilita a configuração de uma estrutura apropriada à participação do capital de terceiros, não permitindo a emissão de títulos e o acesso a fontes alternativas de capital.

O desafio e a mudança necessária para o empreendimento cooperativo contemporâneo, conforme Zylbersztajn (1994), estão na manutenção de sua função baseada no bem-estar e na prestação de serviços aos cooperados, desenvolvendo, simultaneamente, organizações competitivas capazes de atuar num mercado capitalista. Logicamente, problemas poderão advir dessa postura, visto que produzir com uma orientação mercadológica pode desencadear um conflito interno se a cooperativa estiver voltada para satisfazer apenas às demandas de seus associados. Por sua vez, a manutenção de uma produção adequada ao mercado consumidor pode também ser um fato gerador de conflito se a cooperativa não atender ao desejo particular do cooperado.

Panzutti (1997) destaca a especificidade da estratégia empresarial cooperativa, em função de sua atuação em dois ambientes distintos: de um lado o ambiente dos cooperados e de outro o ambiente do mercado propriamente dito. A relação com o associado fundamenta-se em princípios e doutrinas cooperativistas, enquanto que em sua relação com o mercado a organização cooperativa está sujeita às regras capitalistas num contexto de concorrência oligopolística, demandando desta organização competitividade, eficiência e

eficácia, exigindo da cooperativa a geração de excedentes de maneira a proporcionar seu desenvolvimento.

Na organização cooperativa, o associado participa como usuário e como proprietário. Como empreendimento comum, a organização cooperativa elimina, segundo Panzutti (1997), o mercado entre este e os cooperados, definindo esta relação como “*ato cooperativo*”. Neste sentido, a organização cooperativa incorpora estratégias específicas do cooperativismo, diferentemente das demais empresas de capital, podendo-se destacar as seguintes:

- a formação do patrimônio líquido, pois o capital não é remunerado e os fundos são indivisíveis;
- a relação empresa x mercado: a lógica da cooperativa está em se expandir dentro de sua base social, diversificando suas atividades em função da demanda de seus associados – horizontalização;
- a relação empresa x cliente: o objetivo é a prestação de serviços aos associados de maneira integral;
- a ampliação do quadro social proporciona a acumulação por meio do aumento de quotas partes, das sobras líquidas e dos fundos;
- a horizontalização é privilegiada na estratégia de crescimento da organização cooperativa, pois suas atividades dependem exclusivamente de sua clientela-proprietária (Panzutti, 1997).

A distinção entre uma organização cooperativa e uma empresa não-cooperativa pode ser melhor compreendida a partir do Quadro 1.

QUADRO 1 Comparação entre organização cooperativa e empresa não cooperativa.

Organização cooperativa	Empresa não cooperativa
1. É uma sociedade de pessoas. 2. Objetivo principal é a prestação de serviços. 3. Número ilimitado de associados. 4. Controle democrático – um homem um voto. 5. Assembléia: “quorum” baseado no número de associados. 6. Não é permitida a transferência das quotas-partes a terceiros, estranhos à sociedade. 7. Retorno proporcional ao valor das operações.	1. É uma sociedade de capital. 2. Objetivo principal: lucro. 3. Número limitado de acionistas. 4. Cada ação um voto. 5. Assembléia: “quorum” baseado no capital. 6. Transferências das ações a terceiros. 7. Dividendo proporcional ao valor das ações.

Fonte: Panzutti (1997)

O cooperativismo está presente no Brasil desde o final do século XIX, sendo que as primeiras cooperativas surgidas foram as de consumo no meio urbano. As primeiras cooperativas agropecuárias se organizaram no estado de Minas Gerais, em 1907 e, posteriormente, na região sul do país.

2.2 O cooperativismo no Brasil

O sistema cooperativista brasileiro é representado, na defesa de seus princípios e interesses, pela Organização das Cooperativas Brasileiras (OCB). Trata-se de uma sociedade civil sem fins lucrativos, que atua também como órgão técnico-consultivo do governo, congregando todas as organizações das cooperativas estaduais (OCEs). Internacionalmente, a OCB é filiada à Organização das Cooperativas das Américas (OCA) e à Aliança Cooperativa Internacional (ACI).

O cooperativismo ocupa uma posição de destaque na economia brasileira, conforme observa Ferreira (1999). O setor é representado por mais de 5.000 cooperativas, com mais de 4,4 milhões de associados, com uma participação no Produto Interno Bruto equivalente a 5,5%. A Tabela 1 exibe o número de cooperativas, cooperados e funcionários destas organizações, por região.

TABELA 1 Número de cooperativas, cooperados e funcionários, por região.

REGIÃO	Número de cooperativas	Número de cooperados	Número de funcionários
Norte	190	38.146	1.535
Nordeste	1.137	362.913	8.996
Centro-oeste	325	155.504	9.449
Sudeste	2.434	2.643.431	72.237
Sul	1.016	1.228.931	59.252
TOTAL	5.102	4.428.925	151.469

Fonte: OCB/DETEC (2000)

O cooperativismo brasileiro é regido pela Lei nº 5.764 de 16 de dezembro de 1971, definindo o regime jurídico das cooperativas, sua constituição e funcionamento, sistema de representação e órgãos de apoio. Conforme destaca Polonio (1999), além das peculiaridades da organização cooperativa, outras características, expressas pela lei, de acordo com os incisos I a XI, do art. 4º, da Lei nº 5.764, de 16/12/1971, proporcionam uma distinção mais clara:

“Art. 4º As cooperativas são sociedades de pessoas, com forma e natureza jurídica próprias, de natureza civil, não sujeitas à falência, constituídas para prestar serviços aos associados, distinguindo-se das demais sociedades pelas seguintes características:

I – adesão voluntária, com número ilimitado de associados, salvo impossibilidade técnica de prestação de serviços;

II – variabilidade do capital social representado por quotas-partes;

III – limitação do número de quotas-partes do capital para cada associado, facultado, porém, o estabelecimento de critérios de proporcionalidade, se assim for mais adequado para o cumprimento das obrigações sociais;

IV – inaccessibilidade das quotas-partes do capital a terceiros, estranhos à sociedade;

V – singularidade de voto, podendo as cooperativas centrais, federações e confederações de cooperativas, com exceção das que exerçam atividade de crédito, optar pelo critério da proporcionalidade;

VI – “quorum” para o funcionamento e deliberação da Assembléia Geral baseado no número de associados e não do capital;

VII – retorno das sobras líquidas do exercício, proporcionalmente às operações realizadas pelo associado, salvo deliberação em contrário da Assembléia Geral;

VIII – indivisibilidade dos Fundos de Reserva e de Assistência Técnica Educacional e Social;

IX – neutralidade política e discriminação religiosa, racial e social;

X – prestação de assistência aos associados e, quando previsto nos estatutos, aos empregados da cooperativa;

XI – área de admissão de associados limitada às possibilidades de reunião, controle, operações e prestação de serviços.”

O art. 10º estabelece os ramos em função das atividades da sociedade cooperativa. Dessa forma, os campos de atuação, de acordo com as definições propostas pela OCB são: agropecuário, consumo, crédito, educacional, especial, habitacional, mineral, produção, saúde, serviços, trabalho e outras.

No intuito de desempenhar suas finalidades sociais, as sociedades cooperativas acabam por realizar diversas atividades, interagindo ora com o associado cooperado, ora com terceiros, isoladamente, ou com ambos, em um mesmo ciclo operacional, como ressalta Polonio (1999). Assim, denomina-se **negócio-fim** aquele que é realizado entre o associado e a cooperativa e **negócio-meio** o realizado entre a sociedade cooperativa e o mercado.

Partindo deste raciocínio, pode-se denominar de ciclo operacional, a reunião do negócio-meio ao negócio-fim. Desse modo, a participação do cooperado em determinada atividade do ciclo operacional, configurando a realização do negócio-fim, é relevante para a caracterização do ato cooperativo. Contrariamente, a ausência do associado de forma direta, como parte das relações do ciclo operacional, caracteriza a operação como ato não-cooperativo. A Lei nº 5.764/71 em seu artigo 79, define os atos cooperativos da seguinte forma:

“Art. 79. Denominam-se atos cooperativos os praticados entre as cooperativas e seus associados, entre estes e aquelas e pelas cooperativas entre si quando associadas, para a consecução dos objetivos sociais.

Parágrafo único. O ato cooperativo não implica operação de mercado, nem contrato de compra e venda de produto ou mercadoria.”

Neste sentido, Polonio (1999) concorda que as operações realizadas pela organização cooperativa com seus associados não constituem operações mercantis. Apenas ocorre uma transferência de recursos, de forma a proporcionar as atividades da cooperativa em benefício dos cooperados, ou a transferência de resultados das atividades da empresa para seus associados, visando sempre seus interesses. Portanto, o recebimento de produtos dos associados para posterior produção e venda pela cooperativa não configura uma compra, mas sim um recebimento em consignação, para uma futura venda em nome dos cooperados, caracterizando, assim, o ato cooperativo.

O cooperativismo também é contemplado em diversos artigos da atual Constituição brasileira. Assim, cabe destacar alguns dispositivos constitucionais:

Art. 5º . Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

(...)

XVIII – a criação de associações e, na forma da lei, a de cooperativas independem de autorização, sendo vedada a interferência estatal em seu funcionamento.”

“Art. 146. Cabe à lei complementar:

(...)

III – estabelecer normas gerais em matéria de legislação tributária, especialmente sobre:

(...)

c) adequado tratamento tributário ao ato cooperativo praticado pelas sociedades cooperativas”.

“Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

(...)

Parágrafo 2º . A lei apoiará e estimulará o cooperativismo e outras formas de associativismo.”

“Art. 187. A política agrícola será planejada e executada, na forma da lei, com a participação efetiva do setor de produção, envolvendo produtores e trabalhadores rurais, bem como dos setores de comercialização, de armazenamento e de transportes, levando em conta especialmente:

(...)

VI – o cooperativismo.”

O cooperativismo agropecuário, destaca Ferreira (1999), é o ramo mais conhecido pela sociedade brasileira, fazendo-se presente em todo o território nacional. Além disso, as cooperativas agroindustriais participam de forma significativa no comércio exterior, beneficiando a balança comercial e, simultaneamente, suprindo o mercado doméstico. Constituem, dessa forma, o ramo economicamente mais forte do cooperativismo brasileiro. A Tabela 2 destaca a participação do ramo agropecuário no cooperativismo brasileiro.

TABELA 2. Número de cooperativas, cooperados e funcionários, por ramo.

Ramo	Número de cooperativas	Número de cooperados	Número de funcionários
Agropecuário	1.408	1.028.378	108.370
Consumo	193	1.412.664	8.017
Crédito	890	825.911	5.800
Educacional	193	65.818	2.330
Energia e telecomunicações	187	523.179	5.161
Especial escolar	4	1.964	6
Habitacional	202	46.216	1.226
Mineração	15	4.027	24
Produção	91	4.372	35
Saúde	585	288.929	15.443
Trabalho	1.334	227.467	5.057
TOTAL	5.102	4.428.925	151.469

Fonte: OCB/DETEC (2000)

Bialoskorski Neto (1994) observa que o cooperativismo no Brasil apresenta um desenvolvimento mais intenso no setor primário da economia (agricultura), em função das estruturas de mercado verificadas neste setor.

2.3 As cooperativas agroindustriais

As cooperativas agroindustriais, segundo a definição oferecida pela OCB, são aquelas nas quais os produtores rurais se associam para a execução das etapas que envolvem a agricultura ou a pecuária, tais como a compra de sementes, o beneficiamento, o armazenamento da produção e o escoamento da safra. Essas tarefas podem ser executadas pela cooperativa, resultando em maior probabilidade de sucesso na comercialização do produto.

A explicação para a predominância do ramo agropecuário no cooperativismo brasileiro, segundo Bialoskorski Neto (1994), é que a agricultura, como setor primário da economia, interage, tanto a montante como a

jusante, com oligopólios. Por sua vez, a atividade agropecuária tende a ser competitiva, sendo “tomadora” de preços quando da compra de insumos e venda da produção. Dessa forma, a constituição de estruturas econômicas intermediárias, como são as empresas cooperativas, apresenta a possibilidade de diminuição de riscos e agregação de valor para os produtores cooperados que, agindo individualmente, não obteriam um resultado que lhes fosse favorável na relação com um mercado oligopolista.

Estudando o *agribusiness* cooperativo paulista, Bialoskorski Neto (1994) observou que, para cada 10% de incremento no número de cooperados, verifica-se um provável aumento de 2,5% na renda média dos produtores agrícolas. Este resultado indica, portanto, que o fato de o produtor estar associado a uma cooperativa é importante para o aumento da renda média e, conseqüentemente, para o aumento do seu nível de utilidade. Deve-se levar em consideração também que este incremento de utilidade não seja resultante apenas do aumento da renda média do produtor, mas também da prestação de serviços pela cooperativa. A distribuição “pro-rata” das sobras do exercício também pode contribuir para este aumento de renda, visto que este preceito doutrinário possibilita um benefício, somente para os produtores rurais associados em uma cooperativa e não os demais agricultores integrados em uma firma de capital.

Analisando-se as cooperativas agroindustriais sob a ótica microeconômica, Bialoskorski Neto (1994) compara a equação de uma firma de capital agroprocessadora à uma organização cooperativa de acordo com o seguinte modelo:

$$L = P_y \cdot Y - P_i \cdot X_i - P_m \cdot M - F$$

Onde:

L é o lucro da firma;

P_y é o preço pago por seus produtos processados;

Y é a quantidade destes produtos;

P_i é o preço do insumo i;

X_i é a quantidade deste insumo;

P_m é o preço pago ao produtor rural pelo seu produto agrícola a ser processado

M corresponde a quantidade deste produto;

F são os custos fixos da empresa.

A organização cooperativa, doutrinariamente, não objetiva a geração de lucro, sendo seu resultado classificado, conforme a legislação, como sobras do exercício, resultantes da diferença entre os custos operacionais e as receitas obtidas. Desse modo, na equação acima, o lucro (L) é igual a zero e a equação toma a seguinte forma:

$$P_m \cdot M = P_y \cdot Y - P_i \cdot X_i - F$$

Partindo das equações acima, a diferença entre as duas organizações se evidencia. Enquanto a firma de capital apresenta uma tendência à maximização do lucro, portanto, inversamente proporcional aos ganhos do produtor, a sociedade cooperativa, dada a ausência de lucro, busca a maximização dos ganhos de seu produtor cooperado.

Assim, sob uma consideração do ponto de vista microeconômico a respeito da organização cooperativa agropecuária, Bialoskorski Neto (1994) conclui:

“De qualquer modo, fica evidente que sob a ótica microeconômica a empresa cooperativada é, por um lado, interessante ao produtor rural, elevando a sua renda média e trazendo utilidade – possivelmente devido à prestação de serviços e ao preceito doutrinário da distribuição “pro-rata” das sobras – mas, por outro lado, essa empresa tenderia a maximizar estas prestações ou benefícios concedidos aos seus associados, que ao mesmo tempo são proprietários e usuários da empresa, podendo levar esse empreendimento a uma situação de máxima eficiência física no uso de insumos e não à máxima eficiência econômica, devido ao preceito doutrinário da ausência de lucros ou ganhos.” (Bialoskorski Neto, 1994: 74).

Analisando o desenvolvimento das cooperativas agroindustriais latino-americanas, Amodeo (1999) observa que este processo estava diretamente relacionado às políticas públicas aplicadas ao setor. Assim, as cooperativas articulavam para seus associados as políticas governamentais, administrando programas e investimentos específicos, além de verbas e subsídios especiais. Essas políticas objetivavam a proteção e o fomento da produção nacional, em conformidade com as políticas de substituição de importações. Neste contexto, as empresas cooperativas agroindustriais eram protegidas do ambiente do mercado, de concorrência e competitividade, resultando em uma determinada cultura organizacional cooperativa.

Panzutti (1997) observa que, a partir dos anos 1970, as empresas cooperativas passaram de empresas comerciais a empresas agroindustriais, por meio de um processo de incorporações e fusões, ampliando as atividades da organização cooperativa. Este processo se dá no mesmo período em que a dinâmica econômica e política da produção agrícola passou a ser determinada pelo capital agroindustrial e as cooperativas agrícolas passaram a fazer parte dos complexos agroindustriais.

A agroindustrialização das empresas envolve a manufatura, a distribuição de insumos para a unidade produtiva agrícola e também, as

operações de armazenagem, processamento, industrialização e distribuição da produção industrializada. Este processo proporciona a operação em maior escala, redução de custos, diversificação das atividades produtivas, objetivando a prestação de serviços aos cooperados e o aumento da participação de mercado.

Neste momento, a questão que surge é: de que forma a gestão financeira da organização cooperativa pode contribuir para o cumprimento da missão social desta organização, qual seja, o desenvolvimento e inserção do cooperado no mercado, ao mesmo tempo em que deve se desempenhar neste mesmo mercado capitalista e oligopolizado, como uma empresa competitiva? Partindo do pressuposto que o objetivo da administração financeira é promover a maximização da riqueza dos proprietários da firma e, observadas as peculiaridades da organização cooperativa, procura-se identificar e analisar se ocorre uma criação de valor na interação da cooperativa com o mercado, em favor de seu produtor-associado.

No que diz respeito à gestão financeira de cooperativas agroindustriais, alguns estudos podem ser destacados. Oliveira Netto (1972) desenvolveu uma pesquisa a respeito do capital de giro de cooperativas de suinocultores, observando os aspectos relativos ao crédito utilizado. O trabalho concluiu que há insuficiência de capital de giro, causada em parte por falhas administrativas, pagamento dos impostos em dia, o que não se verifica de maneira regular com as empresas capitalistas e o investimento de grandes somas em modernização de instalações.

Uma análise da estrutura patrimonial de que se servem as cooperativas agrícolas para a prestação de serviços e as limitações administrativas no uso das fontes de capital, foi realizado por Gava (1972). O autor conclui que a formação de capital próprio é o principal entrave ao desenvolvimento das cooperativas. Dessa forma, a utilização de crédito é relevante como fonte de capital. Além disso, as cooperativas operam com custos elevados e seus índices econômico-

financeiros demonstram a insuficiência de recursos para o aumento e melhoria da prestação de serviços aos cooperados. Acrescenta ainda o autor que a utilização dos meios de produção como fonte de capital é insignificante.

Santana (1989) analisou a questão do crescimento econômico em cooperativas agrícolas e sua relação com o processo de captação interna de recursos e suas aplicações em immobilizações. O estudo enfocou a capacidade de autofinanciamento da Cooperativa Agrícola de Cotia (CAC), observando que a empresa realizava seus investimentos com recursos próprios, captados através de retenções sobre as operações dos cooperados, proporcionando a constituição de reservas. Dessa forma, essas retenções constituíram as principais fontes de captação interna e não as sobras líquidas.

Um estudo das cooperativas agroindustriais sob a ótica microeconômica, da organização industrial e da economia de empresas é desenvolvido por Bialoskorski Neto (1994). O autor analisa e discute a doutrina cooperativista como um dos determinantes do desempenho dessas empresas, concluindo que o cooperativismo apresenta para o produtor rural uma grande vantagem, visto que proporciona um incremento do seu nível de renda e, conseqüentemente, a utilidade do associado. A própria questão doutrinária do cooperativismo quanto à inexistência de lucro, leva a uma situação em que pode existir uma tendência de maximização do ganho isolado do produtor e não, de sua organização cooperativa.

Ferreira (1997) realizou uma análise da estrutura, conduta e desempenho financeiro de cooperativas de laticínios do estado de Minas Gerais diante da tendência do aumento de competição das empresas do setor. No que concerne à análise específica do desempenho financeiro das cooperativas, procurou-se a identificação da eficiência setorial em termos de resultados lucrativos. Neste sentido, a rentabilidade das vendas consistiu de um dos principais índices calculados. Os resultados da pesquisa indicaram cooperativas com o perfil de

uma estrutura de receitas e custos mal organizada e com baixo grau de atividade operacional em relação aos investimentos, bem como dificuldades de aproveitamento do potencial de mercado.

O estudo de Panzutti (1997) teve o objetivo de demonstrar que as sociedades cooperativas agrícolas, em função de suas particularidades, se constituem em unidades autônomas e, assim, desenvolvem estratégias próprias que as diferenciam das empresas não cooperativas. Assim, procurou-se uma contraposição à idéia de que as cooperativas agrícolas devem se endividar, dada a incapacidade de financiamento com recursos próprios, em função da descapitalização de seus associados, para que possam desenvolver um processo de crescimento. O autor parte da hipótese de que a entrada da cooperativa em um processo de agroindustrialização conduz a empresa a um novo nível operacional, proporcionando o atendimento simultâneo das demandas de seus cooperados e das exigências do mercado capitalista. Desse modo, a trajetória de crescimento das cooperativas é definida por estratégias empresariais específicas, contribuindo para um desenvolvimento econômico e social mais amplo.

Ferreira (1999) realizou o levantamento de índices-padrão e analisou a situação financeira, econômica e político-social de cooperativas agroindustriais de leite e café da região sul do estado de Minas Gerais, para o período de 1994 a 1997. Para tanto, realizou uma análise financeira tradicional, por meio do cálculo de índices econômico-financeiros. De forma geral, o autor concluiu que as cooperativas analisadas obtiveram um desempenho satisfatório em termos de liquidez, o que não ocorreu com relação à capacidade operacional e ao desempenho econômico.

Destacando a experiência do cooperativismo em outros países, Zylbersztajn et al. (1999) mostraram que a alavancagem financeira é de fundamental importância para garantir as fontes de recursos de capital necessários para o crescimento sustentado e uniforme do sistema. O fato da

cooperativa não estar sujeita à falência, bem como não ter direito à concordata, determina alguns custos financeiros importantes para a estrutura de capital. Isto porque os agentes financeiros relutam em emprestar para as cooperativas por causa destas características institucionais do cooperativismo.

Considerando que este trabalho refere-se à gestão financeira de cooperativas agroindustriais, cabe destacar as características particulares da estrutura de capital dessas organizações.

2.4 Especificidades da estrutura de capital das cooperativas

A estrutura de capital das empresas cooperativas possui algumas especificidades, em função de serem empresas que não objetivam a obtenção de lucro em suas operações e serem formadas por quotas de capital. Assim, como observa Bialoskorski Neto (1998), com relação ao capital próprio, duas questões devem ser consideradas: os fundos indivisíveis obrigatórios e a quota-parte que, de acordo com a legislação, é um instrumento financeiro intransferível em mercados abertos.

2.4.1 Patrimônio líquido

O patrimônio líquido, de acordo com as normas da contabilidade, corresponde aos bens e direitos deduzidos das obrigações da sociedade, sendo, portanto, os recursos investidos na sociedade pertencentes aos seus sócios. Porém, apesar da semelhança das contas do patrimônio líquido da sociedade cooperativa com os demais tipos de sociedade, não se pode dizer, conforme destaca Polônio (1999), que o patrimônio líquido pertença aos cooperados.

Com exceção da conta de capital e, eventualmente, de alguma conta de reservas livres (outros fundos), as demais contas do patrimônio líquido não são divisíveis entre os associados da cooperativa. O patrimônio líquido em uma sociedade cooperativa é composto pelas seguintes principais contas:

- **Capital social**

O capital social corresponde aos recursos investidos pelos associados cooperados na sociedade cooperativa, dividido em quotas-partes. Como observa Polonio (1999), o capital social não constitui, para o cooperado, um atrativo em função da não atribuição de nenhuma vantagem financeira ou poder de administração da sociedade, de forma proporcional à sua participação na formação do capital. Ocorre somente a distribuição de juros de até 12% ao ano sobre o capital integralizado.

- **Reserva de capital**

Com a revogação da correção monetária dos balanços, a conta de reserva de capital limita-se a registrar os demais valores atribuíveis à conta de reserva de capital, a exemplo do que ocorre nas demais sociedades.

- **Reserva de equalização**

A conta de reserva de equalização tem a finalidade de registrar o resultado de correções ou reavaliações efetuadas.

- **Fundo de reserva**

O fundo de reserva é destinado a reparar perdas e a atender ao desenvolvimento das atividades da sociedade, sendo comparável à reserva legal na sociedade anônima. Os recursos necessários à sua constituição são gerados pela seguinte operação: 10% no mínimo, das sobras líquidas apuradas no exercício

Além das finalidades que lhe são intrínsecas, o fundo de reserva somente poderá ser utilizado para compensar prejuízos contábeis, conforme dispõe o art. 89 da Lei 5.764/71.

- **Fundo de Assistência Técnica, Educacional e Social (FATES)**

O Fundo de Assistência Técnica, Educacional e Social (FATES) destina-se à prestação de assistência aos associados, seus familiares e, quando previsto

nos estatutos, aos empregados da cooperativa. Para sua constituição, os recursos são gerados a partir das seguintes operações:

- a) resultados apurados em atos não cooperativos (arts. 85 a 87 da Lei nº 5.764/71);
- b) resultado positivo decorrente de avaliação de investimentos pelo método de equivalência patrimonial (parágrafo único do art. 88 da Lei nº 5.764/71);
- c) dividendos recebidos de investimentos avaliados pelo custo de aquisição corrigido monetariamente (parágrafo único do art. 88 da Lei nº 5.764/71);
- d) 5%, no mínimo, das sobras líquidas apuradas no exercício.

Além dos fundos acima mencionados, a Assembléia Geral poderá criar outros fundos, com recursos destinados a fins específicos, fixando o modo de formação, aplicação e liquidação (Lei nº 5.764/71).

Bialoskorki Neto (1998) destaca que, de forma geral, apenas uma pequena parte do patrimônio líquido é constituída pelo capital social realizado. Neste sentido, considerando a quota-parte como um investimento do cooperado, o que se verifica é que, além de não apresentar liquidez, este capital realizado também acaba por não apresentar o incremento proporcionado pela valorização dos negócios e imobilizados.

A constituição dos fundos obrigatórios e sua não distribuição aos cooperados faz com que estes fundos não se apresentem como uma fonte custosa de capital. Assim, Bialoskorski Neto (1998) salienta que esta situação leva a administração da cooperativa a subestimar o real custo do capital, podendo aprovar projetos de investimento que não proporcionem as melhores taxas de retorno do capital. Conseqüentemente, o custo médio ponderado de capital será influenciado por estas características da estrutura de capital das cooperativas, dificultando a definição do custo de capital próprio e do valor da empresa.

Os fundos formados para investimento, portanto, segundo Bialoskorski Neto (1998), representam uma origem de recursos a um custo de oportunidade praticamente nulo. Este fato leva à realização de investimentos sem grandes critérios de avaliação e retorno, influenciando a estrutura de capital da organização cooperativa, quando complementados por empréstimos de agentes financeiros.

Todas estas especificidades da estrutura de capital das cooperativas podem ser explicadas pelo fato de que o empreendimento cooperativo não objetiva a promoção de retornos financeiros para seus associados. Assim, os objetivos do sistema cooperativo dizem respeito ao repasse de benefícios na forma de um melhor sistema de preços e de prestação de serviços, fazendo com que dificilmente se observe o aparecimento de resíduos.

Panzutti (1997) observa que, mesmo sendo a cooperativa uma empresa de pessoas e não de capital, este adquire importância fundamental para o desenvolvimento da organização. Isto porque um dos condicionantes do investimento é o capital próprio ou patrimônio líquido. No entanto, o patrimônio líquido da cooperativa tem sua particularidade, qual seja, se os fundos prevalecerem sobre o capital integralizado, na composição do patrimônio líquido, esta empresa é estável, pois os fundos são indivisíveis. Se ocorrer o inverso, esta será instável, pois o capital é variável e, neste caso, o grau de risco será também crescente. Sob este prisma, superar esta dificuldade sem onerar o associado é um dos desafios da cooperativa.

Panzutti (1997) destaca que como a cooperativa é uma organização que instrumentaliza os negócios individuais de seus associados, o repasse aparece no lado do ativo com as denominações de conta movimento e conta financiamento. Ele corresponde a compromissos financeiros que o cooperado tem em relação à cooperativa e esta perante a terceiros. A cooperativa, para fornecer insumos aos seus associados, utiliza empréstimos de instituições financeiras privadas ou

públicas. Uma vez obtido o crédito, a cooperativa compra insumos para seus cooperados, com o objetivo de atendê-los principalmente na parte de custeio. Essa é a origem da conta associado no item financiamento. A cooperativa de produtores, na verdade, obtém crédito e repassa produto.

2.4.2 Imposto de renda

As sociedades cooperativas, destaca Polonio (1999), alinham um perfil de sociedades sem fins lucrativos, dado que seu objetivo está voltado para os cooperados e não para a cooperativa. O pressuposto para a incidência de Imposto de Renda de Pessoa Jurídica é a apuração de lucro, o que não se observa nas sociedades cooperativas, pelo menos no que diz respeito aos atos cooperativos.

O artigo 111 da Lei nº 5.764/71 considera como renda tributável os resultados positivos obtidos pelas cooperativas nas seguintes operações:

- aquisição, pelas cooperativas agroindustriais, de produtos de não associados, agricultores ou pecuaristas, para completar lotes destinados ao cumprimento de contratos ou suprir capacidade ociosa de instalações industriais das cooperativas que as possuem;
- fornecimento de bens e serviços a não associados, desde que tal faculdade atenda aos objetivos sociais e esteja em conformidade com a lei;
- participação em sociedades não cooperativas públicas ou privadas, em caráter excepcional, para atendimento de objetivos acessórios ou complementares.

O fato de as sociedades cooperativas não buscarem o lucro, mas a prestação de serviços a seus associados e a conseqüente não incidência de Imposto de Renda de Pessoa Jurídica sobre seus resultados limita, portanto, a aplicação daquilo que é preconizado pela moderna teoria financeira. Isto ocorre,

principalmente, no que concerne à otimização da estrutura de capital em função da participação do capital de terceiros, favorecida em função da dedutibilidade fiscal dos juros.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 Gestão financeira baseada na criação de valor econômico

Numa economia de mercado, observa Falcini (1995), na qual estão inseridas as cooperativas agroindustriais, e de acordo com as modernas teorias de administração financeira, são as decisões relativas aos investimentos e seus respectivos financiamentos que determinarão o risco do negócio, o risco financeiro, o lucro e, o que é mais importante, o valor econômico intrínseco à empresa que será refletido em seu preço de mercado, em última análise, a medida final e definitiva de sua eficiência econômica e social.

Tanto os administradores, quanto os proprietários ou investidores, nos seus papéis socioeconômicos de alocadores de recursos escassos exercem influência e são influenciados por aquelas decisões. Eles têm como interesse comum a necessidade de conhecer e prever seus efeitos sobre a capacidade de sobrevivência do empreendimento dentro de seu meio ambiente, traduzido pelo seu valor econômico. Porém, esse elo de ligação entre administradores e investidores, ou seja, a noção de valor econômico de um empreendimento como a medida final de sua eficiência econômico-social, ainda não está totalmente disseminada entre ambos. Isto se dá em função da ênfase exagerada dispensada, de maneira geral, aos dados financeiros tradicionais de origem contábil, além da falta de divulgação, no nível prático, junto aos usuários potenciais dos modernos modelos de estimativa do valor econômico e de suas ampliações e adaptações para uso comum, de forma a nortear administradores e investidores no processo decisório (Falcini, 1995).

O valor, conforme assinala Assaf Neto (1999), é uma medida mais completa do que o lucro, visto que considera a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários do capital (credores e

proprietários) e o risco associado ao investimento. Nesse sentido, a medida de valor incorpora uma visão de longo prazo, relacionada à continuidade do empreendimento, indicando seu poder de ganho, competitividade e agregação de riqueza aos seus proprietários.

A simples satisfação das expectativas mínimas de retorno limita o valor de mercado da empresa ao valor de reposição dos ativos fixos e de giro. A criação de valor se apresentará somente quando da superação, por parte das receitas, de todos os custos envolvidos, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio, indicando assim, como resultado adicional, uma agregação de riqueza conhecida por *MVA*² (*Market Value Added*), conforme assinala Assaf Neto (1999).

Solomon & Pringle (1981) observam que a abordagem de maximização do valor promove uma comparação entre valor e custo. Dessa forma, uma medida cujo valor descontado, que expresse tanto os fatores incerteza e risco quanto o fator tempo, é superior ao seu custo, pode ser considerada como geradora de valor. Assim, propostas que incrementem o valor da empresa devem ser implementadas, enquanto que aquelas que apresentam um valor descontado inferior ao custo devem ser rejeitadas, visto que reduzem o valor da empresa. Quando somente uma dentre alternativas mutuamente exclusivas pode ser escolhida, a opção deve recair sobre aquela que apresenta o maior valor presente líquido positivo.

O objetivo de criação de valor, segundo Assaf Neto (1999), requer determinadas estratégias financeiras e novas medidas de sucesso empresarial, voltadas à agregação de riqueza aos proprietários da empresa. A criação de valor, além de superar o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas, incorpora a remuneração dos custos implícitos, ou seja, o custo de

² MVA e EVA são marcas registradas da Stern, Stewart & Co., New York.

oportunidade do capital (próprio e de terceiros) investido, ignorado pela contabilidade tradicional.

As decisões financeiras, de acordo com Assaf Neto (1999), estão voltadas para o objetivo de criação de valor aos proprietários, podendo ser identificadas em três dimensões: investimento, financiamento e operacional. A capacidade de agregação de valor da empresa é avaliada pelo desenvolvimento de direcionadores de valor do negócio. O direcionador de valor pode ser entendido como qualquer variável que tem influência sobre o valor da empresa e a análise desses indicadores possibilita o estudo da cadeia de resultados que agrega valor para a empresa, identificando seus pontos fortes e fracos. O Quadro 2 estabelece uma relação entre as decisões financeiras e os direcionadores de valor.

QUADRO 2 Decisões financeiras e direcionadores de valor.

DECISÕES FINANCEIRAS	OBJETIVO ESTRATÉGICO	DIRECIONADORES DE VALOR
Investimento	Realizar investimentos voltados à agregação de valor pela obtenção de uma taxa de retorno maior que o custo de capital.	Investimento em capital fixo. Oportunidades de investimentos.
Financiamento	Minimizar o custo de capital da empresa – Custo Médio Ponderado de Capital - , promovendo o incremento de seu valor de mercado.	Estrutura de capital. Custo do capital próprio. Custo do capital de terceiros. Custo de Capital (CmePC)
Operacionais	Maximizar a eficiência das decisões operacionais	Investimento operacional em giro (IOG)

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (1999)

Assaf Neto (1999) ressalta que para uma empresa que trabalha principalmente com capital próprio, a destruição de valor não é tão evidente, exigindo controles financeiros mais apurados que os fornecidos pela contabilidade tradicional. O custo de oportunidade do capital próprio não demanda desembolsos periódicos obrigatórios de caixa, assim como não é registrado como despesa nos demonstrativos de resultados, permitindo que os resultados financeiros (liquidez) e econômicos (lucros) não sejam afetados por estratégias destruidoras de valor. Dessa forma, a empresa convive com indicadores positivos de lucratividade, simultaneamente a uma redução de seu preço de negociação no mercado.

Teorias e pesquisas empíricas têm comprovado a importância ou não das decisões relativas a investimentos, financiamentos e dividendos como fatores determinantes do valor econômico de uma empresa, simultaneamente ao desenvolvimento de técnicas específicas de administração financeira visando dar suporte aos processos de decisão direcionados à otimização do valor intrínseco do sistema-empresa. Dentre todas essas teorias, pesquisas e técnicas, existe um elemento econômico comum mencionado e utilizado em todos os modelos, podendo ser identificado por meio de uma única palavra: lucro.

Para Assaf Neto (1997), a informação contábil, apurada pelo modo convencional, não reflete o valor de mercado de um ativo. A contabilidade costuma expressar seus valores com base no princípio do custo, que está preferencialmente voltado para a apuração do lucro e não para expressar os valores de venda dos ativos. É importante destacar que o valor de um bem é função de sua capacidade esperada de gerar riqueza e não de seus resultados acumulados em exercícios passados e registrados em contas patrimoniais.

O valor de uma empresa depende de seu desempenho esperado no futuro, do que ela é capaz de produzir de riqueza e não do custo de seus ativos ou de eventuais lucros acumulados no passado. A avaliação de uma empresa

para a administração financeira volta-se ao seu valor intrínseco, que é função dos benefícios econômicos de caixa esperados, do risco associado a estes resultados e da taxa de retorno exigida pelos investidores (Assaf Neto, 1997).

Um indicador gerencial da qualidade dos investimentos empresariais é obtido pela comparação entre o lucro operacional e o custo total de capital determinado a partir de suas fontes de financiamento. A empresa agrega valor econômico à medida que o resultado de suas operações excede ao seu custo de captação, revelando o desempenho do capital empregado.

Faz-se necessário, portanto, buscar uma determinação do que possa ser um lucro adequado economicamente, para utilização dentro do processo decisório que vise à otimização do valor econômico da empresa.

3.2 Lucro econômico x lucro contábil

O uso do termo “*lucro*” está associado à propriedade de uma firma, constituindo uma recompensa em troca do risco associado e uma remuneração dos proprietários. Em termos gerais, os lucros devem medir a variação do valor da empresa, em determinado período de tempo. Assim, de acordo com Archer & D’Ambrosio (1976), “*se este valor, ao final do período, somado ao valor dos ativos recebidos durante o período, deduzido do valor dos ativos cedidos como contribuição à firma, supera o valor da propriedade no início do período, há uma obtenção de lucro por parte dos proprietários.*” Logicamente, se não há uma superação do valor inicial da propriedade, ocorre um prejuízo, ou lucro negativo.

Ponte (1998) observa que muitas críticas têm sido feitas ao lucro apurado pelas demonstrações contábeis, buscando-se concomitantemente, critérios de mensuração de ativos que proporcionem a identificação, por meio do lucro contábil, do crescimento da riqueza da entidade, face a princípios contábeis que enfatizam custos e não valores.

Hendriksen³ (1982), citado por Ponte (1998), argumenta que todos os conceitos de lucros de origem contábil são teórica e praticamente irrealis na apresentação de informações relevantes aos investidores e outros usuários, pelas suas deficiências interpretativas no mundo real e ausência das necessárias características comportamentais. Devem ser buscadas alternativas que proporcionem aos usuários dos demonstrativos financeiros a seleção de dados relevantes que permitam realizar previsões relativas ao valor do empreendimento e outras avaliações alternativas consoantes seus processos de tomada de decisão.

Ponte (1998) promove uma discussão a respeito do caminho percorrido pela contabilidade na busca da mensuração de um lucro capaz de identificar o crescimento da riqueza da empresa. Isto porque não se apresenta como satisfatório um conceito de lucro que é apenas o resíduo do processo de confrontação entre receitas realizadas e custos incorridos. Inicialmente, parte do conceito de lucro econômico como sendo o montante pelo qual a riqueza líquida da empresa cresce durante um período, ajustado pelo valor de novos aportes de capital e distribuições de dividendos.

Neste sentido, esta definição também seria válida para o lucro contábil, já que o lucro líquido contábil é a figura que liga a riqueza líquida de uma empresa retratada em seu balanço no começo do período contábil e o balanço do final do período. A diferença consiste no fato, segundo Ponte (1998), de que, para a apuração do lucro econômico, a avaliação da riqueza líquida requer a capitalização dos recebimentos líquidos futuros esperados, enquanto que o lucro contábil somente requer que a avaliação dos ativos seja feita nas bases de custos não expirados.

O lucro econômico também pode ser mensurado por valorização, reconhecido logo que ocorre um crescimento de valor na riqueza líquida, lida

³ HENDRIKSEN, E. S. *Accounting theory*. 4.ed. Illinois: R. D. Irwin, 1982. p.168

com expectativas e julgamentos, derivado da noção básica de lucro como utilidade, sempre pensado em termos reais. Por sua vez, o lucro contábil é mensurado por confrontação, reconhecido somente quando a venda é realizada, dá ênfase na objetividade, não depende de expectativas, sendo pensado em termos monetários e não em termos reais (Ponte, 1998). Sinteticamente, o Quadro 3 expressa as diferenças entre lucro econômico e lucro contábil.

QUADRO 3 Lucro econômico x lucro contábil

LUCRO ECONÔMICO	LUCRO CONTÁBIL
Incremento na riqueza líquida	Valor residual do processo de confrontação entre receitas e despesas
Ativos são avaliados pelo fluxo de benefícios líquidos futuros	Ativos são avaliados por custos não consumidos
Subjetividade e expectativas	A subjetividade é quase eliminada
Mensuração é complexa	Mensuração é simplificada
É incerto e subjetivo	É objetivo
Ênfase na mensuração de valor	Ênfase na objetividade
O princípio da capitalização é fundamental no processo de avaliação	

Fonte: Adaptado de Ponte (1998).

Avaliando a aplicabilidade do conceito contábil de lucro para o propósito de mensurar o sucesso ou insucesso empresarial, Ponte (1998) afirma que a utilização do lucro contábil pode levar a interpretações equivocadas. Isso ocorre porque foca atenção apenas nos resultados obtidos na realização de ativos e ignora todas as outras mudanças de valor, exceto aquelas abrangidas pela regra do “custo ou mercado” e pela depreciação. Dessa forma, o conceito de lucro contábil seria prático, mas de baixo valor efetivo. Assim, conclui que o lucro

periódico não é uma ferramenta efetiva para o controle e planejamento financeiro.

Archer & D'Ambrosio (1976) observam que existe um custo implícito associado à decisão do proprietário de uma empresa quando ele fornece algo à sua organização, seja capital, trabalho ou qualquer outro fator de produção. Dessa forma, este proprietário só será beneficiado por sua decisão quando os lucros alcançarem um nível superior ao somatório destes custos implícitos. Neste sentido, o custo de oportunidade do capital é o meio adequado para a determinação dos custos implícitos, que podem ser mensurados por meio de uma estimativa dos lucros potenciais, de acordo com as condições da melhor alternativa de alocação de recursos disponível. Desta colocação anterior decorre a noção de lucro econômico, como segue:

$$\text{Lucros Econômicos} = \text{Lucros} - \text{Custos de propriedade do capital}$$

Dessa forma, o custo implícito de capital dos recursos captados e investidos pela empresa pode ser definido como a taxa de retorno do melhor projeto da empresa, da melhor oportunidade de investimento do acionista ou proprietário ou da melhor oportunidade de consumo deste proprietário que seria descartada se o projeto então avaliado for aceito.

Falcini (1995) observa que é notória a ênfase dada à figura do lucro líquido contábil apresentado nas demonstrações financeiras e a certas medidas de performance que utiliza essa espécie de lucro como base de cálculo. Dentre elas, se destaca a medida conhecida por ROI (*Return on Investment*) ou a taxa de retorno sobre o investimento que, junto com sua variante, taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, se tornou um mito na área financeira, sendo utilizada largamente, tanto no processo de avaliação de desempenho administrativo, como no processo de tomada de decisão sobre investimentos.

A utilização indiscriminada dessa medida enfatizando a figura do resultado líquido contábil incentivou os administradores contemporâneos a atingir e demonstrar lucros contábeis dentro de períodos também contábeis ou fiscais, nem sempre compatíveis com os ciclos econômicos dos projetos de investimentos. A visão de curto prazo proporcionada pelo ROI, de acordo com Falcini (1995), não evidencia o declínio do valor econômico da empresa quando determinados ativos indispensáveis à sobrevivência a longo prazo da organização, dentro do meio ambiente do mundo real, são relegados a favor de uma visão de curto prazo, baseada no ROI e apoiada em números e lucro contábeis.

Os planos estratégicos devem ser avaliados em termos econômicos racionais. Desse modo, tanto as medidas de lucro contábil por ação como o ROI contábil não se aplicam a tal finalidade, visto que ambas medidas não são indicadores confiáveis do valor econômico. Assim, a utilização contínua desses dados contábeis como padrões de performance financeira acaba tão somente por impedir maior desenvolvimento dentro do planejamento e controle financeiro visando à real maximização da riqueza dos acionistas (Falcini, 1995).

Os investidores, sejam de capital de risco assim como os credores por empréstimo, ambos na qualidade de financiadores de um empreendimento, basearão suas decisões considerando o fluxo de fundos de caixa líquido gerado pelas atividades operacionais. Estes fundos de caixa gerados pelas atividades são os eventos reais básicos geradores dos números contábeis, traduzindo um conteúdo informacional real ao mercado.

Dessa forma, o fluxo de fundos de caixa, ou mais especificamente o fluxo de fundos de caixa líquido gerado pelas operações é, sem dúvida, uma base mais segura que pode ser utilizada como lucro especificamente para a avaliação econômica dos investimentos em substituição a imperfeita e irreal figura do lucro contábil. Esse fluxo, suplementado por outros dados, permitirá a

usuários específicos fazer suas próprias previsões a respeito do futuro e valor econômico da empresa (Falcini, 1995).

Assim, o lucro básico adequado para utilização no processo de medição do desempenho econômico das empresas e de seus respectivos projetos e estratégias é aquele representado pelos fundos de caixa gerados pelas atividades operacionais, dentro dos ciclos operacionais econômicos de cada empreendimento. Desse modo, o lucro ou resultado contábil, na forma como é deduzido e apresentado nas demonstrações financeiras, não se presta diretamente a essa finalidade específica, quer em relação aos critérios adotados na sua formação, quer em relação aos períodos generalizados de tempo em que esse resultado é acumulado (Falcini, 1995).

Estando em conformidade com o objetivo de maximização do valor da empresa para o seu proprietário, Frezatti (1998) destaca que, internamente à empresa, alguma técnica deve estar disponível, de forma a possibilitar a análise, avaliação e direcionamento das decisões empresariais. A abordagem do Resultado Econômico Residual (RER) procura identificar o resultado operacional, líquido do imposto de renda, mas não afetado pelo custo de financiamento das operações, propiciando uma análise distinta da operação, financiamento e gestão do investimento da organização. G. Bennett Stewart, III estudou esta abordagem e introduziu o conceito sob o nome de *Economic Value Added* (EVA[®]) ou Valor Econômico Adicionado, apesar deste tema ter sido anteriormente analisado por David Ricardo, Marshall, Anthony, Schmalenbach e outros.

Esta abordagem considera que o lucro só terá relevância para a continuidade de um empreendimento se, no mínimo, igualar o custo de oportunidade do capital. O investimento efetuado pelo proprietário somente será atrativo economicamente se o retorno gerado for capaz de remunerar o custo de oportunidade do capital próprio aplicado no negócio. Assim, a mera existência

de lucro não pressupõe a remuneração do capital investido e a atratividade econômica do empreendimento, dado que a agregação de valor por parte de um ativo somente ocorrerá se os seus fluxos operacionais de caixa esperados, descontados a uma taxa que reflete as expectativas de risco dos proprietários do capital produzir um valor presente líquido positivo.

Uma medida financeira reveladora do alcance das decisões empresariais sobre o seu valor de mercado é o valor econômico adicionado, medido pelo diferencial do retorno operacional dos investimentos e as remunerações esperadas pelos proprietários de capital (próprios e de terceiros).

3.3 O Valor Econômico Adicionado – EVA[®] (*Economic Value Added*)

A literatura a respeito da análise econômico-financeira das organizações indica que, na maioria das vezes, o desempenho das empresas costuma ser avaliado pelo cálculo de índices financeiros. Como exemplo, podem-se citar o retorno sobre o patrimônio líquido (lucro líquido/patrimônio líquido), retorno sobre o total de ativos (lucro líquido/total de ativos), dentre outros índices. Todas essas medidas de desempenho, observa Bastos (1999), têm em comum o fato de se fundamentarem exclusivamente em informações contábeis, além de não levarem em consideração a exigência de uma rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos proprietários da firma.

O Resultado Econômico Residual (RER), de acordo com Frezatti (1998), tem algumas vantagens que não devem ser ignoradas:

- linguagem simples, tornando factível e praticável uma abordagem considerada essencialmente acadêmica e complexa;
- o RER apresenta uma complementaridade à contabilidade e não uma oposição;
- análise do desempenho interno das organizações;
- análise de investimento;

- análise do mercado;
- o resultado líquido após a remuneração de todos os *stakeholders*⁴ envolvidos indica o que realmente sobra para a entidade;
- o cálculo do RER decomposto em capital investido, retorno operacional e custo de capital permite ao analista externo entender o desempenho da organização em termos operacionais, financeiro e de gestão dos seus investimentos.

Por outro lado, uma limitação fundamental da abordagem do Resultado Econômico Residual apresenta:

- subjetividade dos critérios superior ao que os contadores estão acostumados a encontrar:
 - custo de oportunidade como novo elemento a tratar;
 - dificuldade no entendimento do que significa o resultado econômico.

O método do *Economic Value Added (EVA®)* ou Valor Econômico Adicionado (VEA), segundo Brasil & Brasil (1999), verifica se o capital investido pela empresa está sendo remunerado de forma adequada, levando em conta o custo de oportunidade de outras aplicações alternativas. Então, estando em conformidade com o objetivo máximo de criação de valor para o proprietário da empresa, o EVA® se apresenta como uma proposta de administração, proporcionando uma nova base para o processo decisório.

Ehrbar (1999) afirma que, basicamente, o EVA® se apresenta como uma medida de desempenho empresarial diferente das demais. Ela inclui uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital utilizado pela empresa,

⁴ Acionistas ou proprietários, credores, empregados, clientes, fornecedores, comunidade, governo, etc.

proporcionando a estruturação de um sistema completo de gestão financeira, orientando o processo decisório da organização.

Para Blatt (2000), o EVA[®] é um instrumento adicional para a análise e avaliação de empreendimentos e suas perspectivas em um mercado cada vez mais arriscado. Um bom objetivo a ser perseguido é que cada unidade de produção, no caso de existência de várias, saiba qual seu valor econômico adicionado. O EVA[®] ajuda a saber onde estão as maiores possibilidades de ganhos, constituindo um avanço em relação aos indicadores usados tradicionalmente pelo mercado, ao levar em conta o custo do capital investido na empresa, revelando quanta riqueza foi gerada no período determinado. Desse modo, o EVA[®] é a medida mais indicada para uma avaliação de desempenho, definido por Bastos (1999), como sendo:

“... a diferença entre o lucro efetivo, sem a influência de eventos extraordinários ou de convenções contábeis que não reflitam a realidade econômica da instituição (doravante referido como Lucro Econômico), e o Custo de Capital necessário para obtê-lo.” (Bastos, 1999: 69).

A Figura 1 demonstra a formação do valor econômico adicionado, a partir do lucro econômico.

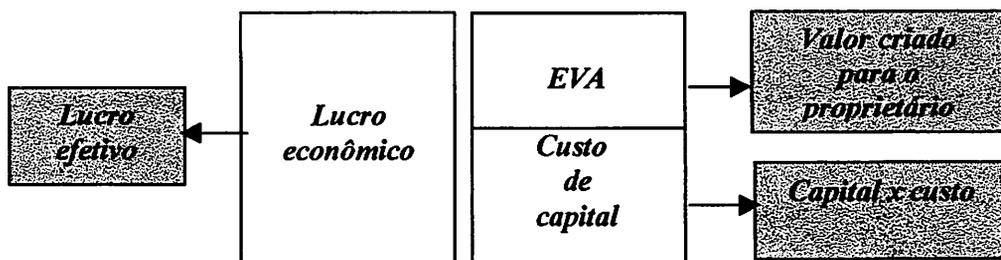


FIGURA 1 *Economic Value Added (EVA[®])* – Valor Econômico Adicionado

Fonte: Bastos (1999: 69)

O EVA[®] parte de informações contábeis e projeções econômicas, que são ajustadas de forma a evitar distorções relativas aos conceitos e proporcionar uma melhor distribuição de receitas e despesas no tempo. A não consideração do montante e do custo de capital próprio e de terceiros da organização impossibilita saber se o negócio está sendo capaz de cobrir os custos e adicionar valor para o proprietário. Assim, a contribuição do EVA[®] está na confrontação do retorno com o custo de capital necessário para sua geração.

A importância do EVA[®], segundo Bastos (1999), está na sua extrema utilidade para a gestão estratégica de capitais das empresas. O método tem a capacidade de sinalizar as oportunidades de negócios e os riscos associados, servindo de indicador de desempenho econômico. Neste sentido, o EVA[®] se apresenta como um facilitador do processo de planejamento estratégico, ao proporcionar uma melhor compreensão das oportunidades de negócios.

Malvessi (2000) destaca que, diferentemente dos métodos tradicionais de análise financeira, a abordagem com foco na criação de valor possibilita avaliar, por meio de instrumentos adequados, as alternativas de estrutura de capital e dos recursos aplicados. Assim, proporciona vantagens competitivas ao negócio, criando valor pela melhoria operacional e econômica, por meio de:

- tomada de decisões, tecnicamente orientadas, sobre como investir e utilizar os recursos que criam valor para a empresa;
- análise da estrutura dos recursos aplicados considerando o desempenho e evolução da receita, com o controle dos gastos e com a melhoria do resultado operacional;
- análise da estrutura e do custo de capital, bem como a sua influência passada e futura;
- transformação dos gestores com visão de proprietário, fazendo com que eles passem a agir e se sentir como acionistas, pela participação ilimitada

naqueles resultados que criam valor uma vez alcançadas as metas estabelecidas.

O Valor Econômico Adicionado (EVA[®]), segundo Stewart (1999), é a medida que explica apropriadamente todas as complexas movimentações envolvidas na criação de valor. O EVA[®] é calculado multiplicando-se o *spread* (diferença) entre a taxa de retorno sobre o capital, *r*, e o custo de capital, *c**, pelo capital investido na empresa. Assim, tem-se:

$$\text{EVA}^{\circledast} = (r - c^*) \times \text{capital}$$

sendo:

r = taxa de retorno sobre o capital;

*c** = custo de capital

Desenvolvendo a equação e sabendo que *r* = NOPAT/capital, tem-se:

$$\text{EVA}^{\circledast} = r \times \text{capital} - c^* \times \text{capital}$$

$$\text{EVA}^{\circledast} = \text{NOPAT} - c^* \times \text{capital}$$

sendo:

NOPAT = *Net Operating Profit after Taxes* (Lucro Operacional Líquido após tributação)

$$\text{EVA} = \left[\frac{\text{NOPAT}}{\text{Capital}} - \text{Custo de Capital} \right] \times \text{Capital}$$

Neste contexto, o EVA[®] crescerá se a eficiência operacional aumentar, se novos investimentos criadores de valor forem implementados e se o capital for retirado de atividades antieconômicas. Stewart (1999) destaca que o EVA[®] aumentará quando:

1. a taxa de retorno obtida sobre a base de capital existente melhorar, ou seja, se mais lucros operacionais forem gerados sem a necessidade de novos investimentos;
2. capital adicional é investido em projetos que proporcionam um retorno superior ao custo de obtenção de novos capitais;
3. capital é liquidado ou investimentos adicionais são retirados de operações que apresentam baixo desempenho, em que retornos inadequados estão sendo obtidos.

No sentido de proporcionar uma coerência entre o EVA[®] e o Modelo Fleuriet, que será desenvolvido posteriormente como modelo analítico deste trabalho, o NOPAT ou Lucro Operacional Líquido após tributação corresponde ao Fluxo de Caixa Operacional, procurando refletir a produtividade do negócio, seja ele um produto ou uma prestação de serviços.

O capital econômico 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 & Brasil (1999), em função da reclassificação das contas preconizada pelo Modelo Fleuriet. Desse modo, os ativos se apresentam como cíclicos ou operacionais, permanentes ou não circulantes e quando há reservas de tesouraria, como erráticos ou financeiros.

O ativo Investimento Operacional em Giro (IOG) é relativo aos investimentos operacionais, envolvendo o conjunto de bens cíclicos necessários para a manutenção das atividades operacionais da empresa a um determinado nível de faturamento. Os ativos não circulantes (ANC) correspondem a parcelas diretamente vinculadas à produção, como máquinas e equipamentos, e ativos de precaução de longo prazo, sejam eles físicos ou financeiros. Eles podem ser desmobilizados em períodos de crescimento ou crise, tendo como característica

comum, o fato de serem de longo prazo. Por sua vez, os ativos financeiros ou de tesouraria (T) podem ser conjunturais ou mesmo de precaução, quando resultantes de uma política da empresa.

O financiamento desses ativos se dá, basicamente, por meio de recursos próprios e recursos de terceiros.

Brasil & Brasil (1999) propõem uma melhor compreensão do que seja o Ativo Econômico (AE) e seu financiamento, partindo de um desmembramento do Capital de Giro (CDG), conforme a Figura 2.

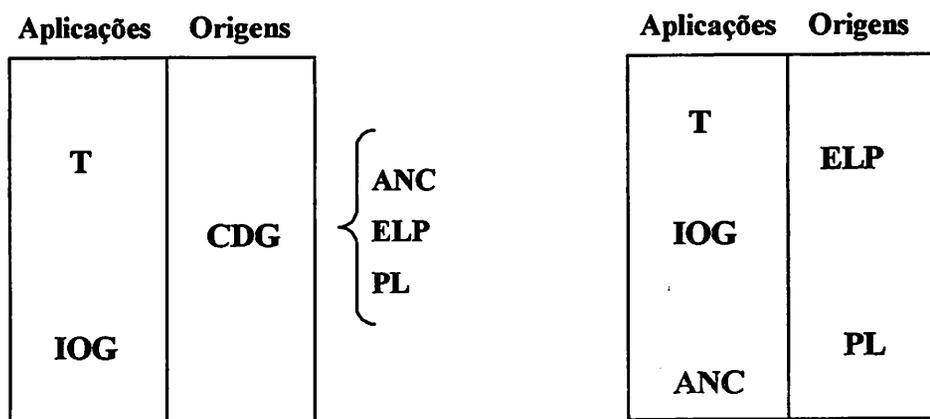


FIGURA 2 Composição do Ativo Econômico
 Fonte: Adaptado de Brasil e Brasil (1999: 14)

Onde:

- T = Saldo de Tesouraria
- IOG = Investimento Operacional em Giro
- ANC = Ativos não circulantes
- ELP = Exigível a longo prazo
- PL = Patrimônio líquido

Assim, tem-se:

$$T + IOG + ANC = AE (\text{Ativo Econ\omicron;mico})$$

A an\alise do comportamento do Ativo Econ\omicron;mico e de suas fontes de financiamento (capitais pr\oprios e de terceiros) pode fornecer indica\c7\~oes importantes a respeito da sa\ude da empresa. Aspecto a ser observado, refere-se \a lei \aurea de finan\c7as, como colocam Brasil & Brasil (1999), ou seja, se as aplica\c7\~oes de longo prazo s\~ao financiadas por recursos de longo prazo, proporcionando a ocorr\~encia de um CDG positivo.

Desse modo, o c\alculo do EVA[®], coerente com a reclassifica\c7\~ao do balan\c7o patrimonial e da demonstra\c7\~ao do resultado do exerc\icio, \e realizado da seguinte forma, como demonstra a Figura 3:

$$EVA = \left[\frac{\text{Fluxo de Caixa Operacional}}{\text{Ativo Econ\omicron;mico}} - \text{CMePC} \right] \times \text{Ativo Econ\omicron;mico}$$

The diagram shows the equation for EVA above four boxes. Arrows point from the following terms in the equation to the boxes: 'Fluxo de Caixa Operacional' points to 'Operacional'; 'Ativo Econ\omicron;mico' (in the denominator) points to 'Financeiro'; 'CMePC' points to 'Investimento'; and 'Ativo Econ\omicron;mico' (in the multiplier) points to 'Racionaliza\c7\~ao'.

FIGURA 3 Os direcionadores de valor do EVA[®]

Fonte: Adaptado de Bastos (1999: 71)

Sendo: CMePC = Custo M\edio Ponderado de Capital

Pela an\alise de seus quatro pilares b\asicos ou direcionadores de valor (*value drivers*), o EVA[®] \e capaz de indicar onde o valor adicional pode ser criado – ou onde est\~a sendo destruido. Desse modo, como destaca Bastos

(1999), a análise de cada um desses pilares propicia uma forma de se elevar a eficiência da empresa, no que concerne ao processo de criação de valor. Os quatro pilares básicos são os seguintes:

- **operacional:** aumentar o retorno por meio do corte de custos, aumento de lucros ou economia de impostos;
- **financeiro:** reduzir o custo de capital;
- **investimento:** investir capital adicional em projetos com valor presente líquido positivo;
- **racionalização:** desinvestir capital de projetos com valor presente líquido negativo.

O Valor Econômico Adicionado (VEA), segundo Assaf Neto (1999), é uma medida de criação de valor, podendo ser entendido como o resultado apurado pela empresa, que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital (credores e proprietários). O cálculo deste indicador exige o conhecimento do custo total de capital da empresa – o custo médio ponderado de capital (CMePC) – que é determinado pelo custo de cada fonte de financiamento (própria e de terceiros) das operações da empresa, ponderado pela participação do respectivo capital no total do investimento realizado (fixo e giro).

De maneira simplificada, conforme observa Frezatti (1998), o resultado econômico residual (RER) é aquilo que sobra para a empresa depois que ela remunera, paga, retorna, recursos consumidos no seu processo. Tal remuneração/pagamento/retorno envolve o proprietário, instituições financeiras, fornecedores, empregados e prestadores de serviços.

Assaf Neto (1999) destaca a relevância do EVA[®] porque ao associar o custo de oportunidade do capital ao investimento realizado, ressalta a eficácia da administração da empresa, voltada para uma gestão baseada no valor e a

conseqüente maximização da riqueza dos proprietários. O EVA[®] também é capaz de revelar outras oportunidades de ganhos econômicos, tais como uma melhor gestão do risco, escolha da melhor estrutura de capital, maior giro, dentre outras.

Bastos (1999) conclui que o EVA[®] e seus pilares são auxiliares para o processo de identificação daqueles aspectos relevantes a serem contemplados na estratégia de criação de valor e ainda proporcionam uma visão departamentalizada do processo de criação ou destruição de valor na empresa.

A análise e o estabelecimento dos critérios para a apuração do RER, ou seja, o EVA[®], conforme assinala Frezatti (1998), devem levar em conta as peculiaridades de cada organização, requerendo definições provenientes do julgamento dos profissionais da empresa sobre a sua realidade. Como conseqüência da variabilidade e forte impacto do julgamento sobre a definição dos critérios, a utilidade da metodologia como base para a análise externa à entidade é mais propensa a divergências e críticas do que a utilidade interna, como instrumento de gestão e avaliação de desempenho.

A ênfase deste trabalho está voltada para a gestão financeira da organização cooperativa agroindustrial como uma condicionante para a criação de valor econômico. Assim, a abordagem se volta para as decisões financeiras dessas organizações. A partir deste ponto, buscam-se na teoria financeira as bases para a compreensão e discussão das decisões de investimento, financiamento e operacionais.

3.4 Decisões financeiras

A continuidade de qualquer negócio depende da qualidade das decisões tomadas por seus administradores nos vários níveis organizacionais. Decisões estas que são tomadas com base nos dados e informações fornecidas pela

contabilidade, levantadas pelo comportamento do mercado e desempenho interno da empresa (Assaf Neto, 1997).

A gestão financeira, conforme colocam Brealey & Myers (1999), se depara com duas questões básicas: que investimentos em ativos reais a empresa deve realizar e de que forma a empresa deve obter os recursos para financiar o investimento. A primeira questão refere-se à decisão de investimento, enquanto que a segunda diz respeito à decisão de financiamento. Neste contexto, uma decisão de investimento na qual a compra de um ativo real produza um valor superior ao seu custo, assim como uma decisão de financiamento que proporcione um aumento do valor da empresa, gerando, conseqüentemente, um incremento do valor da posição do acionista ou proprietário, será uma decisão benéfica. / conclusão

As decisões de investimento envolvem o processo de identificação, avaliação e seleção de alternativas de aplicação de recursos, enquanto as decisões de financiamento envolvem a definição da natureza dos fundos aplicados, ou seja, a estrutura de capital demandada pelas decisões de investimento. Estas duas áreas decisórias devem se apresentar de forma bastante integrada. Enquanto as decisões de financiamento descrevem as taxas de retorno exigidas pelos detentores do capital, as oportunidades de investimento centram suas preocupações no retorno esperado. Verifica-se, assim, uma relação inversa entre a taxa de retorno esperada e o custo do financiamento. No que concerne à política de dividendos, uma decisão de reter os lucros para reinvestimento implica, necessariamente, na avaliação de que o retorno gerado pela empresa supera o ganho que o acionista poderia auferir ao dispor de seus lucros. A decisão de dividendos é uma decisão de financiamento mediante capital próprio ao reter resultados, ou capital de terceiros ao distribuir resultados (Assaf Neto, 1997).

As decisões financeiras, segundo Brasil & Brasil (1999), terão reflexos na criação de valor para os proprietários da empresa, atuando de forma direta sobre a taxa de crescimento das vendas, a margem bruta operacional, nas variações das necessidades de capital de giro e sobre o custo de capital. Da mesma forma, estas decisões são condicionantes da eficácia dos investimentos realizados em ativos fixos. Resulta disso que a criação de valor na empresa será função dos fluxos de caixa gerados.

Apesar dos aspectos esclarecedores a respeito da integração entre as decisões de investimento e financiamento, a hipótese adotada pela teoria financeira de perfeição no mercado de capitais conduz a uma separação em seus estudos. Com relação a este ponto, Modigliani & Miller (1958) demonstraram que a empresa não se valoriza pelo uso, mesmo que sensato, de capital de terceiros. Desse modo, não existe uma combinação econômica ótima em termos de maximização do valor da empresa, entre capitais próprios e de terceiros, sendo a empresa avaliada prioritariamente com base na qualidade de suas decisões de investimento. Assim, a riqueza de uma empresa deve ser mensurada pela qualidade de seus investimentos, obtida pela relação de equilíbrio entre retorno e risco esperados. Neste sentido, as idéias de MM descartam a possibilidade da empresa formar uma composição de financiamento ótima, ou seja, aquela estrutura que leva à minimização do custo de capital da empresa e, conseqüentemente, à maximização dos resultados de suas aplicações.

Assaf Neto (1997) destaca que todo o arcabouço conceitual das decisões financeiras tem sua avaliação fundamentada pelos resultados operacionais. Pelo desempenho operacional é discutida a viabilidade econômica do empreendimento, o lucro operacional define os limites de remuneração das fontes de capital da empresa e as decisões de investimento são avaliadas por valores esperados de fluxos de caixa operacionais.

Fundamentalmente, a administração financeira está voltada para a criação de riqueza e a orientação básica das decisões financeiras das empresas segue o objetivo principal de maximização da riqueza de seus proprietários. Ao perseguirem este objetivo, as decisões financeiras beneficiam não somente os investidores da empresa, mas permitem, ainda, que reflitam nos recursos econômicos da sociedade, maximizando a riqueza de toda a economia.

3.4.1 Decisões de investimento

As decisões de investimento constituem-se nas mais importantes das decisões financeiras avaliadas por uma empresa, principalmente pela sua capacidade de criação de riqueza. O objetivo básico de um investimento de capital é a seleção de ativos que proporcionem benefícios econômicos de caixa no futuro, sendo avaliados a um preço maior do que de fato custaram. Reflete um compromisso com o futuro da empresa. Uma decisão de investimento é avaliada pelo seu retorno esperado, determinado pelos fluxos de caixa futuros, decorrentes de uma saída presente de recursos (Assaf Neto, 1997).

A decisão de investimento é, essencialmente, quanto não consumir no presente de forma a proporcionar um consumo futuro maior. Neste sentido, os administradores, que atuam como agentes para os proprietários da empresa, devem decidir entre distribuir os resultados ao final do exercício social, que podem ser usados para consumo presente, ou reter estes ganhos para investimento em oportunidades produtivas que, espera-se, renderão consumo futuro. Da mesma forma, administradores de organizações sem fins lucrativos tentam maximizar a utilidade esperada dos contribuintes – aqueles indivíduos que proporcionam os fundos externos. Desse modo, o critério de decisão, que consiste em maximizar o valor presente do consumo permanente, pode ser aplicado a qualquer setor da economia (Copeland & Weston, 1980; Ross et al., 1995).

Esta maximização do valor presente líquido (VPL) da riqueza do proprietário ou acionista de uma empresa se apresenta como o critério fundamental da tomada de decisão econômica. Assumindo-se que as decisões intertemporais são baseadas no conhecimento do valor do dinheiro no tempo, parte-se do pressuposto de que a taxa de juros é dada como conhecida com certeza em todos os períodos de tempo, assim como todos os rendimentos futuros de decisões de investimento corrente são também conhecidos com certeza. E, finalmente, não há imperfeições no mercado de capitais.

O objetivo da firma é maximizar a riqueza de seus proprietários, o que equivale a maximizar o valor presente do consumo permanente dos proprietários e não é diferente de maximizar o preço por ação. Então, a maximização da riqueza do acionista ou proprietário é mais bem definida como o valor descontado dos fluxos de caixa futuros esperados (Copeland & Weston, 1980; Ross et al., 1995; Brealey & Myers, 1999).

O valor presente de um fluxo futuro de caixa é o valor desse fluxo de caixa ao se considerar a taxa de juros apropriada. O valor presente líquido de um investimento é o valor presente dos fluxos de caixa daquele investimento, menos o seu custo inicial. Se o investimento apresenta um valor presente líquido positivo, significa que ele vale mais do que custa. A regra do valor presente líquido consiste em dizer que um investimento vale a pena quando possui VPL positivo. Se seu VPL for negativo, o investimento deverá ser rejeitado.

As empresas podem ser vistas como mecanismos, por meio dos quais diversos investidores podem reunir seus recursos para a tomada de decisões de larga escala. Suponha-se que um investidor detenha 1% de uma empresa e que esta empresa esteja analisando a viabilidade de determinado projeto de investimento. Se tiver VPL positivo e o projeto for aprovado, 1% desse VPL pertencerá ao investidor. A realização do projeto elevará o valor da empresa pelo VPL do projeto e o capital do investidor na empresa se valorizará na proporção

de 1% do VPL do projeto. Da mesma forma, todos os demais proprietários da empresa serão beneficiados com a realização de um projeto com VPL positivo, porque os valores de suas participações também aumentarão. Obviamente, por esta linha de raciocínio, os acionistas ou proprietários se oporão à realização de projetos com VPL negativo, o que reduziria o valor de suas ações (Copeland & Weston, 1980).

Para o desenvolvimento de uma fórmula algébrica do valor presente líquido de um fluxo de caixa, deve-se lembrar que o valor presente (VP) de um fluxo de caixa a ser recebido daqui a um ano é:

$$VP = \frac{FC_1}{1+i}$$

sendo:

FC_1 o fluxo de caixa na data 1;

i a taxa de juros

O VP de receber um fluxo de caixa daqui a dois

$$VP = \frac{FC_2}{(1+i)^2}$$

Assim, o valor presente líquido (VPL) de um projeto de n períodos é

$$VPL = -FC_0 + \frac{FC_1}{(1+i)} + \frac{FC_2}{(1+i)^2} + \frac{FC_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{FC_n}{(1+i)^n}$$

$$VPL = -FC_0 + \sum_{j=1}^n \frac{FC_j}{(1+i)^j}$$

sendo: FC_0 o investimento inicial.

Brealey & Myers (1999) observam que o cálculo do valor atual é feito pela atualização dos recebimentos futuros esperados à taxa de rentabilidade oferecida por alternativas de investimento comparáveis. Esta taxa de rentabilidade é, muitas vezes, designada por taxa de atualização, taxa mínima de rentabilidade ou custo de oportunidade do capital, pois representa a rentabilidade devida ao investimento no projeto que deixa de ser ganha por meio de uma aplicação em títulos. Num projeto de investimento, o custo de oportunidade do capital é a taxa de rentabilidade esperada, exigida pelos investidores em quaisquer títulos, com o mesmo grau de risco que o projeto. Ao atualizar o fluxo de tesouraria esperado do projeto pelo custo de oportunidade do capital, obtém-se um valor atual que é o montante que os investidores e, entre eles, os proprietários da empresa, estarão dispostos a pagar pelo projeto. Assim, sempre que empreender um projeto com um VPL positivo, ou seja, um projeto cujo valor atual exceda o montante que será necessário despende, o administrador estará beneficiando os proprietários/investidores da empresa.

3.4.1.1 Os mercados de capitais

A compreensão do conceito do valor presente líquido pressupõe o entendimento do papel dos mercados de capitais. Os mercados financeiros, de acordo com Copeland & Weston (1980), proporcionam um marco de referência ao qual os investimentos propostos podem ser comparados e a taxa de juros serve de base para um teste pelo qual todo investimento proposto precisa passar, dando ao indivíduo, à empresa e até ao governo um padrão de comparação para as decisões econômicas.

Os mercados financeiros facilitam a transferência de fundos entre tomadores e emprestadores. Assumindo que as taxas de juros são positivas, qualquer quantia de fundos emprestados hoje retornará os juros mais o principal ao final do período. Ignorando, por enquanto, a curva de possibilidades de

produção, pode-se fazer o gráfico das oportunidades de emprestar e tomar emprestado, ao longo da reta de mercado de capitais (reta W_1W_0), conforme a Figura 4.

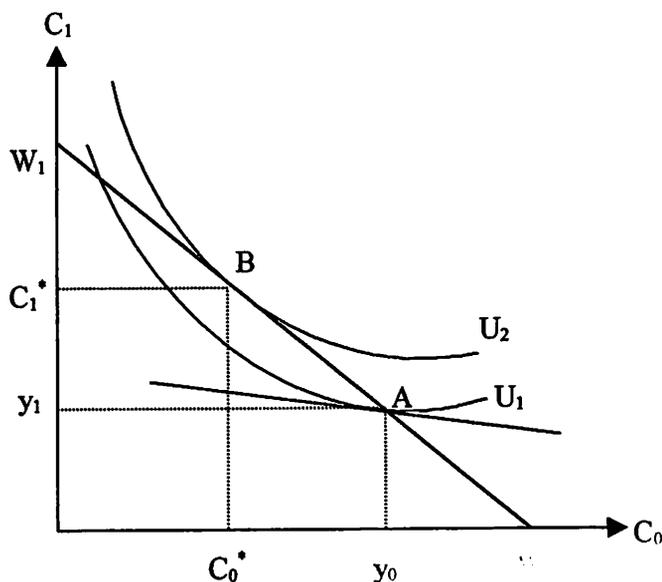


FIGURA 4 A reta de mercado de capitais
Fonte: Copeland & Weston (1980)

Um indivíduo com uma renda inicial de (y_0, y_1) com utilidade U_1 pode atingir qualquer ponto ao longo da reta de mercado, tomando emprestado ou emprestando a taxa de juros do mercado, r . Se X_0 u.m. são emprestadas, seu valor ao final do período será $r.X_0$ u.m. de juros mais o pagamento do principal, X_0 . Designando o valor futuro por X_1 , tem-se:

$$X_1 = X_0 + r.X_0$$

$$X_1 = X_0.(1 + r)$$

Analogamente, o valor presente da riqueza inicial de um indivíduo, W_0 , é a soma de sua renda atual, y_0 , e o valor presente de sua renda ao final do período, $y_1 \cdot (1 + r)^{-1}$, ou:

$$W_0 = y_0 + \frac{y_1}{(1 + r)} \quad (1)$$

Na Figura 4, tem-se que um indivíduo com renda (y_0, y_1) maximizará sua utilidade movendo-se ao longo da linha de mercado até o ponto onde sua preferência iguala-se à taxa de juros do mercado (ponto B). No ponto de sua renda inicial (ponto A), sua preferência, representada pela inclinação de uma reta tangente à sua curva de indiferença no ponto A, é menor do que a taxa de retorno do mercado. Portanto, ele desejará emprestar. Finalmente, ele atinge uma decisão de consumo (C_0^*, C_1^*) , em que ele maximiza sua utilidade. O valor presente deste consumo é também igual à sua riqueza, W_0 .

$$W_0 = C_0^* + \frac{C_1^*}{1 + r} \quad (2)$$

Rearrmando as equações para obter a equação da reta de mercado de capitais, tem-se:

$$C_1^* = W_0 \cdot (1 + r) - (1 + r) \cdot C_0^* \text{ e, desde que}$$

$$W_0 \cdot (1 + r) = W_1, \text{ tem-se:}$$

$$C_1^* = W_1 - (1 + r) \cdot C_0^*$$

Portanto, a reta de mercado tem um intercepto em W_1 e uma inclinação de $-(1 + r)$.

Deve-se notar, também, que, pelas equações (1) e (2), tem-se que o valor presente da dotação do indivíduo iguala o valor presente de seu consumo e ambos são iguais à sua riqueza, W_0 .

Entretanto, os indivíduos não estão limitados a investimentos no mercado de capitais, pois podem adquirir instalações industriais, máquinas e equipamentos e outros ativos reais. Assim, além da reta de mercado de capitais, podemos conceber uma curva de oportunidades de investimento que indique as rentabilidades da compra de ativos reais.

Na Figura 5, pode-se ver o que acontece com a decisão de consumo/investimento em um mundo onde os mercados de capitais facilitam a troca de fundos à taxa de juros do mercado.

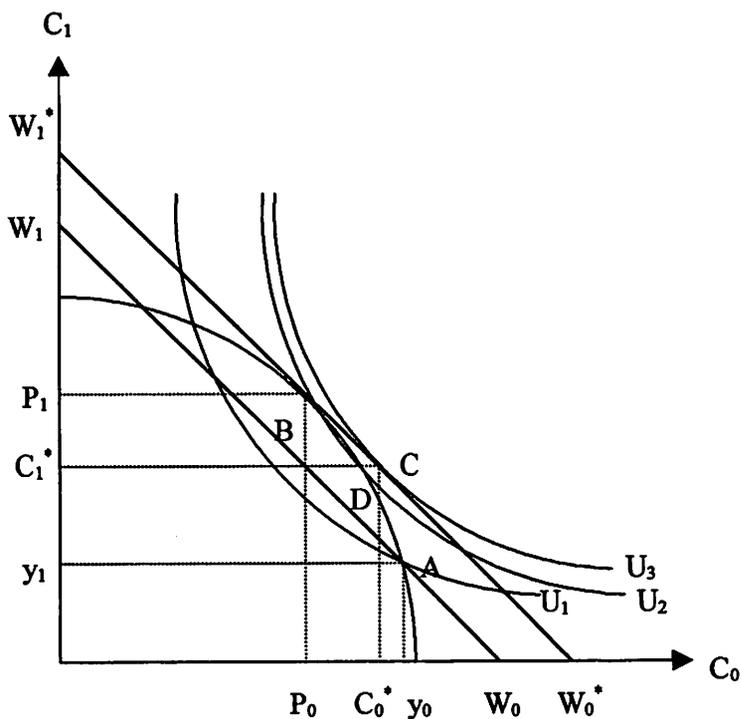


FIGURA 5 Consumo e investimento com mercado de capitais
 Fonte: Copeland & Weston (1980)

O gráfico da Figura 5 combina a curva de possibilidades de produção com a reta de possibilidades de trocas de mercado. Que ações um indivíduo com a família de curvas de indiferença U_1 , U_2 e U_3 e riqueza (y_0, y_1) no ponto A tomará, de modo a maximizar sua utilidade? Começando no ponto A, ele pode se mover tanto ao longo do conjunto de oportunidades de produção, quanto ao longo da reta de mercado de capitais. Ambas as alternativas oferecem uma taxa de retorno maior do que a sua preferência subjetiva de tempo, mas a produção oferece o retorno mais alto. Portanto, ele escolhe investir e mover ao longo da fronteira de oportunidade de produção. Sem a oportunidade de tomar emprestado ou emprestar ao longo da linha de mercado, ele pararia de investir no ponto D, onde o retorno marginal sobre o investimento iguala sua preferência subjetiva de tempo. Este seria o resultado para consumo e investimento num mundo sem mercado de capitais.

Neste ponto, seu nível de utilidade cresceu de U_1 para U_2 . Entretanto, com a oportunidade de tomar emprestado, ele pode realmente fazer melhor. Note-se que, no ponto D, a taxa de tomar emprestado, representada pela inclinação da linha de mercado, é menor do que a taxa de retorno sobre o investimento marginal, que é a inclinação do conjunto de oportunidades de investimento no ponto D.

Desde que o investimento adicional retorne mais do que o custo dos fundos tomados emprestados, ele continuará a investir até que o retorno marginal sobre o investimento seja igual à taxa de tomar emprestado no ponto B. No ponto B, ele recebe o rendimento da produção (P_0, P_1) e o valor presente de sua riqueza é W_0^* em vez de W_0 . Além do mais, ele agora pode atingir qualquer ponto sobre a reta de mercado. Desde que sua preferência de tempo no ponto B é maior que a taxa de retorno do mercado, ele consumirá mais do que P_0 , que é o rendimento corrente da produção. Tomando emprestado, ele pode atingir o ponto C na reta de mercado. Seu consumo ótimo é encontrado, como antes, quando sua

preferência subjetiva iguala a taxa de retorno do mercado. Sua utilidade havia crescido de U_1 no ponto A, para U_2 no ponto D, e para U_3 no ponto C. Ele está claramente em situação melhor quando mercados de capitais existem, desde que $U_3 > U_2$.

sendo:

U_1 – renda inicial

U_2 – somente produção

U_3 – produção e troca

O processo de decisão que ocorre com as oportunidades de produção e as oportunidades de troca no mercado de capitais ocorre em dois passos separados e distintos, conforme destacam Copeland & Weston (1980):

- (1) escolha da decisão de produção ótima realizando projetos até que a taxa marginal de retorno sobre o investimento iguale a taxa objetiva de mercado, e;
- (2) escolha do padrão de consumo ótimo, tomando emprestado ou emprestando ao longo da linha de mercado de capitais para igualar sua preferência subjetiva de tempo com a taxa de retorno do mercado. A separação das decisões de investimento e consumo é conhecida como o teorema da separação de Fisher.

O teorema da separação de Fisher, destacam Copeland & Weston (1980), indica que, dados mercados de capitais perfeitos e completos, a decisão de produção é governada exclusivamente por um critério objetivo de mercado (representado pela riqueza atingida), ignorando as preferências subjetivas do indivíduo que entram em suas decisões de consumo.

O teorema da separação diz que todos os proprietários de uma empresa concordarão que a empresa deve usar a regra do VPL, embora tenham

preferências pessoais em relação a consumo e poupança (Ross et al., 1995; Brealey & Myers, 1999). O conceito de valor atual líquido permite uma eficaz separação entre a propriedade e a gestão da empresa. Um gestor que invista somente em ativos com valor atual líquido positivo serve os melhores interesses de cada um dos proprietários da empresa, independentemente das diferenças que possam existir entre eles em termos de riqueza ou de preferências. O gestor financeiro não pode influenciar a taxa de juros, mas pode aumentar a riqueza dos proprietários, por meio do investimento em ativos que tenham valores atuais líquidos positivos (Brealey & Myers, 1999).

Uma importante implicação para a política da empresa é que a decisão de investimento pode ser delegada aos administradores. Dado o mesmo conjunto de oportunidades, cada investidor tomará a mesma decisão de produção (P_0, P_1) indiferente ao formato de suas curvas de indiferença. Na Figura 6, tem-se que o investidor 1 e o investidor 2 dirigirão o administrador de suas empresas a escolher a combinação de produção (P_0, P_1). Eles podem, então, tomar o resultado da firma e adaptá-lo às suas próprias preferências de tempo, negociando no mercado de capitais. Ambos estão em uma situação melhor. Sem as oportunidades do mercado de capitais, o investidor 1 escolheria produzir no ponto Y, que tem menor utilidade. Similarmente, o investidor 2 estaria em pior situação no ponto X.

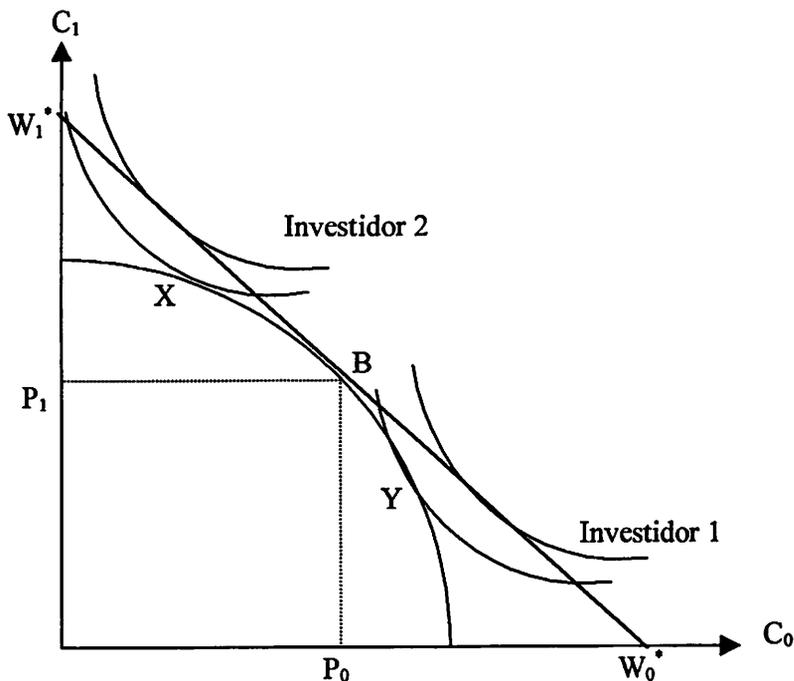


FIGURA 6 A decisão de investimento é independente das preferências individuais
 Fonte: Copeland & Weston (1980)

Assim, se os mercados de capitais são perfeitos, no sentido de que a taxa de financiamento não seja diferente da taxa de investimento, então a separação de Fisher significa que os indivíduos podem delegar as decisões de investimento aos administradores da firma da qual são proprietários. Indiferente ao formato das funções de utilidade individual dos proprietários, os administradores maximizam as posições de riqueza individual (e coletiva) dos proprietários, escolhendo investir até que a taxa de retorno sobre o mínimo projeto favorável seja exatamente igual à taxa de retorno determinada pelo mercado. Este resultado é mostrado no gráfico da Figura 7, em que a decisão ótima de

produção/investimento (P_0, P_1) é aquela que maximiza o valor presente da riqueza dos proprietários ou acionistas, W_0 . O administrador será incentivado por todos os acionistas, a empreender todos os projetos que ganhem mais do que a taxa de retorno do mercado.

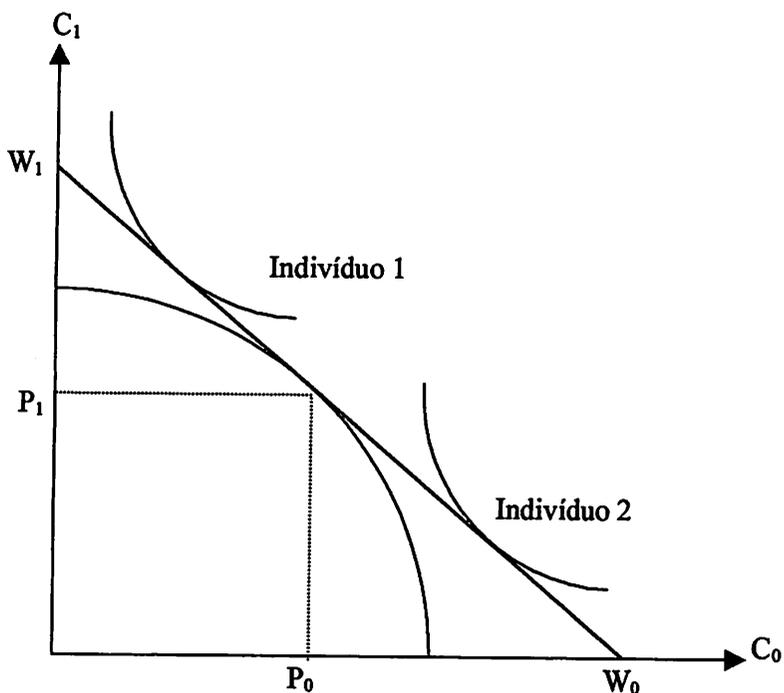


FIGURA 7 Separação das preferências do investidor da decisão de produção/investimento
Fonte: Copeland & Weston (1980)

Se o retorno marginal sobre o investimento iguala o custo de oportunidade do capital determinado pelo mercado, então a riqueza dos acionistas, W_0 , é maximizada. Acionistas individuais podem, então, tomar emprestado ou emprestar ao longo da linha de mercado de capitais, de modo a satisfazer seus padrões de preferência de tempo. Em outras palavras, eles podem

tomar os desembolsos de caixa da empresa e usá-los para consumo corrente ou poupá-los para consumo futuro, de acordo com seus desejos.

O princípio de separação implica que a maximização da riqueza dos acionistas é idêntica à maximização do valor presente de seus consumos permanentes. Matematicamente, como já foi mostrado antes, tem-se:

$$W_0 = C_0 + \frac{C_1}{1+r}$$

Mesmo que os dois indivíduos do gráfico da Figura 7 escolham diferentes níveis de consumo corrente e futuro, eles têm a mesma riqueza atual, W_0 . Isto se dá pelo fato de que eles recebem a mesma renda dos investimentos produtivos (P_0, P_1). Como as oportunidades de troca permitem tomar emprestado e emprestar à mesma taxa de juros, o ótimo produtivo de um indivíduo é independente de seus recursos e gostos. Isto implica que os administradores da firma, como agentes dos acionistas, não precisam se preocupar em tomar decisões que reconciliem diferenças de opinião entre os acionistas. Todos eles terão interesses idênticos. Portanto, a riqueza dos acionistas é vista como sendo o valor presente dos fluxos de caixa descontados ao custo de oportunidade do capital (a taxa determinada pelo mercado). Assume-se que os administradores sempre tomam decisões que maximizam a riqueza dos acionistas da empresa. Neste sentido, eles devem encontrar e selecionar o melhor conjunto de projetos de investimento para realizar seus objetivos (Copeland & Weston, 1980; Brigham & Gapenski, 1991; Ross et al., 1995; Brealey & Myers, 1999).

O critério do valor presente líquido aceitará projetos que tenham um VPL maior do que zero. O VPL é computado descontando os fluxos de caixa ao custo de oportunidade do capital da firma. Desconta-se cada um dos fluxos de caixa ao valor presente e soma-se. Matematicamente:

$$\text{VPL} = \sum_{t=1}^N \frac{\text{FC}_t}{(1+k)^t} - I_0$$

sendo:

FC_t = fluxo de caixa líquido no período t ;

I_0 = desembolso de caixa inicial;

k = custo de capital da firma;

N = número de anos do projeto.

O VPL de um projeto é exatamente o mesmo que o incremento da riqueza dos acionistas, fazendo com que esta técnica seja a regra de decisão correta para propósitos de orçamento de capital. O critério do VPL é o único que é necessariamente constante com a maximização da riqueza do acionista. A regra do VPL compara os projetos à mesma taxa de desconto, ou seja, ao custo de oportunidade do capital determinado pelo mercado (Copeland & Weston, 1980).

Desse modo, é necessária uma definição de fluxo de caixa para utilização em orçamento de capital que seja coerente com a maximização da riqueza dos proprietários. A definição apropriada de fluxo de caixa para fins de orçamento de capital é a de fluxos de caixa operacionais depois dos impostos.

Assim, quando os fluxos de caixa são definidos apropriadamente para fins de orçamento de capital e descontados ao custo médio ponderado de capital, o VPL de um projeto é exatamente o mesmo que o crescimento da riqueza dos acionistas ou proprietários. Neste sentido, dados mercados de capitais perfeitos, os proprietários da firma, unanimemente, apoiarão a aceitação de todos os projetos com VPL positivo. Outros critérios, tais como o método de *payback* (prazo de retorno), da taxa contábil de retorno e da taxa interna de retorno, não

garantem necessariamente a aceitação de projetos que maximizam a riqueza dos acionistas.

As decisões de investimento criam valor quando o retorno esperado da alternativa exceder à taxa requerida de retorno determinada para a alocação de capital, sendo um critério básico de aceitação de propostas de investimento. Uma empresa somente cria valor se o retorno do capital investido exceder o custo de suas fontes de financiamento. Ao tomar decisões de investimento que proporcionam esse diferencial economicamente favorável, a empresa promove um aumento de seu valor agregado, revelando uma atraente aplicação de seus recursos (Assaf Neto, 1997).

Nesse sentido, pode-se considerar que os conceitos de EVA[®] e MVA[®] pouco diferem da noção de fluxo de caixa descontado. A diferença reside, apenas, na apresentação dos resultados operacionais e do custo de capital da empresa que o método EVA[®] apresenta.

3.4.1.2 O custo de capital

Para compreender os fluxos de caixa descontados, é necessário ter um entendimento do custo de oportunidade do capital da firma. A firma recebe seus fundos de investimento de dois tipos de investidores: credores e proprietários. Eles proporcionam capital de terceiros e capital próprio, respectivamente. Ambos os grupos esperam receber uma taxa de retorno que os compense do nível de risco incorrido. Os credores recebem uma corrente de pagamentos fixos e podem conduzir a empresa à concordata ou falência, se não receberem o pagamento. Por sua vez, os acionistas recebem os fluxos de caixa residuais da firma que sobram depois que todos os pagamentos são feitos. Conseqüentemente, a taxa de juros paga aos credores é menor que a taxa de retorno requerida sobre o capital próprio porque é menos arriscada. Em uma economia sem impostos, o custo de capital seria simplesmente uma média

ponderada do custo de dívidas e ações. Porém, o governo permite às empresas a dedução dos juros pagos sobre o capital de terceiros como uma despesa antes do pagamento de impostos. Este benefício fiscal sobre o pagamento de juros torna o custo do capital de terceiros depois dos impostos ainda menor do ponto de vista da firma.

O conceito de custo de capital, segundo Porterfield (1976), assume uma relevância crescente em função da necessidade de planejamento de um mecanismo racional para o processo de tomada de decisão relativo aos investimentos empresariais, de forma coerente com os objetivos de maximização do valor de mercado da empresa.

Gitman (1987) salienta que, embora o custo de capital seja determinado num dado momento, ele deve refletir o custo de fundos por longo tempo, com base nas melhores informações disponíveis. A importância disso reside no fato de que o custo de capital é usado em investimento de capital para justificar dispêndios que geram benefícios a longo prazo. Do mesmo modo que a empresa estima cuidadosamente o investimento inicial e as entradas de caixa associados a um dispêndio de capital, ela deve também estimar com precisão seu custo de capital. Erros em qualquer dessas atividades podem resultar na seleção de projetos não-aceitáveis ou na rejeição de projetos aceitáveis.

Ross et al. (1995) observam que quando uma empresa utiliza tanto capital de terceiros quanto capital próprio, o custo de capital será uma média ponderada dos custos desses capitais. Assim, r_s corresponde ao custo de capital próprio, enquanto o custo de capital de terceiros é a taxa de captação da empresa r_B . Desse modo, a média ponderada será:

$$\frac{S}{S+B} \cdot r_s + \frac{B}{B+S} \cdot r_B$$

Sendo:

S = valor de mercado dos capitais próprios;

B = valor de mercado dos capitais de terceiros;

r_S = custo do capital próprio;

r_B = custo do capital de terceiros.

Lembrando que os juros pagos são dedutíveis para fins de imposto de renda de pessoa jurídica, o custo de capital de terceiros, após o imposto de renda é, portanto,

$$r_B \cdot (1 - T_c);$$

sendo:

T_c = alíquota do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica.

Assim, o custo médio ponderado de capital (CMéPC) da empresa, depois do imposto de renda de pessoa jurídica, será

$$CMéPC = \left(\frac{S}{S+B} \right) r_S + \left(\frac{B}{S+B} \right) r_B \cdot (1 - T_c)$$

O custo médio ponderado de capital é o mesmo que o custo de oportunidade dos fundos determinado pelo mercado proporcionado à firma.

É importante entender que projetos empreendidos pela firma devem gerar fluxo de caixa suficiente para proporcionar a taxa de retorno exigida pelos credores, pagamento do valor de face dos débitos e pagamento de dividendos aos acionistas. Somente quando os fluxos de caixa superam estas quantias, haverá algum ganho na riqueza dos acionistas. Quando fluxos de caixa são descontados ao custo médio ponderado de capital é exatamente o que está se fazendo. Um VPL positivo é obtido somente depois que credores e proprietários recebem suas esperadas taxas de retorno.

3.4.2 Decisões de financiamento

As decisões de financiamento constituem uma das áreas funcionais da gestão financeira, sendo relativas à composição dos passivos da empresa, ou seja, a composição das fontes de recursos que financiam os investimentos expressos no ativo do balanço patrimonial. Desse modo, essas decisões de estrutura de capital ou estrutura financeira referem-se à combinação entre capitais próprios e capitais de terceiros utilizada pela empresa para proporcionar o financiamento de suas atividades.

A teoria financeira, conforme observa Ferreira (1999), reconhece três principais fontes de recursos: autofinanciamento (retenção de lucros), emissão de ações e emissão de dívidas. As duas primeiras constituem os capitais próprios, pois pertencem aos acionistas ou proprietários da empresa, enquanto as dívidas constituem capitais de terceiros. O autofinanciamento se apresenta como a forma mais simples de obtenção de recursos, sendo apenas necessário que a assembléia de acionistas decida sobre a distribuição de dividendos e a parcela de retenção de lucros. Por sua vez, a emissão de ações é uma forma mais complexa, pois deve obedecer a uma determinada seqüência de atividades e requisitos legais.

O recurso básico de qualquer empresa, afirmam Brealey & Myers (1999), consiste da corrente de fluxos de tesouraria produzida por seus ativos. Dessa forma, quando a empresa é totalmente financiada por capitais próprios, a totalidade destes fluxos de tesouraria pertence a seus proprietários. No caso de emissão de dívidas e capitais próprios para o financiamento empresarial, os fluxos de tesouraria devem ser divididos em duas partes. Uma parte, mais segura, é destinada aos detentores das dívidas ou obrigações, enquanto a outra, com maior risco, pertence aos proprietários da empresa.

A estrutura de capital é proporcionada pela composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa, que pode realizar a emissão de uma

variedade de combinações de valores mobiliários, no sentido de configurar a combinação que maximize seu valor total de mercado. Este valor da empresa, **V**, portanto, refere-se à soma dos valores dos direitos financeiros sobre a empresa, capitais de terceiros e capitais próprios; podendo ser expresso da seguinte forma:

$$V = B + S$$

sendo **B** o valor de mercado dos capitais de terceiros e **S** o valor de mercado dos capitais próprios.

Neste sentido, objetivando a maximização do valor da empresa, as decisões de financiamento serão relativas à definição da proporção entre capital de terceiros e capital próprio que tornem este valor total **V** o maior possível. Cabe destacar que as decisões sobre estrutura de capital apenas beneficiarão os proprietários, se houver um incremento do valor da empresa. Assim, é função do administrador financeiro o estabelecimento da estrutura de capital que produza o mais alto valor para a empresa, pois essa estrutura de capital será a mais benéfica para os seus proprietários (Brigham & Gapenski, 1991; Ross et al., 1995; Brealey & Myers, 1999).

A teoria sobre estrutura de capital envolve a discussão sobre a irrelevância ou não da estrutura financeira para a determinação do valor da empresa, ou seja, sobre a possibilidade ou não de existência de uma estrutura de capital ótima. A polêmica, como coloca Pereira (2000), tem origem com a publicação do artigo *The Cost of Capital, corporation finance and the theory of investment*, por Modigliani e Miller em 1958. Nele, os autores estabelecem três proposições a partir das quais consideram irrelevantes as decisões sobre estrutura de capital. Em outras palavras, o valor da empresa independe da proporção de capitais próprios e capitais de terceiros na estrutura de capital.

3.4.2.1 As Proposições de Modigliani e Miller (MM)

Ferreira (1999) destaca que, apesar de ter sido criada uma teoria sobre o efeito da estrutura financeira sobre o valor da empresa, o objetivo do artigo de Modigliani e Miller era proporcionar o desenvolvimento de abordagens sobre as decisões de investimento da empresa, demonstrando assim sua integração com as decisões de financiamento. A separação entre elas é útil apenas para fins didáticos.

Modigliani & Miller (1958) partem de algumas suposições teóricas, que posteriormente foram revistas, para o estabelecimento de suas proposições:

- a) Inicialmente, considera-se uma economia na qual todos os ativos físicos são detidos pelas empresas. Assume-se que as empresas financiam seus ativos apenas com recursos próprios. Este pressuposto teórico será abandonado posteriormente, admitindo-se o financiamento com capital de terceiros.
- b) Os investidores possuem expectativas de retorno semelhantes. Isto significa que os investidores possuem uma expectativa homogênea sobre os ganhos futuros da empresa e seus respectivos riscos. Apesar dos investidores individuais poderem ter expectativas diferentes de distribuição de probabilidade dos retornos, assume-se que eles concordem no que diz respeito ao retorno esperado.
- c) As firmas podem ser divididas em classes de retorno esperado, de tal forma que o retorno sobre as ações emitidas por qualquer firma em uma determinada classe seja proporcional e, conseqüentemente, perfeitamente correlacionado com o retorno sobre as ações emitidas por qualquer outra firma na mesma classe. Este pressuposto possibilita a classificação das firmas dentro de grupos nos quais as ações de diferentes firmas são homogêneas, isto é, são substitutos perfeitos entre si.
- d) As ações são negociadas em mercados de capitais perfeitos (Modigliani & Miller, 1958).

A partir da definição de classe homogênea de títulos, segue que, em equilíbrio em um mercado de capitais perfeito, o preço de cada título deve ser proporcional ao seu retorno esperado. Assim,

$$p_j = \frac{1}{\rho_k} \cdot X_j \quad (3)$$

Ou, de forma equivalente:

$$\frac{X_j}{p_j} = \rho_k \quad (4)$$

sendo:

p_j = preço do título;

X_j = fluxo total de retorno esperado do título;

ρ_k = constante para todas as empresas da classe k.

Modigliani & Miller (1958) observam ainda que as constantes ρ_k (uma para cada classe k) podem ser interpretadas de várias formas. A partir da equação (4) pode-se verificar que cada ρ_k corresponde à taxa de retorno esperado de qualquer título da classe k. Na equação (3), $1/\rho_k$ indica o preço que um investidor tem que pagar por unidade de retorno esperado na classe k. Ainda de acordo com a equação (3), $1/\rho_k$ indica a taxa de desconto apropriada ao risco dos títulos da classe k.

A partir deste ponto, Modigliani & Miller (1958) passam a considerar a emissão de dívidas, ou seja, a participação de capital de terceiros na composição da estrutura de capital das empresas. Dessa forma, o financiamento por capital de terceiros acarreta uma modificação dos pressupostos anteriormente considerados, visto que as ações (capital próprio) estarão sujeitas a diferentes

graus de risco financeiro e, assim, não serão mais, perfeitamente substituíveis entre si, mesmo pertencendo à mesma classe. Neste sentido, duas novas suposições se apresentam:

1. Todas as dívidas apresentam a mesma rentabilidade e são isentas de risco de não recebimento.
2. As dívidas são transacionadas em um mercado de capitais perfeito e ao mesmo preço relativo, o que significa que as dívidas devem ser vendidas ao mesmo preço por unidade monetária de retorno esperado.

Dadas essas considerações, Modigliani & Miller (1958) apresentam duas proposições relativas à avaliação dos títulos em empresas com estruturas de capital distintas.

Proposição I de Modigliani e Miller (sem impostos)

Modigliani e Miller (MM) demonstraram que as decisões de financiamento são irrelevantes em mercados perfeitos, isto é, sem Imposto de Renda de Pessoa Jurídica e sem custos de falência. Em sua “Proposição I”, eles estabelecem que uma empresa não é capaz de alterar o valor total de seus títulos, em função da simples divisão de seus fluxos de tesouraria por diferentes correntes. Desse modo, o valor da empresa é determinado por seus ativos reais e não pela emissão de seus títulos. O valor da empresa será sempre o mesmo, qualquer que seja a combinação entre capitais próprios e capitais de terceiros, ou seja, qualquer que seja a estrutura de capital. Ainda, segundo a “Proposição I” de MM, há uma completa separação entre as decisões de investimento e de financiamento, o que significa que qualquer empresa pode tomar decisões de investimento, sem se preocupar com a origem dos recursos de financiamento (Brigham & Gapenski, 1991; Ross et al., 1995; Brealey & Myers, 1999).

Considerando uma empresa qualquer j e sendo X_j o retorno esperado sobre os ativos, isto é, o lucro esperado antes da dedução dos juros, tem-se:

$$V_j \equiv (S_j + B_j) = \frac{X_j}{\rho_k}$$

Para qualquer firma j , na classe k , sendo:

V_j = valor de mercado da empresa;

S_j = valor de mercado dos capitais próprios;

B_j = valor de mercado das dívidas (capital de terceiros) da empresa;

ρ_k = taxa de desconto apropriada ao risco dos títulos da classe k .

Então, a Proposição I de MM indica que, em equilíbrio, o valor de mercado de qualquer empresa é independente de sua estrutura de capital e é dado pela capitalização de seu retorno esperado à taxa ρ_k apropriada ao risco.

Modigliani & Miller (1958) assinalam que, de forma equivalente, a proposição pode ser expressa em termos do “custo médio de capital” da empresa, X_j/V_j , que indica o retorno esperado a valores de mercado de todos os títulos da empresa. Assim, tem-se;

$$\frac{X_j}{(S_j + B_j)} \equiv \frac{X_j}{V_j} = \rho_k$$

para qualquer firma j , na classe k .

Isto significa, portanto, que o custo médio de capital de qualquer empresa é completamente independente de sua estrutura de capital e é igual à taxa de capitalização do fluxo de capitais próprios de sua classe.

A “Proposição I” de MM considera que, desde que os investidores possam, por conta própria, tomar emprestado ou emprestar recursos dispondo

das mesmas condições da empresa, eles poderão “anular” os efeitos das alterações na estrutura de capital. Conforme observa Ferreira (1999), o que torna os valores das empresas iguais é o mecanismo de arbitragem, pois, se tanto para uma empresa sem dívidas quanto para uma empresa alavancada a rentabilidade for ρ_k e os retornos esperados forem X , o mecanismo de arbitragem impede que os valores se tornem diferentes apenas em função das diferenças entre as fontes. Neste sentido, a política de financiamento é irrelevante, pelo fato de que um índice de endividamento, elevado ou baixo, pode ser desfeito por endividamento pessoal, partindo-se da suposição de que os indivíduos podem tomar emprestado à mesma taxa de juros que as empresas.

A tese de MM parte da idéia de que, ao se dividir um fluxo de tesouraria em diversas partes, a soma dos valores das partes será igual ao valor inicial do fluxo. Trata-se da “lei da conservação do valor”, em que o valor de um ativo se mantém, independentemente da natureza dos direitos sobre ele incidentes. Assim, de acordo com a “Proposição I” de MM, o valor da empresa é determinado por seus ativos reais e não pela combinação de capitais de terceiros e capitais próprios. Conseqüentemente, o valor da empresa sem capital de terceiros V_u é igual ao valor da empresa com capital de terceiros V_l .

Brealey & Myers (1999) observam que a problemática do gestor financeiro refere-se ao estabelecimento da combinação de capitais próprios e capitais de terceiros que maximize o valor de mercado da empresa, considerando que esta combinação, conseqüentemente, maximiza a riqueza dos acionistas ou proprietários. Porém, de acordo com a Proposição I MM, o valor da empresa não é afetado por esta combinação de capitais próprios e de terceiros e, portanto, esta não deve ser uma preocupação do gestor financeiro, em conseqüência do fato de que o valor da empresa não é resultante de sua estrutura de capital.

Proposição II de Modigliani e Miller (sem impostos)

A partir da Proposição I, Modigliani & Miller (1958) formulam a Proposição II, que estabelece que a rentabilidade esperada das ações de uma empresa com dívidas, i_j , é igual à taxa de capitalização ρ_k de uma empresa sem dívidas para uma dada classe de risco, somada de um prêmio de risco ($\rho_k - r$) relacionado ao grau de endividamento. Assim, tem-se, para a Proposição II de MM:

$$i_j = \rho_k + (\rho_k - r) \cdot \frac{B_j}{S_j}$$

sendo:

i_j = rentabilidade esperada das ações de uma empresa com dívidas;

ρ_k = taxa de capitalização de uma empresa sem dívidas;

r = taxa de retorno esperada de um ativo sem risco;

B_j = valor de mercado dos capitais de terceiros;

S_j = valor de mercado dos capitais próprios.

Ferreira (1999) observa que o que MM demonstram com a equação acima é que o aumento na rentabilidade do capital próprio, resultante do endividamento com capital de terceiros, corresponde a um prêmio pelo risco do endividamento, representado por $(\rho_k - r) \frac{B_j}{S_j}$. Não demonstra, necessariamente,

uma vantagem do uso do endividamento, mas sim comprova a correlação positiva entre risco e retorno.

Uma implicação da “Proposição I” de MM é a de que o Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) é uma constante para uma dada empresa, independentemente de sua estrutura de capital. Definindo r_0 como sendo o custo

de capital de uma empresa sem capital de terceiros, pode-se concluir que o CMePC sempre deve ser igual a r_0 , quando não há imposto de renda de pessoa jurídica. A “Proposição II” de MM exprime o retorno esperado do capital próprio em termos do grau de endividamento. Fazendo-se $CMePC = r_0$, tem-se:

$$CMePC = \frac{B}{B+S} r_B + \frac{S}{B+S} r_s = r_0$$

Reorganizando a equação, em função de r_s :

$$r_s = r_0 + \frac{B}{S} (r_0 - r_B)$$

sendo: r_s o custo do capital próprio;

r_B o custo do capital de terceiros;

r_0 o custo do capital de uma empresa sem capital de terceiros.

Neste caso, MM argumentam que o retorno esperado do capital próprio é diretamente associado ao endividamento, pois o risco do capital próprio se eleva com o endividamento. A equação afirma que o retorno exigido do capital próprio é uma função linear do quociente entre capital de terceiros e capital próprio. Examinando a equação, vê-se que se r_0 for superior à taxa de juros r_B , então o custo do capital próprio crescerá na mesma proporção do quociente capital de terceiros/capital próprio B/S (Ross et al., 1995). Graficamente, como mostra a Figura 8, tem-se:

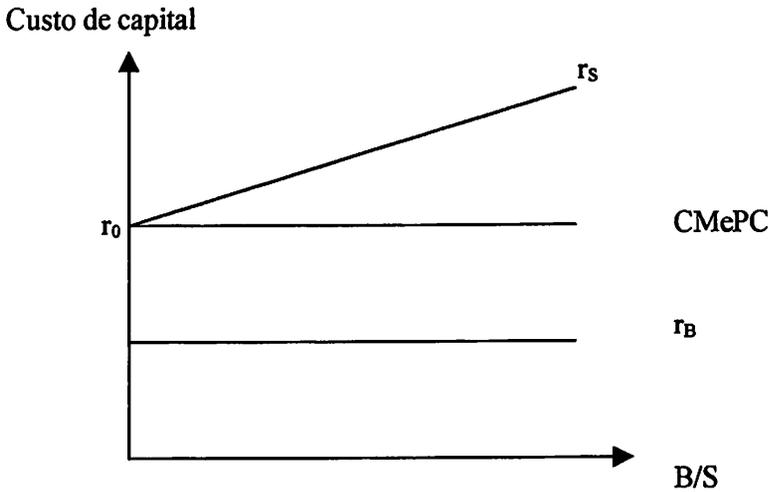


FIGURA 8 Proposição II de MM sem imposto de renda de pessoa jurídica
 Fonte: Ross et al. (1995)

À medida que a empresa eleva o quociente capital de terceiros/capital próprio, cada unidade monetária de capital próprio é alavancada com capital de terceiros adicional. Isto eleva o risco do capital próprio e, portanto, o retorno exigido sobre o capital próprio r_s .

MM afirmam que o custo geral de capital da empresa não pode ser reduzido com a substituição de capital próprio por capital de terceiros, muito embora o capital de terceiros pareça ser mais barato do que o capital próprio. À medida que a empresa se endivida, o capital próprio se torna mais arriscado, causando um aumento do custo de capital próprio. O aumento do custo do capital próprio compensa a vantagem obtida com a maior proporção da empresa financiada com capital de terceiros mais barato. Na verdade, MM provam que há uma compensação entre os dois efeitos, de modo que o valor da empresa e o custo geral de capital não são afetados pelo grau de endividamento (Brigham & Gapenski, 1991; Ross et al., 1995).

Proposição III de MM – Estrutura de capital e política de investimento

A partir das proposições anteriores que tratavam do custo de capital e da estrutura financeira, ignorando os impostos, Modigliani & Miller (1958) expõem a Proposição III abordando uma regra simples para a otimização da política de investimento da empresa.

Uma firma na classe k , agindo no melhor interesse de seus acionistas, aproveitará uma oportunidade de investimento, se e somente se, a taxa de retorno do investimento, ρ^* , for maior ou igual a ρ_k . Assim, o ponto de eliminação de um investimento será dado por ρ_k , e será totalmente independente do tipo de títulos (capital próprio ou capital de terceiros) utilizado para financiar o investimento. Qualquer que seja o financiamento usado, o custo marginal de capital da empresa será igual ao custo médio de capital que, por sua vez, será igual à taxa de capitalização de uma empresa não alavancada.

A Proposição III, segundo Modigliani & Miller (1958), apenas considera que a fonte de financiamento utilizada é irrelevante para considerar um investimento como válido ou não. Destacam ainda os autores que isto não significa que os proprietários ou administradores não possuam critérios próprios para decidir sobre a modalidade de financiamento ou, ainda, que não existam outras considerações acerca de políticas ou técnicas financeiras a serem avaliadas ao nível da empresa.

Ferreira (1999) destaca que esta última proposição representa o objetivo principal perseguido por MM. Portanto, demonstra que a política de investimentos da empresa é independente da natureza das fontes de financiamento utilizadas. Neste sentido, o processo decisório sobre a realização de um investimento deve basear-se na verificação de sua rentabilidade em relação à taxa de capitalização da firma em sua classe.

As Proposições de MM com impostos

O financiamento por meio do endividamento tem uma vantagem importante proporcionada pelo sistema tributário. Os juros pagos pela empresa são fiscalmente dedutíveis, o que não ocorre com os lucros e dividendos, fazendo com que a remuneração dos credores não seja tributada na empresa. Trata-se, portanto, de um benefício fiscal.

Os benefícios fiscais, segundo Brealey & Myers (1999), podem constituir ativos valiosos, supondo um endividamento fixo e permanente. Assim, a empresa espera obter um fluxo também permanente de saídas de tesouraria derivadas do benefício fiscal. O risco destes fluxos é provavelmente menor do que o risco dos ativos operacionais da empresa e os benefícios fiscais dependem apenas da alíquota de imposto de renda incidente sobre a empresa e de sua capacidade de geração de resultados suficientes para cobrir os desembolsos dos juros.

3.4.2.2 A correção da Proposição II de MM

No artigo de 1958, como lembra Ferreira (1999), Modigliani e Miller antes de considerar os impostos, concluíram que o valor da empresa era função do valor atual líquido dos fluxos de retornos de todos os seus projetos de investimento. Assim:

$$V = \frac{X_j}{\rho_k} = \frac{\text{LAJIR}}{\rho_k}$$

Sendo: LAJIR = Lucro antes dos Juros e Imposto de Renda

Considerando os impostos, a equação do valor da empresa tomava a seguinte forma:

$$V = \frac{\text{LAJIR} (1 - T_c)}{\rho T_c} + \frac{T_c \cdot r_B \cdot B}{\rho T_c} = V_u + \frac{r_B \cdot T_c \cdot B}{\rho T_c}$$

Quando passaram a considerar os impostos, Modigliani & Miller (1958) utilizaram a taxa de capitalização ρT_c que, teoricamente é menor que a taxa de juros r_B . Neste sentido, o valor dos benefícios fiscais do endividamento era reduzido. Modigliani & Miller (1963) fazem a correção, descontando o fluxo de retornos à taxa de juros r_B . A explicação para tal, como destaca Ferreira (1999), está no fato de que os benefícios fiscais das dívidas não são fluxos incertos como aqueles decorrentes das atividades operacionais da empresa. Assim, estes fluxos devem ser descontados à mesma taxa aplicada para os juros e não como ocorreu no artigo de 1958, à taxa dos fluxos decorrentes das operações empresariais, o que acabaria por subestimar o valor da empresa.

Ross et al. (1995) destacam que os juros escapam completamente da tributação da pessoa jurídica, enquanto que os lucros depois dos juros, mas antes do imposto da pessoa jurídica (LAJIR), são tributados à uma determinada alíquota. Considerando constantes os fluxos de caixa, isto é, perpétuos e sem crescimento, sendo o LAJIR o fluxo total de caixa da empresa antes de juros e do imposto de renda e ignorando o efeito da depreciação e de outros itens, o lucro tributável de uma empresa sem dívidas será:

$$\text{LAJIR}$$

Para uma empresa sem dívidas, o imposto total corresponde a:

$$\text{LAJIR} \cdot T_c$$

Sendo T_c a alíquota do imposto de renda de pessoa jurídica. O lucro depois do imposto de renda é

$$\text{LAJIR} \cdot (1 - T_c)$$

Para uma empresa com dívidas, o lucro tributável é

$$\text{LAJIR} - r_B \cdot B$$

O imposto total é

$$T_c \cdot (\text{LAJIR} - r_B \cdot B)$$

O fluxo de caixa para os acionistas (FC_A) é dado por

$$FC_A = LAJIR - r_B \cdot B - T_c \cdot (LAJIR - r_B \cdot B) = (LAJIR - r_B \cdot B) \cdot (1 - T_c)$$

O fluxo de caixa total (FC_T), para acionistas e credores é

$$FC_T = LAJIR \cdot (1 - T_c) + T_c \cdot r_B \cdot B$$

que dependerá do montante de capital de terceiros utilizado.

A diferença $T_c \cdot r_B \cdot B$ corresponde ao fluxo de caixa adicional aos investidores (proprietários e credores) na empresa com dívidas, correspondendo também ao fluxo de caixa que deixa de ser recebido pelo governo.

Na presença de imposto de renda de pessoa jurídica, o valor da empresa relaciona-se positivamente com o nível de utilização de capital. Em uma empresa sem dívidas, proprietários e governo têm direitos sobre o valor da empresa, sendo que o valor da empresa sem dívidas corresponde à parcela dos proprietários, enquanto que a proporção destinada ao pagamento de impostos constitui um custo.

No caso da empresa que utiliza capital de terceiros, três grupos de direitos se apresentam: proprietários, credores e governo. O valor da empresa com dívidas corresponde à soma do valor do capital de terceiros com o valor do capital próprio. Brealey & Myers (1999) destacam que, ao escolher entre as duas estruturas de capital, o administrador financeiro deve selecionar aquela que tiver maior valor.

Partindo do pressuposto de que o valor total é o mesmo nas duas estruturas, o valor será maximizado naquela estrutura de capital em que o pagamento de impostos seja minimizado. Neste sentido, a teoria parece indicar

que os administradores devem fazer a opção por maior endividamento por meio de capital de terceiros.

Portanto, pode-se concluir do que foi exposto, que existe uma vantagem fiscal na utilização de capital de terceiros. O fluxo de caixa da empresa com dívidas em cada período é superior ao fluxo de caixa da empresa sem dívidas e a diferença corresponde ao benefício fiscal $T_c r_B B$ do uso de capital de terceiros (Ross et al., 1995; Brealey & Myers, 1999). Considerando que este fluxo de caixa tenha o mesmo risco que os juros do capital de terceiros, seu valor pode ser determinado descontando-o à taxa de juros, r_B , segundo Modigliani & Miller (1963). Desse modo, o valor do benefício fiscal equivale a:

$$\frac{T_c \cdot r_B \cdot B}{r_B} = T_c \cdot B$$

O fluxo de caixa para os proprietários de uma empresa que possui dívidas em sua estrutura de capital, depois do imposto de renda é:

$$FC_A = LAJIR \cdot (1 - T_c) + T_c \cdot r_B \cdot B$$

O primeiro termo da expressão é o fluxo de caixa, depois do imposto de renda, da empresa sem dívidas. O valor de uma empresa sem dívidas, ou seja, uma empresa que não usa capital de terceiros, é o valor presente de:

$$LAJIR \cdot (1 - T_c)$$

$$V_u = \frac{LAJIR \cdot (1 - T_c)}{r_0}$$

sendo:

V_u = valor presente de uma empresa sem dívidas;

$LAJIR \cdot (1 - T_c)$ = fluxos de caixa da empresa depois do imposto de renda;

T_c = alíquota do imposto de renda de pessoa jurídica;

r_0 = custo de capital de uma empresa sem dívidas

A segunda parte dos fluxos de caixa, $T_c \cdot r_B \cdot B$, é o benefício fiscal, que como visto anteriormente, é descontado por r_B . Consequentemente, tem-se:

$$\frac{LAJIR \times (1 - T_c)}{r_0} + \frac{T_c \cdot r_B \cdot B}{r_B} = V_u + T_c \cdot B$$

A equação é a Proposição I de MM com imposto de renda de pessoa jurídica. O primeiro termo da equação é o valor dos fluxos de caixa da empresa sem benefício fiscal de utilização de capital de terceiros. Trata-se de V_u , o valor de uma empresa sem dívidas. O valor da empresa é igual ao seu valor sem dívidas, mais $T_c \cdot B$, o produto entre a alíquota do imposto e o valor da dívida.

Como o benefício fiscal se eleva com o nível de capital de terceiros, a empresa pode aumentar seu fluxo total de caixa e seu valor, substituindo capital próprio por capital de terceiros. Assim, a estrutura de capital é relevante: elevando o quociente entre capital de terceiros e capital próprio, a empresa pode reduzir seus impostos e, conseqüentemente, aumentar seu valor total (Ross et al., 1995; Brealey & Myers, 1999).

A Proposição II de MM, quando não há imposto de renda de pessoa jurídica, aponta para uma relação direta entre o retorno esperado do capital próprio e o grau de endividamento. Este resultado ocorre porque o risco do capital próprio cresce com o aumento do endividamento. A mesma intuição se verifica quando considerado o imposto de renda.

$$r_s = r_0 + \frac{B}{S} \cdot (1 - T_c) \cdot (r_0 - r_B)$$

O custo médio ponderado de capital (existindo imposto de renda de pessoa jurídica) é definido da seguinte maneira:

$$CMePC = \frac{B}{V_1} \cdot r_B \cdot (1 - T_c) + \frac{S}{V_1} \cdot r_s$$

Esta equação indica que, quando uma empresa reduz seu CMePC, o valor da empresa aumenta.

A teoria MM afirma que $V_1 = V_u + T_c \cdot B$. Dessa forma, o valor da empresa pode ser aumentado elevando-se o endividamento. Assim, as empresas deveriam usar o máximo possível de capital de terceiros, o que não se verifica na prática empresarial, onde geralmente, os níveis de endividamento são moderados.

3.4.2.3 A teoria tradicional

Para a teoria tradicional, existe uma combinação ótima entre recursos de terceiros e capitais próprios, que proporcionam a maximização do valor da empresa no mercado ou, de outra forma, a minimização do custo médio ponderado de capital. Os recursos de terceiros são mais baratos em função do risco menor e por terem remuneração fixa, isto é, os juros devem ser pagos independentemente dos resultados da empresa. Por esse motivo, sua utilização pela empresa diminui o seu CMePC e, portanto, aumenta o seu valor.

Entretanto, a vantagem da utilização de capitais de terceiros tem um determinado limite, a partir do qual os credores da empresa passam a temer o não recebimento de seus direitos, exigindo assim maiores retornos. Por sua vez, os proprietários também se preocupam com o crescimento do endividamento,

que eleva os custos fixos da empresa. Tal incremento, como observa Ferreira (1999), torna também mais arriscados os ganhos dos proprietários e, por isso, eles passam a exigir maiores retornos esperados. Dessa forma, a combinação desses dois fatores torna desvantajoso o uso da alavancagem financeira acima de um determinado índice de endividamento.

Freqüentemente, segundo Brealey & Myers (1999), o objetivo das decisões de financiamento é colocado não como a maximização do valor global de mercado, mas sim como a minimização do custo médio ponderado de capital. Se a “Proposição I” de MM se verificar, estes objetivos serão equivalentes. Caso contrário, então, a estrutura de capital que maximiza o valor da empresa só minimizará o custo médio ponderado de capital se os resultados operacionais forem independentes da estrutura de capital. No caso dos resultados operacionais serem constantes, tudo o que aumentar o valor da empresa reduzirá o custo médio ponderado de capital. Cabe destacar que o efeito de alavancagem financeira pode afetar os resultados operacionais de diferentes maneiras. Portanto, a maximização do valor da empresa nem sempre é equivalente à minimização do custo médio ponderado de capital.

Os tradicionalistas consideram que uma alavancagem financeira moderada pode aumentar a rentabilidade esperada do capital próprio, r_s , embora não com a velocidade prevista na “Proposição II” de MM. As empresas que se endividam em excesso verificam que r_s cresce muito mais rapidamente do que o previsto por MM. Conseqüentemente, o custo médio ponderado de capital (CMePC) começa por diminuir para, seguidamente, se elevar. O seu ponto mínimo é o ponto da estrutura ótima de capital. Deve-se lembrar que minimizar CMePC equivale a maximizar o valor global da empresa se os resultados operacionais não forem afetados pelo endividamento, como supõe a corrente tradicionalista. Graficamente, a Figura 9 compara a teoria de MM a teoria tradicional:

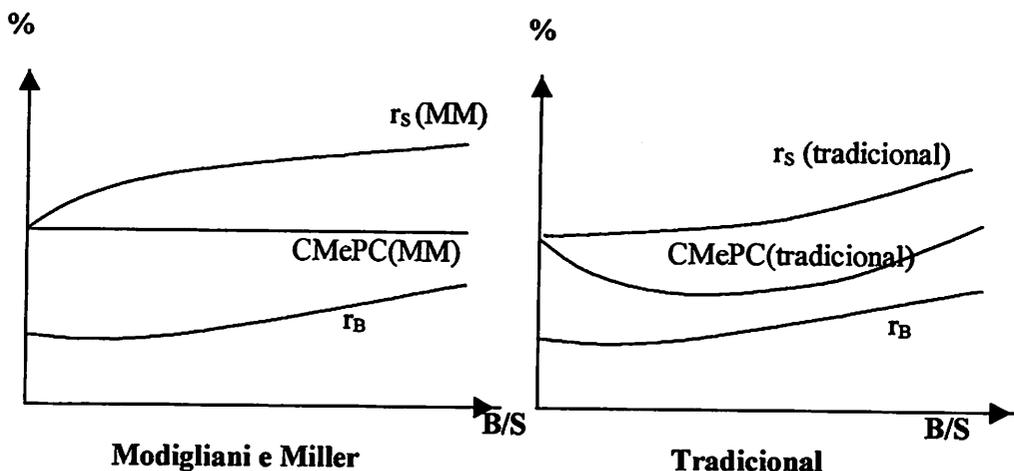


FIGURA 9 Comparação entre a Proposição II de MM e a teoria tradicional
 Fonte: Adaptado de Brealey & Myers (1999)

Eid Jr. (1996), estudando o comportamento das empresas brasileiras no tocante à estrutura de capital, verificou a não utilização da teoria tradicional de finanças, que advoga uma relação fixa entre capital de terceiros e capital próprio. A hipótese relacionada ao oportunismo na captação de recursos proporcionou a melhor explicação para a estrutura de capital das empresas, sendo seguida de uma hierarquia de captação predeterminada. Assim, no que diz respeito à estrutura de capital, as empresas brasileiras procuram, primeiramente, aproveitar as oportunidades de mercado. A segunda opção aponta para os empréstimos bancários como a primeira fonte de recursos, seguida das ações ordinárias e, por fim, a retenção de lucros. Chamando atenção para a utilização de empréstimos bancários em um país onde se praticam elevadas taxas de juros, o autor esclarece que a pouca utilização de lucros retidos pode se dar em função da baixa lucratividade auferida pelas empresas, em função das constantes crises econômicas.

Melo⁵ (1994), citado por Vieira (1999), destaca a complexidade a respeito da definição da melhor estrutura de financiamento das empresas brasileiras, em função daqueles aspectos relativos à conjuntura econômica e à organização e funcionamento do sistema financeiro nacional.

Se a política de endividamento fosse completamente irrelevante, os índices de endividamento efetivos deveriam variar aleatoriamente de empresa para empresa e de setor para setor. Porém, não é isso que se pode observar no mercado. A explicação para determinados comportamentos setoriais reside parcialmente no fato de que, anteriormente, aspectos como os impostos, custos de falência, conflitos de interesses entre os detentores dos diversos valores mobiliários emitidos pela empresa e os problemas de informação e incentivos, dentre outros, foram completamente negligenciados.

3.4.3 Decisões operacionais

3.4.3.1 Capital de giro

O capital de giro ocupa posição destacada no desempenho operacional das empresas, onde, geralmente, mais da metade dos ativos totais estão nele investidos. Uma administração inadequada do capital de giro, como afirmam Assaf Neto & Silva (1997), tem freqüentemente conduzido as empresas a sérios problemas financeiros, concorrendo para uma situação de insolvência. O capital de giro ou capital circulante líquido (CCL), resumidamente, representa os recursos demandados pela empresa para o financiamento de suas atividades operacionais, que envolvem desde a aquisição de matérias-primas até o

⁵ MELO, A. A. de O. **Autofinanciamento ou mercado de capitais: identificação de estratégias de empresas brasileiras no financiamento do seu desenvolvimento.** Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, 1994. (Relatório de pesquisa).

recebimento pela venda do produto. O estudo do capital de giro, de acordo com Silva (1999), é de fundamental importância, tanto para o administrador financeiro, quanto para o analista de empresas, visto que os conceitos relativos à sua gestão constituem também facilitadores na compreensão das estruturas básicas de análise.

Os componentes do ativo corrente ou circulante são basicamente caixa e títulos negociáveis, contas a receber e estoques. Estes ativos são de curta duração. Sua existência não supera o prazo de um ano ou, no máximo, o prazo de duração do ciclo operacional da empresa, quando este for superior ao exercício social. Além desta característica de curta duração, Mehta (1978) destaca a rápida conversão desses ativos em outras formas de ativo. O saldo de caixa é utilizado para a renovação de estoques; os estoques diminuem quando da realização de vendas a prazo, elevando os saldos de contas a receber; a cobrança dessas contas aumenta os saldos de caixa. Assim, as decisões relativas à administração do capital de giro são freqüentes e ocorrem de maneira repetitiva. Além disso, a interação entre os componentes do capital de giro conduz à conclusão de que a administração eficiente de uma forma de ativo não pode ocorrer sem considerar as implicações nos demais componentes.

Uma outra característica dos componentes do capital de giro é relativa à não sincronização das atividades empresariais básicas de produção, vendas e cobrança. Se houvesse uma sincronização entre produção e vendas, os estoques não seriam necessários, assim como se os pagamentos dos clientes fossem efetuados à vista, não haveria justificativa para a manutenção de contas a receber. O fato, portanto, de não haver sincronização entre as atividades de produção, venda e cobrança demanda o conhecimento de seus comportamentos, no intuito de proporcionar o dimensionamento mais adequado do investimento necessário em capital de giro e efetivar seu controle, como assinalam Assaf Neto & Silva (1997).

O estudo do ativo circulante e dos fluxos de fundos de uma empresa constitui um requisito indispensável para a avaliação de sua posição financeira. Desse modo, é importante a compreensão mais ampla do conceito de capital circulante (de giro) líquido, partindo, não da simples diferença aritmética entre ativo circulante (AC) e passivo circulante (PC), mas do nível de recursos permanentes aplicados a curto prazo, contribuindo assim para uma melhor avaliação da liquidez da empresa e de sua posição de equilíbrio financeiro. O estudo dos fluxos de fundos da empresa e sua integração proporcionam, também, uma identificação mais acurada das causas das alterações no capital circulante líquido e no caixa da empresa. Em função das características dos elementos circulantes que foram anteriormente mencionadas, ou seja, a constante transformação em outros elementos circulantes e a falta de sincronização, conclui-se que, normalmente, os recursos de terceiros de curto prazo não são totalmente suficientes para o financiamento das necessidades do capital de giro. Dessa forma, a busca de fontes de recursos de longo prazo (permanentes) se impõe, sendo destinada a sua aplicação em ativos circulantes.

Assim, o capital circulante líquido (CCL) é o volume de recursos permanentes da empresa que se encontra aplicado no ativo circulante, devendo gerar condições de sustentação e crescimento em suas atividades. Quando o capital circulante líquido é positivo, há a indicação de que as exigibilidades de curto prazo estão financiando parte do ativo circulante. Portanto, o volume de recursos de longo prazo do passivo permanente da empresa é maior que o montante aplicado no mesmo prazo, indicando a existência de recursos permanentes de financiamento aplicados no ativo circulante, promovendo a folga financeira da empresa. Logicamente, um capital circulante líquido negativo aponta para a existência de recursos de terceiros de curto prazo, financiando aplicações permanentes de longo prazo, denotando uma situação de desequilíbrio financeiro.

Silva (1999) observa que, algumas vezes, a expressão capital de giro aparece na literatura de administração financeira como sinônimo do ativo circulante, isto é, compreendendo basicamente o estudo das disponibilidades, das duplicatas a receber e dos estoques. Este conceito se baseia na diferença entre os ativos e passivos circulantes:

$$\text{CCL} = \text{AC} - \text{PC}$$

De uma forma geral, quanto maior o CCL, melhor é a condição de liquidez da empresa. Entretanto, é preciso considerar que a qualidade da liquidez, tomando como base o CCL, dependerá do segmento no qual a empresa atua. É possível encontrar CCL negativo com boa liquidez (supermercados - compram a prazo, vendem a vista). Por outro lado, uma empresa pode ter CCL positivo e apresentar dificuldade financeira, dependendo apenas dos prazos de realização dos ativos circulantes, em face aos vencimentos de suas obrigações de curto prazo.

Se todos os realizáveis e todas as obrigações de curto prazo tivessem o mesmo vencimento, o valor positivo do CCL seria uma espécie de folga financeira. O problema que pode ocorrer é que as dívidas vençam antes dos recebíveis. Nesse caso, mesmo com a “folga matemática” positiva, a empresa poderia ter dificuldade financeira.

Considerando que o balanço é uma igualdade matemática em que as aplicações são iguais as fontes, tem-se:

$$\text{AC} + \text{RLP} + \text{AP} = \text{PC} + \text{ELP} + \text{REF} + \text{PL}$$

$$\text{AC} - \text{PC} = \text{ELP} + \text{REF} + \text{PL} - \text{RLP} - \text{AP}$$

Sendo: AC = Ativo Circulante
PC = Passivo Circulante
ELP = Exigível a Longo Prazo
REF = Resultado de Exercícios Futuros
PL = Patrimônio Líquido
RLP = Realizável a Longo Prazo
AP = Ativo Permanente

Matematicamente, o valor do CCL também pode ser obtido pela diferença entre as contas não circulantes, isto é, o passivo não circulante (ELP, REF e PL) menos o ativo não circulante (AP e RLP). Assim, esta diferença entre os grupos não circulantes será chamada de **Capital de Giro (CDG)** (Fleuriet et al., 1978; Pereira Filho, 1998; Silva, 1999).

$$\text{CDG} = (\text{PL} + \text{REF} + \text{ELP}) - (\text{AP} + \text{RLP})$$

$$\text{CDG} = \text{PNC} - \text{ANC}$$

Sendo: ANC = Ativo não circulante
PNC = Passivo não circulante

A interpretação para o CDG é diferente. No caso do CDG, trabalha-se com os itens permanentes e que tendem a representar as grandes decisões estratégicas da empresa, em termos de investimentos em ativos permanentes, de fontes de financiamentos através de recursos de longo prazo (ELP) e de recursos próprios (PL).

As variações do volume de capital circulante líquido são causadas por diversas transações realizadas pela empresa (Assaf Neto, 2000). Assim, algumas situações que proporcionam um aumento do capital de giro, em função do crescimento do passivo não circulante, são as seguintes:

- fluxo de caixa proveniente das operações positivo; geração de lucros pela empresa. É fundamental, e a empresa deve, em cada período, gerar lucro suficiente para cobrir a variação do IOG. Se a empresa tiver empréstimos de longo prazo vencendo, sua geração de lucro deveria ser suficiente para, ao menos, cobrir a variação do IOG mais as parcelas de tais financiamentos que venceram no período. Assim, os lucros gerados, em termos de caixa, devem ser suficientes para:

- a. cobrir os acréscimos de aplicação no IOG;
- b. pagar as parcelas de empréstimos de longo prazo que estejam vencendo;
- c. pagar os dividendos e participações que normalmente são percentagens dos lucros;
- d. pagar o imposto de renda.

- venda de ativo permanente;

- empréstimos e financiamentos a longo prazo; obtenção de novos financiamentos a longo prazo. No caso de financiamento de longo prazo para aquisição de imobilizado, não melhora o CDG, visto que ocorre acréscimo tanto no PNC quanto no ANC. O empréstimo a longo prazo só deve ser obtido para melhoria do CDG quando as projeções indicarem geração de lucro no futuro, de modo que a empresa possa amortizar o empréstimo em seu vencimento. Recursos próprios seriam a maneira mais segura para o aumento do CDG;

- integralização de capital; aumento de capital com aporte de recursos, caracterizando a confiança dos acionistas ou proprietários no empreendimento;
- recebimento de realizável a longo prazo.

Portanto, recursos dos sócios ou acionistas, recursos de longo prazo e lucros são as principais soluções para elevação do passivo não circulante e, conseqüentemente, do capital de giro.

Por sua vez, uma diminuição do capital de giro é percebida quando o ativo não circulante cresce em função de:

- ocorrência de prejuízo líquido;
- aquisição de ativo permanente;
- amortização de exigibilidades a longo prazo;
- aquisição, reformas ou ampliações do imobilizado, visando elevar a capacidade produtiva;
- aquisição de participações acionárias em outras empresas;
- aumento do ativo diferido, em decorrência de gastos em projetos que contribuirão para gerar receitas no futuro;
- aumento do realizável a longo prazo.

O crescimento do ativo não circulante deve ser financiado com recursos próprios ou com financiamento de longo prazo. Para imobilizações com financiamento de longo prazo, é necessário que a empresa tenha potencial para a geração de lucros suficientes para amortização dos financiamentos.

O CDG como fonte de recursos está relacionado às decisões financeiras básicas:

- investimento ou desinvestimento, em função da estratégia com relação à expansão, retração, ou manutenção de seu nível de atividade operacional ou redirecionamento de produtos e mercados;
- financiamento, a partir da definição da estrutura de capital;
- política de retenção e distribuição de resultado adotada pela empresa. A política de dividendos deve ser orientada a partir de uma estrutura de capitais definida e das oportunidades de investimento. Se as oportunidades de

investimento forem superiores ao lucro retido, deve-se fazer nova chamada de capital em nível necessário para readequar a relação entre capitais próprios e capitais de terceiros (Silva, 1999).

3.4.3.2 Investimento operacional em giro

O desdobramento conceitual do CCL fornece dois outros conceitos: o Investimento Operacional em Giro (IOG) e o Saldo de Tesouraria (T). O IOG é composto por itens de caráter operacional, que normalmente estão classificados dentro do ativo e do passivo circulantes, relacionados ao ciclo operacional das empresas. O T é composto por itens de caráter financeiro, como disponibilidades, aplicações financeiras e empréstimos de curto prazo, por exemplo.

O chamado “investimento operacional em giro” (IOG) é uma metodologia de análise de grande utilidade no auxílio da determinação da saúde financeira de uma empresa, fornecendo uma visão sistêmica do impacto das diversas áreas de decisão na empresa e de suas interações (Silva, 1999). O IOG está contido no capital circulante líquido (CCL). Três denominações distintas são encontradas, designando o mesmo conceito:

- investimento operacional em giro (IOG);
- *working investment (WI)*;
- necessidade de capital de giro (NCG).

O IOG é representado por aplicações de recursos que, embora pertencentes ao ativo circulante, têm uma conotação de aplicações permanentes, por estarem relacionadas de forma direta com a atividade operacional da empresa, tais como, duplicatas a receber, estoques, adiantamentos a fornecedores e despesas antecipadas. Por outro lado, algumas fontes de recursos estão relacionadas diretamente com as atividades da empresa e se renovam

espontaneamente com o desenvolvimento das atividades operacionais - fornecedores, salários e encargos a pagar, tributos a recolher e adiantamentos de clientes.

Pereira Filho (1998) observa que o conceito de IOG é considerado pelos autores em finanças como a chave para a análise da situação e gestão financeira das empresas, dado que a sua mensuração abrange a estrutura operacional da empresa. O IOG revela o montante de capital permanente que uma empresa necessita para financiar seu capital de giro. Esse volume é determinado pelo nível de atividade da empresa (produção e vendas) e prazos operacionais.

O IOG pode sofrer alterações causadas tanto por mudanças no ciclo financeiro – quer derivadas do emprego de políticas próprias, quer das condições do ambiente – quanto pela variabilidade do volume de vendas do negócio, exibindo um grau de relacionamento direto a tais variáveis (Marques & Braga, 1995).

O ativo circulante é desmembrado em duas partes, ou seja, uma parte cíclica, que contém os itens relacionados diretamente ao ciclo operacional da empresa, o ativo circulante cíclico (ACC) e outra relacionada à parte de cunho mais financeiro, o ativo circulante financeiro (ACF). Da mesma forma, o passivo circulante é subdividido em passivo circulante cíclico (PCC), diretamente relacionado ao ciclo operacional da empresa e outra de natureza financeira, que compreende os empréstimos bancários, descontos de títulos e outras operações que não decorrem de forma direta do ciclo operacional da empresa, o passivo circulante financeiro (PCF).

As contas não circulantes são agrupadas em ativo não circulante (ANC), composto pelo realizável a longo prazo e pelo ativo permanente, e passivo não circulante (PNC), composto pelo exigível a longo prazo, resultado de exercícios futuros e patrimônio líquido.

Ativo circulante = ACC + ACF

(-) Passivo circulante = PCC + PCF

(=) CCL = IOG + T

Esta nova estruturação das contas proporciona a definição de três conceitos básicos:

$$\text{IOG} = \text{ACC} - \text{PCC}$$

$$\text{CDG} = \text{PNC} - \text{ANC}$$

$$\text{T} = \text{ACF} - \text{PCF}$$

O ACC é uma aplicação de recursos, enquanto o PCC é uma fonte de recursos. Ambos decorrem diretamente do ciclo das operações da empresa e a tendência é de que o IOG seja uma aplicação líquida de recursos. Entretanto, pode haver situações em que o PCC seja maior que o ACC e, portanto, ao invés do IOG ser um investimento será um financiamento (Pereira Filho, 1998; Silva, 1999).

3.4.3.3 Ciclo financeiro

O IOG é uma função básica do volume de vendas e dos prazos de rotação. A análise financeira pela metodologia do IOG tem um enfoque mais dinâmico porque decorre do volume de vendas da empresa e dos prazos de rotação. Quanto maiores as vendas, maior tenderá a ser a necessidade de estoques e o volume de duplicatas a receber. Se, para aumentar as vendas a empresa conceder maiores prazos aos clientes para o pagamento, haverá dupla pressão para elevar o volume de duplicatas a receber, ou seja, aumento das vendas mais aumento do prazo. O crescimento das vendas também eleva o volume de fornecedores, de salários (se houver contratação de pessoal ou horas-extras), de encargos e de tributos. Assim, o IOG é função, basicamente, das vendas e dos prazos. Se, devido ao crescimento das vendas, aumentar o IOG,

este incremento deve gerar lucro para compensar a maior necessidade de aplicação de recursos, pois, de outro modo, a empresa terá de recorrer a empréstimos bancários ou ao aporte de capital junto aos acionistas (Fleuriet et al., 1978; Silva, 1999; Assaf Neto, 2000).

A magnitude do investimento operacional em giro decorre do tipo de atividade de cada empresa. As atividades básicas de uma empresa compreendem diversas fases, como mostra a Figura 10:

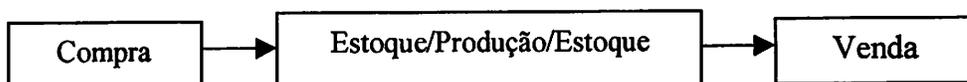


FIGURA 10 As atividades de uma empresa
Fonte: Adaptado de Silva (1999)

As operações da empresa demandam a aplicação de recursos em itens do ativo circulante como estoques e duplicatas a receber. Por outro lado, as mesmas operações possibilitam a obtenção de recursos provenientes de seus fornecedores, de tributos e de encargos sociais. Neste sentido, passa-se a abordar o conceito de ciclo operacional, ciclo financeiro e os prazos de rotação de estoques, recebimento das vendas e pagamento das compras.

Uma empresa adquire matéria-prima, estoca essa matéria-prima por certo período, agrega mão-de-obra direta e custos indiretos de fabricação para obter o produto acabado que fica estocado até que seja vendido, levando um certo número de dias nesse processo, como se pode perceber na Figura 11. Os fornecedores de matéria-prima concedem um determinado prazo médio em dias para a empresa efetuar o pagamento. Por sua vez, a empresa vende seus produtos e concede em média certo número de dias a seus clientes. Esses prazos refletem diretamente na liquidez, no endividamento e no retorno da empresa e são um dos componentes determinantes da necessidade de capital de giro.

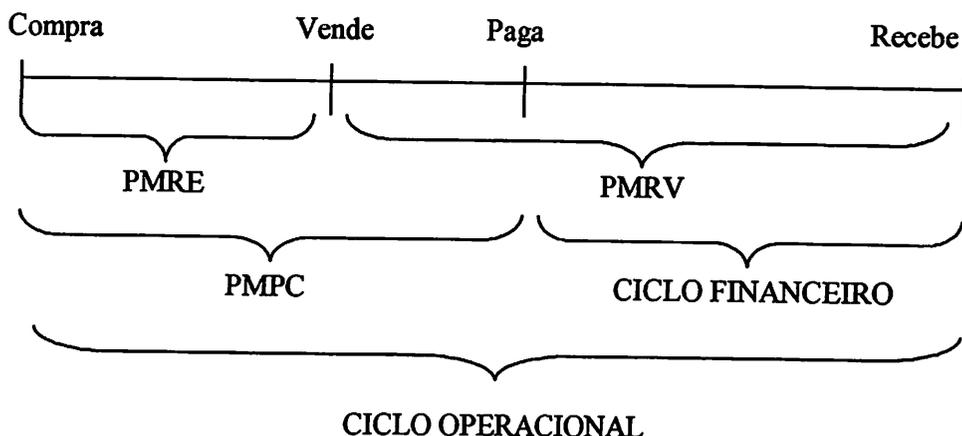


FIGURA 11 Ciclo Operacional e Ciclo Financeiro
 Fonte: Adaptado de Silva (1999)

Sendo: PMRE = Prazo Médio de Rotação dos Estoques

PMRV = Prazo Médio de Recebimento de Vendas

PMPC = Prazo Médio de Pagamento de Compras

Desse modo, o ciclo financeiro é relativo ao intervalo de tempo entre o momento do desembolso pelo pagamento dos insumos necessários ao desempenho das atividades operacionais da empresa e o recebimento das vendas a crédito. Assim, o ciclo financeiro corresponde à parcela de investimentos no giro das operações (clientes, estoques, despesas antecipadas, etc.) que não recebe o financiamento espontâneo dos recursos relativos ao desenvolvimento do ciclo operacional (fornecedores, contas a pagar, etc.). Portanto, um ciclo financeiro positivo indica a necessidade de recursos complementares para o financiamento das operações da empresa. Quando negativo, indica que há disponibilidade de recursos para aplicações em outros itens de ativo e/ou passivo (Pereira Filho, 1997).

O ciclo operacional, por sua vez, corresponde ao intervalo de tempo entre a aquisição das matérias-primas e demais insumos relacionados às atividades operacionais da empresa e o momento de recebimento das vendas efetuadas a crédito (Pereira Filho, 1997; Silva, 1999; Assaf Neto, 2000).

O prazo médio de rotação dos estoques e do recebimento das vendas representa, de forma simplificada, os itens do ativo circulante cíclico, isto é, os investimentos que decorrem do ciclo das operações da empresa. O prazo médio de pagamento das compras representa o período durante o qual as fontes operacionais financiam a empresa. O ciclo financeiro é o período que deve ser coberto com recursos permanentes (patrimônio líquido ou exigível a longo prazo) ou com dívida de curto prazo (Silva, 1999).

A questão é que apenas o período não fornece a magnitude dos recursos efetivamente aplicados, uma vez que o prazo de rotação dos estoques e o de pagamento das compras estão calculados com base nos preços de custo das compras, enquanto o prazo de recebimento das vendas é baseado no preço das vendas, incluindo assim, a margem de lucro (Fleuriet et al., 1978).

O IOG pode ser transformado em dias de vendas, a fim de ajustar os prazos de rotação a uma medida uniforme, isto é, vendas.

$$IOG \text{ em dias de vendas} = \frac{IOG}{Vendas} \times 360$$

Fleuriet et al. (1978) demonstram que o investimento operacional em giro (IOG) é proporcional às vendas da empresa, desde que seu ciclo financeiro seja mantido constante. Sabendo-se que $IOG = ACC - PCC$ e admitindo, para fins didáticos, que as únicas contas componentes do ativo cíclico sejam estoques e contas a receber, e que o passivo cíclico seja constituído somente de contas a pagar, tem-se:

$$\text{IOG} = \text{estoques} + \text{contas a receber} - \text{contas a pagar}$$

Dividindo-se todos os membros pelas vendas, obtém-se

$$\frac{\text{IOG}}{\text{vendas}} = \frac{\text{estoques}}{\text{vendas}} + \frac{\text{contas a receber}}{\text{vendas}} - \frac{\text{contas a pagar}}{\text{vendas}}$$

Multiplicando-se os membros da igualdade por 360, tem-se:

$$\frac{\text{IOG} \times 360}{\text{vendas}} = \frac{\text{estoques} \times 360}{\text{vendas}} + \frac{\text{contas a receber} \times 360}{\text{vendas}} - \frac{\text{contas a pagar} \times 360}{\text{vendas}}$$

Os quocientes da igualdade acima podem ser desdobrados do seguinte modo:

$$\frac{\text{IOG} \times 360}{\text{vendas}} = \frac{\text{estoque} \times 360}{\text{CPV}} \times \frac{\text{CPV}}{\text{vendas}} + \frac{\text{contas a receber} \times 360}{\text{vendas}} - \frac{\text{contas a pagar} \times 360}{\text{compras}} \times \frac{\text{compras}}{\text{vendas}}$$

Os cinco quocientes do lado direito da igualdade acima podem ser interpretados do seguinte modo, de acordo com Fleuriet et al. (1978):

- I. O quociente $\frac{\text{contas a pagar} \times 360}{\text{compras}}$ representa o prazo médio de pagamento das contas a pagar. Este quociente está diretamente relacionado com as vendas da empresa. O prazo médio de pagamento das compras indica quantos dias, em média, a empresa demora para pagar seus fornecedores.

O prazo médio de pagamento das compras é um índice do tipo “quanto maior, melhor”, desde que o seu volume de fornecedores não se mantenha alto por atraso nos pagamentos.

II. O quociente $\frac{\text{estoques} \times 360}{\text{CPV}}$ representa o prazo médio de rotação de estoques da empresa. Este quociente relaciona-se diretamente com as vendas. Se as vendas e conseqüentemente, as compras aumentarem, os estoques e os custos dos produtos vendidos também aumentarão, aproximadamente, na mesma proporção. O prazo médio de rotação dos estoques indica quantos dias, em média, os produtos ficam armazenados na empresa, antes de serem vendidos. O volume de estoques mantido pela empresa decorre principalmente do seu volume de vendas e de sua política de estocagem. Os estoques podem ser interpretados de duas formas. Primeiro, como algo que representa potencialidade de transformação em dinheiro e, segundo, entendendo os estoques como aplicação de recursos no ativo circulante. Quanto maiores os estoques, mais recursos a empresa está comprometendo com os mesmos. Além disso, a forma como a empresa financia seus estoques, isto é, com recursos próprios ou com endividamento bancário é uma questão fundamental para o analista. Para o desenvolvimento de suas atividades operacionais, a empresa precisa manter certo nível de estoques, seja para o atendimento de sua clientela, seja para sua linha de produção e também para a manutenção de estoques de segurança.

Do ponto de vista de análise de risco, o prazo médio de rotação dos estoques é um índice do tipo “quanto maior, pior”. Ele deve ser analisado juntamente com os prazos de recebimento e pagamento, para se ter a idéia do ciclo financeiro da empresa.

- III. O quociente $\frac{\text{contas a receber} \times 360}{\text{vendas}}$ representa o prazo médio de recebimento das vendas. Este quociente relaciona-se diretamente com as vendas. O prazo médio de recebimento das vendas indica quantos dias, em média, a empresa leva para receber suas vendas. O volume de duplicatas a receber decorre de dois fatores básicos:
- o montante de vendas a prazo;
 - o prazo concedido aos clientes para pagamento.

As vendas a prazo devem seguir uma política de crédito adotada pela empresa que seja adequada ao seu tipo de atividade. Do ponto de vista de análise de risco, o prazo médio de recebimento das vendas é um indicador do tipo “quanto maior, pior”. Deve ser analisado juntamente com os prazos de rotação de estoques e de pagamento das compras.

- IV. Os quocientes $\frac{\text{CPV}}{\text{vendas}}$ e $\frac{\text{compras}}{\text{vendas}}$ permitem exprimir o valor dos estoques e contas a pagar em dias de vendas

Conforme a ocorrência dos eventos no tempo, em decorrência dos prazos de rotação dos estoques, recebimento das vendas e pagamento de compras, três tipos básicos de IOG são percebidos:

1. Aplicações no ACC > Fontes do PCC \Rightarrow IOG > 0

A empresa aplica recursos no IOG

2. Aplicações no ACC < Fontes do PCC \Rightarrow IOG < 0

Ocorre uma liberação de recursos, devido ao fato de a empresa receber antes de pagar e ter o prazo de pagamento das compras maior que o prazo de rotação dos estoques.

3. Aplicações no ACC = Fontes do PCC \Rightarrow IOG = 0

É uma situação hipotética, a empresa não toma nem libera recursos.

Conclui-se, portanto, que o investimento operacional em giro depende do ciclo financeiro e do nível de atividade (vendas) da empresa. O ciclo financeiro e as vendas determinam, em última análise, os prazos de rotação e valores das contas do ativo e passivo cíclicos da empresa (Fleuriet et al., 1978).

Sendo o investimento operacional em giro tratado como uma aplicação de recursos decorrente da própria atividade operacional, a efetiva avaliação de sua saúde financeira será resultado de como a empresa financia tal aplicação. O CDG é o conceito adequado para caracterizar as fontes de recursos que financiam o IOG. Enquanto o IOG caracteriza uma necessidade líquida de recursos, o CDG será a fonte para financiá-lo. Quando se utilizam as contas que compõem o IOG e o CDG, restam no balanço apenas o ACF e o PCF, que compõem o saldo de tesouraria (T). O T pode ser obtido tanto pela diferença entre CDG e IOG, quanto pela diferença entre ACF e PCF. Resumidamente, tem-se:

$IOG = ACC - PCC$	\Rightarrow aplicação de natureza operacional
$CDG = PNC - ANC$	\Rightarrow fonte de natureza estratégica
$T = CDG - IOG$	\Rightarrow variável dependente do IOG e do CDG

Quando T for menor que zero, significa que a empresa tem débitos de curto prazo junto a instituições financeiras ou mesmo outras dívidas de curto prazo não relacionadas a seu ciclo operacional, superior a seus recursos financeiros de curto prazo. Assim, os valores relativos ao CDG e IOG definirão o saldo em tesouraria.

$$\text{CDG} > \text{IOG} \Rightarrow T > 0$$

$$\text{CDG} < \text{IOG} \Rightarrow T < 0$$

3.4.3.4 Efeito tesoura e *overtrade*

O efeito tesoura ocorre em função da elevada aplicação de recursos no IOG, sem que o nível do CDG seja suficiente para financiar a aplicação. Assim, mesmo a empresa apresentando resultados positivos, o ganho que vinha obtendo não é suficiente para financiar uma administração inadequada de seu ciclo financeiro (Pereira Filho, 1998).

Uma empresa entra no efeito tesoura quando, ao longo de uma série de exercícios sociais, a variação do IOG é superior à variação do CDG.

$$\Delta \text{IOG} > \Delta \text{CDG} \Rightarrow \text{efeito tesoura}$$

A tendência de crescimento do IOG em níveis superiores ao crescimento do CDG pode ser um indicativo do efeito tesoura. É importante destacar que o efeito tesoura só é um alerta de tendência para insolvência, quando ocorre em níveis expressivos comparativamente às vendas da empresa.

O hiato entre as curvas do IOG e do CDG apresentando-se cada vez maior, assume o formato de uma tesoura aberta, chamado de efeito tesoura, como mostra a Figura 12.

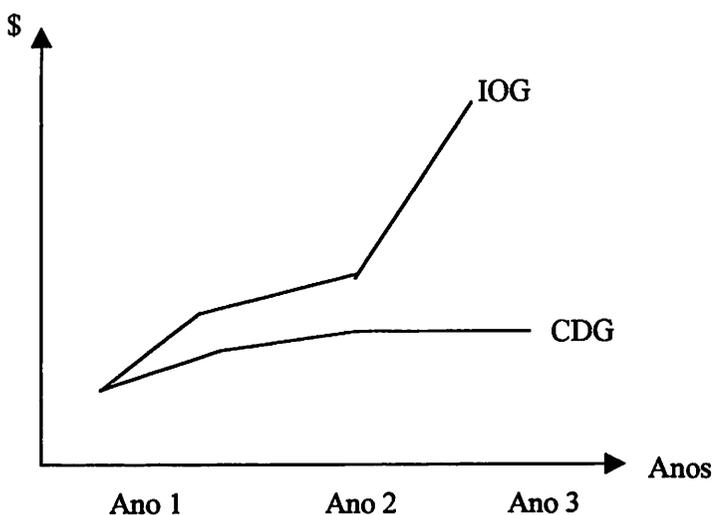


FIGURA 12 Efeito tesoura

Fonte: Adaptado de Silva (1999).

As principais causas do efeito tesoura são:

- a. elevado ciclo financeiro: mesmo a empresa tendo CDG positivo e sendo lucrativa, a inadequação da administração de seus itens de giro pode causar problemas financeiros;
- b. empresas mesmo lucrativas e com IOG bem administrado podem entrar no efeito tesoura em função de decisões de imobilizações, sem disporem de recursos próprios ou de fontes de longo prazo para isto, ou seja, imobilizações com recursos de instituições financeiras de curto prazo;
- c. empresas com IOG bem administrado, porém dando prejuízo, podem reduzir o CDG a níveis insuficientes para financiar o IOG, obrigando a tomada de recursos de instituições financeiras de curto prazo;
- d. qualquer outra combinação envolvendo uma ou mais das três condições a seguir:

(I) níveis elevados de IOG;

(II) níveis baixos de CDG;

(III) prejuízos, desde que resulte no crescimento da magnitude do hiato entre as curvas representativas do IOG e do CDG (Fleuriet et al., 1978, Pereira Filho, 1997; Silva, 1999).

Do ponto de vista financeiro, *overtrade* indica que uma empresa vem efetuando grande volume de negócios, sem dispor de recursos adequados e suficientes para financiar suas necessidades de capital de giro. Algumas vezes, o fato de uma empresa dispor de certo nível de ociosidade em sua capacidade instalada de produção pode levá-la a dinamizar suas vendas, admitindo inicialmente que a diluição dos custos fixos por maior volume de produção fará com que o custo unitário de seu produto seja reduzido e que, portanto, aumente o seu lucro. Entretanto, quando o aumento das vendas provoca maior volume de investimentos em duplicatas a receber, estoques e outros ativos cíclicos, de modo que o crescimento dos ativos cíclicos e a geração adicional de recursos operacionais não sejam capazes de compensar os investimentos, dependendo da magnitude do crescimento do IOG frente ao crescimento do CDG, há uma tendência para o *overtrade* (Silva, 1999).

As variações sofridas ao longo do tempo poderão provocar mudança na saúde financeira da empresa. Assim,

a. variação no saldo de tesouraria (ΔT)

$\Delta CDG > \Delta IOG \Rightarrow T$ cresce

$\Delta CDG < \Delta IOG \Rightarrow T$ diminui

b. variação no IOG (ΔIOG)

$\Delta ACC > \Delta PCC \Rightarrow IOG$ cresce

$\Delta ACC < \Delta PCC \Rightarrow IOG$ diminui

c. variação no CDG (Δ CDG)

Δ PNC > Δ ANC \Rightarrow CDG cresce

Δ PNC < Δ ANC \Rightarrow CDG diminui

A deficiência do CDG em relação ao IOG é financiada com empréstimos bancários de curto prazo, cabendo ao analista avaliar qual o risco apresentado pela evolução dessa diferença (CDG - IOG) em face do nível de vendas da empresa. A maioria das empresas mantém certo nível de produção e vendas relativamente distribuídas durante o ano, podendo apresentar algumas variações quantitativas de um mês para outro, sem alterar significativamente a estrutura financeira. Outras atividades apresentam sazonalidades acentuadas, o que acaba por exercer o efeito de uma necessidade adicional de capital de giro para suportar os investimentos em estoque no momento e em contas a receber de clientes na fase consecutiva (Silva, 2004).

4 METODOLOGIA

4.1. Tipo de pesquisa

Para a classificação da pesquisa relativa a este trabalho, segue-se o critério proposto por Vergara (1998), que a define quanto aos fins e quanto aos meios de investigação. Quanto aos fins, consistirá de uma pesquisa explicativa, ou seja, objetivará a justificativa dos motivos e o esclarecimento dos fatores que favorecem a ocorrência de determinado fenômeno. Neste sentido, uma investigação explicativa, destaca a autora, pressupõe uma pesquisa descritiva de maneira a proporcionar o embasamento explicativo.

Dessa forma, como assinala Gil (1994), a pesquisa descritiva tem por objetivo, fundamentalmente, a descrição das características do fenômeno estudado, estabelecendo relações entre as variáveis. Por sua vez, a investigação explicativa permite o aprofundamento do conhecimento da realidade, explicando a razão e o porque dos fatos. No intuito de proporcionar esta explicação, a pesquisa se valerá, quanto aos meios, do estudo de caso, caracterizado segundo este autor, por um estudo profundo de um ou de poucos objetos, promovendo a ampliação e precisão do conhecimento sobre o mesmo.

Yin (1994) observa que, de maneira geral, os estudos de caso são as estratégias preferidas quando se procuram respostas sobre “*como*” e “*por quê*” os fenômenos ocorrem, e também quando o investigador não é capaz de controlar os eventos. A utilização do estudo de caso é ainda mais indicada quando o foco do problema está num fenômeno contemporâneo, inserido num contexto de vida real. A este respeito, acrescenta Godoy (1995b) que uma melhor compreensão do fenômeno é possível quando ela se dá no contexto do qual ele faz parte, devendo assim efetuar-se uma análise que pressuponha uma perspectiva integrada.

Desse modo, conforme observam Bruyne et al. (1991), o estudo de caso consiste de um estudo profundo, uma análise intensiva realizada sobre organizações reais, reunindo numerosas e detalhadas informações, de forma a apreender a totalidade do fenômeno pesquisado. Assim, o estudo de caso pode ter um objetivo prático e utilitário, seja porque procura realizar o diagnóstico ou avaliação de uma organização, ou porque objetiva propor uma terapêutica ou mudança organizacional.

Para Stake (1994), não é uma escolha metodológica e sim refere-se à escolha do objeto a ser estudado, com o quê concorda Alencar (1999) ao assinalar que um caso pode ser um indivíduo realizando determinada ação, um programa de desenvolvimento, assim como um balanço ou balanços de uma empresa, em momentos ou contextos específicos. Neste sentido, um cenário social específico pode configurar um caso.

Os estudos de caso são, em sua essência, uma pesquisa qualitativa, porém, como afirma Godoy (1995b), eles podem conter dados quantitativos, de maneira a proporcionar o esclarecimento de aspectos do fenômeno estudado. Deve-se salientar que este trabalho, necessariamente, fará uso de elementos quantitativos, visto que o ponto de partida serão as demonstrações financeiras das cooperativas agroindustriais pesquisadas. Uma metodologia qualitativa propiciará o estabelecimento de relações de causalidade e um aprofundamento do conhecimento acerca do objeto investigado.

Alencar (1999) considera que é plenamente possível a combinação de métodos de pesquisa – quantitativa e qualitativa – chamando a atenção para o fato de que cada um desses métodos possui suas peculiaridades. Assim, os métodos qualitativos podem proporcionar ao pesquisador o estudo de situações específicas, de forma detalhada e profunda, permitindo o entendimento daquilo que pode permanecer oculto em dado fenômeno. Por outro lado, a quantificação de dados e a utilização de recursos estatísticos são freqüentemente empregados

no desenvolvimento de pesquisas descritivas, visando descobrir e classificar a relação entre variáveis.

A atenção do pesquisador, em um estudo quantitativo, segundo Godoy (1995 a), está voltada para a medição objetiva e quantificação dos resultados, de forma a assegurar a precisão necessária para a adequada análise e interpretação dos dados. Esta não é a preocupação primordial de uma investigação qualitativa que parte de uma maior amplitude de interesses, que se definem com o desenvolvimento da investigação. A fonte de dados é o ambiente natural e as pessoas e fenômenos nele inseridos devem ser observados de forma holística. Assim, o que se busca é a ampla compreensão do fenômeno estudado.

O estudo envolvendo dois ou mais casos pode, de acordo com Godoy (1995b), ser considerado um estudo multicaso, sem buscar objetivos de natureza comparativa. Este trabalho configura um estudo multicaso, dado que foram pesquisadas três cooperativas agroindustriais, enfocando os aspectos relativos à gestão financeira. Foi tomado como modelo analítico, o Modelo Fleuriet de análise dinâmica da gestão financeira das empresas.

Nesse sentido, como um procedimento de análise da realidade organizacional e de negócios das empresas, como afirma Bialoskorski Neto (1998), o estudo de caso propicia a verificação de evidências, no que concerne ao quadro teórico, além de proporcionar a observação de novos elementos. Complementa Triviños (1987), destacando que em um estudo de caso qualitativo, as hipóteses e esquemas de investigação não precisam necessariamente ser preestabelecidos, em virtude do aumento de complexidade da análise, à medida que se desenvolve a pesquisa.

4.2 Limitações do método

A principal limitação do estudo de caso é, segundo Gil (1991), a dificuldade de generalização dos resultados obtidos, devido ao fato de a unidade

investigada pode ser significativamente distinta, quando comparada às demais de mesma natureza. Bruyne et al. (1991) consideram que o estudo de caso tem um caráter “particularizante”, limitando, portanto, sua capacidade de generalização.

Para Bialoskorski Neto (1998), sua limitação é não permitir que a observação efetuada seja verificada em outras firmas. Por outro lado, para este mesmo autor, a vantagem do estudo de caso é não gerar uma limitação das discussões teóricas de abordagens que podem esconder aspectos relevantes. Dessa forma, privilegia a compreensão do problema no ambiente de negócios em que ele se manifesta.

O estudo de caso pode ser visto como um pequeno passo em direção à uma generalização. Esta é a afirmação de Stake (1994), ressaltando ainda que a generalização não deveria ser enfatizada em todas as pesquisas.

Considerando, portanto, que as vantagens apresentadas pela utilização deste método superam os aspectos relativos às suas limitações, ele será utilizado neste trabalho. Isto se dá em função do caráter dinâmico do comportamento financeiro das organizações, onde não apenas a análise de índices estáticos parecem ser suficientes para a compreensão de determinada situação, mas o aprofundamento do conhecimento relativo ao ambiente no qual ela está inserida e de seu processo de tomada de decisões financeiras.

4.3 Objeto de estudo e cooperativas pesquisadas

As cooperativas agroindustriais constituem o objeto de estudo deste trabalho.

As cooperativas pesquisadas, selecionadas em função do critério da acessibilidade, como coloca Vergara (1998), são três cooperativas mistas, de leite e café, localizadas na região sul do estado de Minas Gerais e que não serão identificadas por seus nomes verdadeiros. Desse modo, as cooperativas receberam as denominações ALFA, BETA e DELTA.

4.4 Coleta dos dados

As demonstrações financeiras relativas aos anos de 1995, 1996, 1997, 1998 e 1999 foram obtidas junto às cooperativas, além de informações relativas ao histórico de cada uma das cooperativas.

4.5 Tratamento e análise dos dados

- Reclassificação das demonstrações financeiras de acordo com os conceitos do Modelo Fleuriet.
- Correção das demonstrações financeiras para valores de 1999 de acordo com os índices IGP-DI divulgados pela Fundação Getúlio Vargas.
- Mensuração das variáveis Investimento Operacional em Giro (IOG), Capital de Giro (CDG) e Saldo de Tesouraria (T).
- Mensuração do Lucro Bruto Operacional.
- Mensuração do Fluxo de Caixa Operacional.
- Mensuração do Ativo Econômico (AE).
- Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC).
- Cálculo do Valor Econômico Adicionado (EVA[®]).

$$EVA = \left(\frac{\text{Fluxo de Caixa Operacional}}{\text{Ativo Econômico}} - \text{CMePC} \right) \times \text{Ativo Econômico}$$

4.5.1 Modelo analítico - O Modelo Fleuriet de análise dinâmica da gestão financeira das empresas

No sentido de proporcionar um estudo da estrutura financeira das cooperativas agroindustriais, busca-se no Modelo Fleuriet a identificação e mensuração das variáveis que proporcionam a configuração da adequada saúde financeira da empresa. Em função de um ambiente econômico cada vez mais mutável e no qual estão inseridas as empresas, surgiram, segundo Marques & Braga (1995), pesquisas voltadas para avaliações dinâmicas dos elementos patrimoniais de curto prazo, em contraposição às análises convencionais, baseadas em relações estáticas. Michel Fleuriet desenvolveu um modelo de análise dinâmica da situação financeira das organizações, conhecido como Modelo Fleuriet.

Brasil & Brasil (1999) afirmam que além de modelo de gestão financeira, ele pode ser utilizado para a análise de fornecedores, de setores de atividade econômica, consultoria, diagnóstico de crédito e auditoria. No que diz respeito ao seu emprego em análises setoriais, permite o levantamento do perfil econômico-financeiro de empresas do mesmo ramo de atividade, considerando as conjunturas ambientais. Este é, portanto, o motivo pelo qual o Modelo Fleuriet será utilizado como modelo analítico da gestão financeira das cooperativas agroindustriais, nesta pesquisa.

Em função do aspecto dinâmico de seu comportamento, o estudo do capital de giro requer modelos eficientes e rápidos de avaliação da situação financeira da empresa. Brasil & Brasil (1999) afirmam que, para que a contabilidade não fique limitada a uma função de simples registro e se apresente como um instrumento de gestão da empresa, algumas adaptações são requeridas. A análise financeira tradicional parte de uma visão estática da organização analisada. Em outras palavras, a análise tradicional procura verificar se a empresa apresenta condições de saldar seus compromissos no caso de

encerramento de suas atividades, isto é, a ênfase recai sobre os aspectos relativos à solvência da empresa. Por outro lado, um enfoque dinâmico da contabilidade parte do princípio que a empresa é um organismo vivo, inserido em um ambiente constantemente mutável. Desse modo, o enfoque volta-se para os aspectos financeiros de liquidez, procurando analisar a capacidade da empresa cumprir com suas obrigações, mantendo-se em funcionamento.

Fleuriet et al. (1978) observam que, embora a classificação horizontal da apresentação tradicional apresente uma série de vantagens, ela é inadequada no que se refere a uma análise dinâmica da situação econômico-financeira das empresas. Os prazos de permanência durante os quais os fundos estão disponíveis para a empresa apresentam uma mensuração imprecisa por meio da classificação tradicional. De maneira geral, algumas contas do ativo e passivo apresentam constante renovação em função do desenvolvimento operacional da empresa. Dessa forma, uma classificação que enfatize os ciclos econômico e financeiro da empresa se apresenta como mais adequada a uma análise dinâmica.

Os conceitos discutidos pelo Modelo Fleuriet partem de uma nova composição das demonstrações financeiras. Portanto, para sua compreensão, faz-se necessária uma reorganização das contas do balanço patrimonial e de outros demonstrativos contábeis, no sentido de proporcionar a análise. A reclassificação das demonstrações financeiras para um modelo funcional, tem como preocupação básica, segundo Pereira Filho (1997), estabelecer o relacionamento das diversas contas, não somente pela dimensão temporal, mas pelo relacionamento dessas com o desenvolvimento das atividades operacionais. Para a adequada compreensão deste modelo de análise financeira, as contas do ativo e passivo devem ser consideradas em função da realidade dinâmica das empresas, em que as contas relacionam-se ao tempo, estando em estado de constante movimentação (Fleuriet et al., 1978). Como destaca Pereira Filho (1998),

“A reclassificação funcional das contas, neste caso, é feita considerando o fato de que a empresa não vai encerrar suas atividades, mas continuará no mercado, ou seja, é uma reclassificação onde os saldos contábeis são relacionados às atividades da empresa. Ou seja, pode-se dizer que o Modelo Fleuriet trabalha mediante perspectivas futuras. Tal metodologia representa um grande avanço em relação ao modelo tradicional cuja análise demonstra considerar a empresa como encerrando suas atividades na época em que são elaborados os demonstrativos financeiros, ou seja, no final do exercício” (Pereira Filho, 1998: 7).

4.5.1.1 Reclassificação do Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial convencional, elaborado de acordo com a Lei nº 6.404/76, relaciona as contas componentes das origens e aplicações de recursos. O Modelo Fleuriet propõe uma reorganização do balanço patrimonial tradicional, no sentido de proporcionar uma análise dinâmica da gestão financeira da empresa. Os grupos circulantes incluem itens de natureza operacional, que se renovam constantemente, em função das operações da organização – ou não-operacional, que são aquelas contas originadas de decisões negociadas, sem relacionamento direto com as atividades operacionais. Assim, o ativo circulante é dividido em **ativo circulante cíclico (ACC)**, no qual se encontram as contas ligadas à atividade operacional, e **ativo circulante financeiro (ACF)**. O mesmo se dá com o passivo circulante. O **passivo circulante cíclico (PCC)** abrange as contas operacionais, enquanto o **passivo circulante financeiro (PCF)** inclui as contas derivadas de negociações específicas.

Os demais conjuntos patrimoniais do ativo e passivo são agrupados como **ativo não circulante (ANC)**, englobando o ativo realizável a longo prazo (ARLP) e o ativo permanente (AP). No **passivo não circulante (PNC)** estão

reunidos o passivo exigível a longo prazo (PELP), o resultado de exercícios futuros (REF) e o patrimônio líquido (PL). A Figura 13 proporciona uma melhor compreensão da classificação do Modelo Fleuriet.

ATIVO	PASSIVO
Aplicações de recursos	Origens de recursos
Ativo circulante financeiro (ACF)	Passivo circulante financeiro (PCF)
Caixa	Empréstimos e financiamentos
Bancos c/ movimento	
Bancos c/ aplicações	
Coop. Central Juros s/ Capital Integralizado	
Cheques em cobrança	
Ativo circulante cíclico (ACC)	Passivo circulante cíclico (PCC)
Clientes c/ movimento	Fornecedores
Cooperados c/ movimento	Cooperados c/ movimento
Cooperados c/ movimento NPR	Cooperados c/ movimento NPR
Cooperados c/ financiamento	Provisão p/ férias
Coop. Central c/ movimento	Provisão p/ juros s/ capital integralizado
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	Fretes/seguros
Adiantamento a fornecedores	Carreiros
Adiantamento a pessoal	Contribuições sociais
Adiantamento a transportadores	Tributos
Tributos a recuperar	
Despesas antecipadas a apropriar	
Estoques	
Ativo não circulante (ANC)	Passivo não circulante (PNC)
Ativo realizável a longo prazo (ARLP)	Passivo exigível a longo prazo (PELP)
Ativo permanente (AP)	Resultado de exercícios futuros (REF)
	Patrimônio líquido (PL)

FIGURA 13 Classificação do balanço patrimonial pelo Modelo Fleuriet

Remetendo ao que foi colocado anteriormente por Panzutti (1997) ao afirmar que a organização cooperativa obtém crédito e repassa produto, pode-se

melhor compreender a reclassificação do balanço patrimonial das cooperativas agroindustriais objeto da análise. Desse modo, a conta “empréstimos e financiamentos” classificada no Passivo Circulante Financeiro tem como contrapartida as contas “cooperados c/ financiamento” e “cooperados c/ movimento NPR” classificadas no Ativo Circulante Cíclico. Isto se deve ao fato de que a captação de recursos por parte das cooperativas estudadas destina-se a operações de repasse de crédito rural a seus cooperados. Considerando que a missão do cooperativismo é a prestação de serviços a seus associados, esta organização transforma um passivo financeiro em ativo cíclico quando da realização de operações de repasse de crédito rural aos cooperados, visto que esta prestação de serviços está inserida em suas atividades operacionais.

4.5.1.2 Variáveis do Modelo Fleuriet

A partir da reclassificação das demonstrações financeiras realizada pelo Modelo Fleuriet, mais especificamente do balanço patrimonial, três variáveis relevantes estão relacionadas à gestão financeira da empresa:

- investimento operacional em giro (IOG) ou necessidade de capital de giro (NCG);
- capital de giro (CDG) ou capital circulante líquido (CCL);
- saldo de tesouraria (T).

Investimento operacional em giro (IOG)

O investimento operacional em giro (IOG) é obtido a partir da diferença aritmética entre as contas cíclicas do ativo e as contas cíclicas do passivo, medindo a defasagem de tempo e valor entre as operações que as contas representam. Dessa forma, está diretamente relacionado ao ciclo financeiro - intervalo temporal entre o instante em que a empresa paga seus fornecedores e o momento do recebimento de suas vendas - e o volume de vendas praticado.

Pereira Filho (1998) observa que o conceito de IOG é considerado pelos autores em finanças como a chave para a análise da situação e gestão financeira das empresas, dado que a sua mensuração abrange a estrutura operacional da empresa.

$$\text{IOG} = \text{ACC} - \text{PCC}$$

Um IOG positivo indica que a empresa demanda recursos para o giro dos negócios, podendo se financiar com recursos próprios e/ou de terceiros de curto e longo prazos. Quando não ocorre essa demanda de recursos, a empresa apresenta um IOG negativo, dispondo de fontes para o financiamento de outras aplicações. Um IOG nulo ocorre quando o financiamento das atividades operacionais se dá, apenas, com contas cíclicas.

Capital de giro (CDG)

Pela diferença entre as contas permanentes (não circulantes) do passivo e as contas permanentes (não circulantes) do ativo, obtém-se a variável capital de giro (CDG). A maior parte desses recursos está destinada ao financiamento das aplicações permanentes, enquanto que outra parte é direcionada para o financiamento do investimento operacional em giro.

$$\text{CDG} = \text{PNC} - \text{ANC}$$

Um CDG positivo indica que fontes permanentes superam as aplicações permanentes, ocorrendo a utilização de recursos estáveis (de longo prazo) no financiamento da necessidade de capital de giro. O CDG representa uma fonte de fundos para o financiamento das atividades operacionais da empresa. Verifica-se um CDG negativo quando as aplicações permanentes superam as fontes permanentes, apontando o financiamento de ativos permanentes (de longo prazo) por recursos de curto prazo. Nesta situação, o CDG se transforma em

aplicação de fundos, podendo gerar problemas de insolvência. Um CDG nulo indica que recursos de curto prazo financiam as flutuações do IOG, dado que as aplicações permanentes se igualam às fontes permanentes.

Saldo de tesouraria (T)

A variável saldo de tesouraria (T) é calculada através da diferença entre as contas financeiras do ativo e do passivo, sendo medida também pela diferença entre o capital de giro (CDG) e o investimento operacional em giro (IOG).

$$T = ACF - PCF$$

$$T = CDG - IOG$$

Um saldo de tesouraria positivo indica que a empresa tem aplicações de recursos no curto prazo. Dessa forma, os recursos de longo prazo (próprios ou de terceiros) suprem a demanda de recursos para o giro dos negócios e ainda possibilitam aplicações no mercado financeiro ou a manutenção em caixa. Quando negativo, indica que recursos de curto prazo financiam as atividades operacionais, revelando insuficiência de recursos de longo prazo (próprios ou de terceiros) e a captação de empréstimos de curto prazo para o financiamento da necessidade de capital de giro, apontando para uma situação de risco de insolvência (Marques & Braga, 1995; Pereira Filho, 1997; Silva, 1999).

4.5.1.3 Estrutura e situação financeira

O Modelo Fleuriet, de acordo com Brasil & Brasil (1999), caracterizado no nível do balanço patrimonial pelas suas três variáveis (IOG, CDG e T) permite a definição do perfil conjuntural e estrutural das empresas, vinculado, respectivamente, à política financeira adotada (nível de risco) e ao negócio.

A partir da combinação das três variáveis características do Modelo Fleuriet, Marques & Braga (1995) identificam seis situações possíveis,

caracterizando os tipos de estrutura e situação financeira da empresa, conforme a Tabela 3.

TABELA 3 Tipos de estrutura e situação financeira

Tipo/Item	CDG	IOG	T	Situação
I	+	-	+	Excelente
II	+	+	+	Sólida
III	+	+	-	Insatisfatória
IV	-	+	-	Péssima
V	-	-	-	Muito ruim
VI	-	-	+	Alto risco

Fonte: Marques & Braga (1995)

As empresas do tipo I encontram-se em uma situação financeira classificada como excelente, dado o elevado nível de liquidez. O IOG negativo indica uma fonte de recursos, isto é, o recebimento pela venda de produtos ocorre antes do pagamento a fornecedores, permitindo a aplicação desses fundos neste intervalo de tempo. O saldo de tesouraria revela que há recursos do ativo circulante financeiro aplicados no curto prazo, o que denota uma folga financeira. Esta situação é mais comumente observada junto ao setor comercial varejista.

A situação financeira sólida do tipo II é aquela usualmente verificada no ambiente empresarial. Os valores positivos das três variáveis indicam que o CDG é suficiente para cobrir as necessidades de investimento em giro (IOG), sobrando ainda, recursos para proporcionar uma folga financeira, através de investimento no curto prazo.

O tipo III caracteriza uma situação financeira insatisfatória. Indica a necessidade de financiamento de curto prazo, dado que o CDG não cobre o IOG. A parcela não coberta pelo CDG é financiada por passivos onerosos, conduzindo a um saldo de tesouraria (T) negativo. No caso de uma recessão na economia, esta situação pode agravar-se, em função da dificuldade de realização dos ativos operacionais e da elevação das taxas de juros refletidas nos passivos onerosos.

As variáveis CDG e T negativas apontam para uma situação financeira péssima (tipo IV), revelando a aplicação de recursos onerosos de curto prazo, tanto no IOG, quanto em ativos de longo prazo. Esta situação torna difícil a recuperação desses fundos, justamente pelo descasamento entre prazos de financiamento e investimento.

O tipo V indica uma situação financeira muito ruim. Além do CDG negativo, indicando a presença de fontes de curto prazo financiando ativos de longo prazo, o IOG também é negativo e superior ao CDG, o que leva a um saldo de tesouraria (T) negativo.

Finalmente, a empresa classificada no tipo VI encontra-se em situação financeira de alto risco. O IOG negativo indica o financiamento por recursos cíclicos de curto prazo. Entretanto, o CDG é negativo, revelando que esses recursos financiam ativos de longo prazo, simultaneamente à manutenção de aplicação de ativos financeiros no mercado, o que pode ser verificado pelo saldo de tesouraria (T) positivo (Marques & Braga, 1995).

4.5.1.4 Reclassificação da Demonstração do Resultado do Exercício

Da mesma forma, a demonstração do resultado do exercício deve sofrer modificações em relação à sua estrutura clássica, definindo os vários níveis de lucros gerados pela empresa, desde aquele relacionado às suas atividades operacionais até chegar ao autofinanciamento. Dessa forma, o primeiro nível de lucros, segundo Pereira Filho (1997), está relacionado à produtividade do

negócio desenvolvido pela empresa. O lucro bruto operacional, de acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (1978:29) é uma grandeza, simultaneamente, econômica e financeira, visto:

- *“que permite uma comparação particularmente válida da política industrial e comercial do negócio em relação à de firmas similares;*
- *que constitui para a empresa o recurso fundamental obtido de sua atividade de base, com o qual deverá se esforçar para fazer face:*
 - *à remuneração dos capitais próprios (dividendos) e de terceiros (despesas financeiras);*
 - *ao reembolso dos empréstimos contratados;*
 - *ao pagamento do Imposto de Renda;*
 - *à manutenção e ao crescimento de seu potencial.”*

Conforme observam Brasil & Brasil (1999), o autofinanciamento constitui a principal fonte de crescimento do capital de giro (CDG), ao ser incorporado ao patrimônio líquido da empresa. Por sua vez, a capacidade de autofinanciamento representa os recursos disponíveis aos proprietários. Desse modo, a reclassificação da demonstração do resultado do exercício é a seguinte:

Demonstração do resultado de empresa industrial

Vendas líquidas

- (-) Custo dos produtos vendidos (CPV)
- (-) Despesas administrativas (DA)
- (-) Despesas de vendas (DV)
- (+) Depreciação
- (+/-) Outras receitas/despesas operacionais
- (=) LUCRO BRUTO OPERACIONAL (LBO)**
- (-) Despesas financeiras líquidas (DF)
- (+/-) Receitas/despesas não-operacionais
- (-) Imposto de renda (IR)
- (=) CAPACIDADE DE AUTOFINANCIAMENTO**
- (-) Distribuição das sobras
- (=) AUTOFINANCIAMENTO**

Fluxo de caixa operacional

O Fluxo de Caixa Operacional estabelece uma ligação entre o balanço patrimonial e a demonstração de resultados, proporcionando um sistema integrado de análise financeira e representando uma medida financeira do montante do caixa gerado ou consumido pelas atividades operacionais da empresa.

Fluxo de caixa operacional (FCO)

VENDAS

- (-) Custo dos produtos vendidos
- (-) Despesas administrativas
- (-) Despesas de vendas
- (=) Lucro bruto operacional (LBO)**
- (-) Contas a receber do exercício 2
- (-) Estoques do exercício 2
- (+) Fornecedores do exercício 2
- (=) - IOG₂**
- (+) Contas a receber do exercício 1
- (+) Estoques do exercício 1
- (-) Fornecedores do exercício 1
- (=) IOG₁**

$$\begin{aligned} \text{FCO} &= \text{LBO} - \text{IOG}_2 + \text{IOG}_1 \\ \text{FCO} &= \text{LBO} - (\text{IOG}_2 - \text{IOG}_1) \\ \text{FCO} &= \text{LBO} - \Delta\text{IOG} \end{aligned}$$

Sendo ΔIOG a variação do ciclo financeiro entre os períodos considerados para o fluxo de caixa. Segundo Brasil & Brasil (1999), essa fórmula faz a ligação entre a demonstração de resultados (LBO) e o balanço patrimonial (IOG).

Brasil & Brasil (1999) observam que esse fluxo equivale ao fluxo de caixa disponível (*available cash flow*), explicitando o fato de que a organização não dispõe integralmente de todo o lucro operacional gerado em suas operações, mas apenas de uma parcela dele. Ocorre, portanto, uma dedução obrigatória do eventual aumento dos investimentos operacionais (ΔIOG).

A manutenção da saúde financeira da empresa pressupõe que a geração de recursos no âmbito operacional (lucro bruto operacional) seja pelo menos suficiente para absorver os investimentos operacionais (ΔIOG) e as despesas de repartição (juros, imposto de renda e dividendos).

5 RESULTADOS E DISCUSSÃO

5.1 Cooperativa ALFA

5.1.1 Introdução e histórico

A Cooperativa ALFA iniciou suas atividades em 1956, a partir da decisão de 25 produtores rurais que a constituíram três anos antes, portanto, em 1953. O objetivo desses produtores era a agregação de valor à sua produção leiteira, pela fabricação de diversos tipos de queijo.

Os anos 1960 e 70 marcaram a consolidação da indústria de laticínios da cooperativa. Neste período, instalou sua sede no centro da cidade, contando com uma loja para a comercialização de insumos agropecuários. Num momento posterior, construiu um laticínio mais moderno na periferia da cidade, estabelecendo uma marca comercial de leite tipo C.

A filiação à Cooperativa Central de Laticínios do Estado de São Paulo (Paulista) ocorreu durante a década de 1980, pelo fornecimento de leite resfriado tipo C e tipo B. Cabe salientar que, no ano de 1999, a cooperativa se desligou desta Cooperativa Central. Ainda durante os anos 1980, em função de a região ser também produtora de café, passou a desempenhar as atividades de armazenagem e comercialização deste produto para seus cooperados.

Os anos 1990 ficaram marcados, no meio empresarial, pela busca constante de qualidade e produtividade. A organização cooperativa, inserida num mercado capitalista, não poderia ficar à margem deste processo. Assim, estando em conformidade com os objetivos do cooperativismo, quais sejam: a prestação de serviços aos seus associados e sua inserção no mercado, a Cooperativa ALFA se volta para a busca de qualidade e produtividade da produção leiteira de seus cooperados. Diversos serviços passam a ser oferecidos:

assistência técnica prestada por veterinários e agrônomos, aluguel, manutenção e financiamento de máquinas e implementos agrícolas, financiamento de resfriadores de leite e de equipamentos para inseminação artificial. Além dessas atividades, a cooperativa implantou durante este período uma fábrica de ração e sal mineral, um sistema de pagamento diferenciado por qualidade e volume de leite fornecido pelo cooperado, além da coleta de leite a granel, a partir do ano de 1996. Este período também foi caracterizado pelo aumento do número de associados e da área de atuação da cooperativa.

No ano de 1999, a cooperativa contava com 1.074 associados e 124 funcionários. A comercialização de café, pela cooperativa, neste exercício atingiu o montante de 45.598 sacas, sendo beneficiadas 9.684 sacas através de equipamentos terceirizados.

A captação de leite foi reduzida em 41,04% no período. A causa apontada foi o aumento da concorrência da indústria de laticínios por fornecedores. Assim, a média de captação diária caiu de 93.956 litros por dia em 1995 para 55.393 litros por dia em 1999. A Tabela 4 mostra a evolução da captação de leite pela Cooperativa ALFA no período 95/99.

TABELA 4 Evolução da captação de leite (em litros) – Cooperativa ALFA

Ano	Litros de leite
1995	34.293.887
1996	39.568.487
1997	40.041.280
1998	33.669.505
1999	20.218.525

Fonte: Dados da pesquisa (2002).

A principal atividade industrial da cooperativa é a indústria de laticínios. Como se pode perceber pela Tabela 5, houve a introdução de novos produtos na linha comercial da Cooperativa ALFA nos dois últimos exercícios sociais.

TABELA 5 Produção industrial de lácteos (1995 a 1999) – Cooperativa ALFA

Produto	Unid.	1995	1996	1997	1998	1999
Leite “B” pasteurizado	L	-	-	-	-	909.855
Leite “C” pasteurizado	L	1.847.999	1.884.272	2.099.814	2.020.872	1.159.896
Leite Longa Vida	L	-	-	-	673.113	850.171
Creme de leite	Kg	13.895	12.971	24.771	17.111	28.745
Doce de leite	Kg	3.606	13.980	20.252	61.337	88.486
Manteiga	Kg	7.160	4.743	6.270	8.505	8.797
Queijo mussarela	Kg	38.238	37.428	41.621	44.327	12.862
Queijo parmesão	Kg	1.426	6.607	47	4.751	6.348
Queijo provolone	Kg	-	-	-	1.555	1.953
Queijo ricota	Kg	6.665	9.827	1.514	19.731	11.354
Queijo minas padrão	Kg	2.109	2.861	4.663	18.811	10.905
Queijo cobocó	Kg	1.884	1.237	1.587	3.830	3.643
Queijo edam/reino	Kg	1.493	1.369	7.911	6.448	1.098
Queijo prato lanche	Kg	48.228	80.752	18.914	78.087	23.305
Queijo minas frescal	Kg	-	-	-	240	70
Queijo gouda	Kg	-	-	-	-	168
Requeijão	Kg	-	-	-	-	5.060

Fonte: Dados da pesquisa (2002).

Após esta apresentação sobre a Cooperativa ALFA, passa-se a analisar aqueles aspectos relativos à gestão financeira e criação de valor econômico.

Inicialmente, identifica-se a ocorrência ou não de criação de valor econômico. Em seguida, o Investimento Operacional em Giro (IOG) é analisado como base para a criação de valor econômico. Finalmente, a estrutura financeira da Cooperativa ALFA é analisada, a partir da combinação das variáveis IOG, CDG e T do Modelo Fleuriet. Cabe lembrar que este procedimento de discussão dos resultados será o mesmo utilizado para as demais cooperativas pesquisadas.

5.1.2 Identificação da criação de valor econômico

Neste trabalho, considera-se que a criação de valor econômico é função da gestão financeira da organização cooperativa. Assim, na análise e discussão dos resultados da pesquisa, o ponto de partida consiste na identificação da ocorrência ou não de criação de valor econômico, conforme o conceito do EVA[®] e de forma a proporcionar as bases explicativas para o fenômeno, sua adaptação às classificações preconizadas pelo Modelo Fleuriet de análise dinâmica da gestão financeira das empresas.

O cálculo do valor econômico adicionado indicou EVA[®] negativo – destruição de valor econômico – em todos os períodos analisados, conforme demonstram a Tabela 6 e a Figura 14.

TABELA 6 Criação de Valor Econômico – Cooperativa ALFA.

	1996	1997	1998	1999
EVA [®] (R\$)	(496.710,74)	(1.529.822,03)	(1.101.475,21)	(2.015.145,95)

Obs.: Valor entre parênteses indica valor negativo.

Fonte: Elaborado pelo autor.

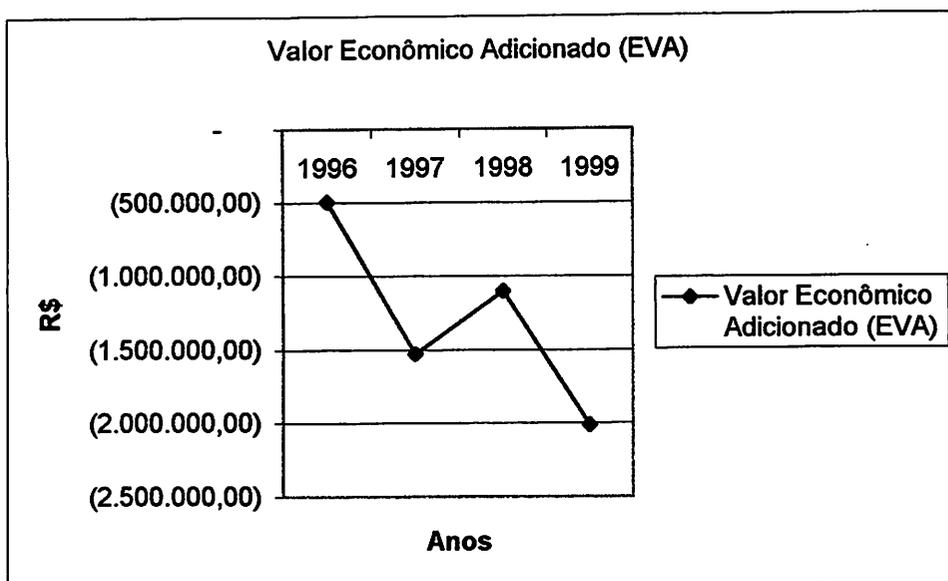


FIGURA 14 Valor Econômico Adicionado – Cooperativa ALFA

A menor destruição de valor verificada nos períodos analisados ocorreu em 1996. Este exercício é aquele que apresenta o maior retorno proporcionado pelas atividades operacionais da cooperativa, ainda que insuficiente para superar o custo de capital e, conseqüentemente, criar valor econômico. A análise do Fluxo de Caixa Operacional (FCO) em 1996, como se pode ver pela Tabela 7 revelou que a redução do ciclo financeiro (redução do IOG) foi decisiva para a obtenção deste resultado, visto que o Lucro Bruto Operacional caiu 23,09% relativamente ao exercício de 1995. A explicação reside no fato de que, enquanto as vendas líquidas aumentaram 7,93%, as despesas administrativas cresceram 30,42%, em relação ao exercício anterior. Por sua vez, na formação do lucro bruto operacional, a receita gerada pelos produtos da empresa destacou-se diante das receitas proporcionadas por mercadorias e serviços, respondendo por 64,36% das vendas líquidas da cooperativa.

TABELA 7 Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa ALFA (Valores em R\$)

	1996	1997	1998	1999
Lucro bruto operacional	1.037.431,89	1.417.684,32	1.164.955,81	607.743,99
(-) Variação do IOG	(582.799,92)	1.141.583,01	(105.339,93)	239.630,68
= FCO	1.620.231,81	276.101,31	1.270.295,74	368.113,31

Fonte: Elaborado pelo autor.

O gráfico constante da Figura 15 exibe o comportamento do Fluxo de Caixa Operacional durante o período pesquisado.

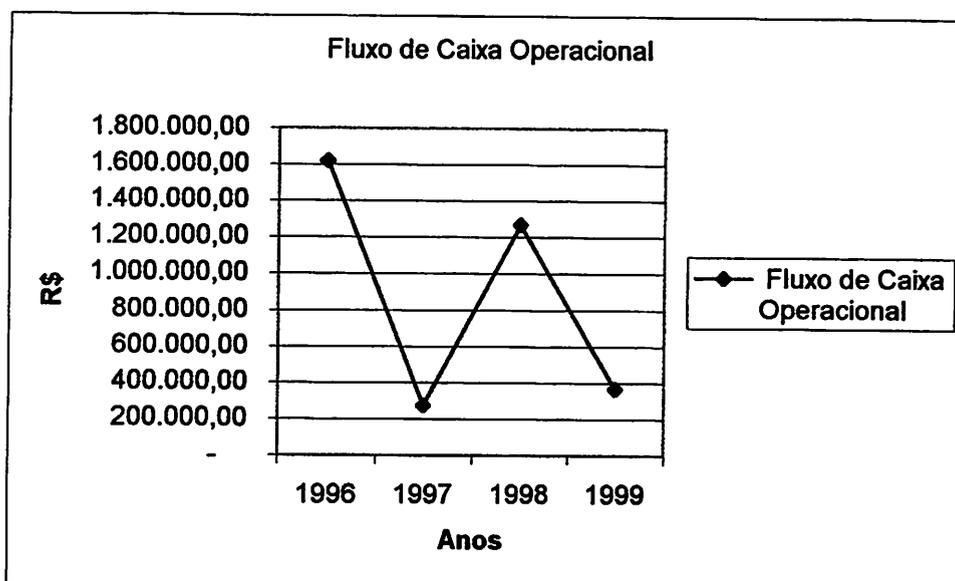


FIGURA 15 Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa ALFA

O ano de 1997 apresenta uma destruição de valor econômico superior em 207,99% quando comparada com o exercício anterior. A deterioração do fluxo de caixa operacional que foi reduzido em 82,96% explica tal resultado, visto que os investimentos da cooperativa se mantiveram estáveis e, até mesmo, o custo de capital se reduziu. No exercício de 1997, o lucro bruto operacional é

elevado em 36,65% em comparação ao exercício anterior. Os elementos que mais contribuíram para a formação deste resultado foram a redução do custo dos produtos vendidos e das despesas de vendas, compensando uma pequena queda das receitas líquidas em termos reais. Todavia, o crescimento do lucro bruto operacional não foi suficiente para fazer frente à variação positiva do IOG (aumento do ciclo financeiro), conduzindo, dessa forma, à identificação do menor fluxo de caixa operacional da Cooperativa ALFA nos períodos analisados.

O exercício de 1998, apesar de apresentar um EVA[®] negativo, indica uma redução da destruição de valor de 28,00%, quando comparado com o período anterior. O incremento de 360,08% nos resultados do fluxo de caixa operacional da cooperativa possibilitou a minimização da destruição de valor econômico. Ainda assim, o reduzido retorno sobre o ativo econômico (FCO/AE) da cooperativa foi incapaz de remunerar o investimento frente ao custo médio ponderado de capital. Uma variação negativa do IOG ocorreu entre 1997 e 1998, porém não foi suficiente para reduzir o ciclo financeiro em dias de vendas. Ao contrário, este sofre um pequeno incremento. Enquanto o IOG é reduzido em 3,06%, as vendas líquidas caíram 18,41%, explicando assim, o aumento do ciclo financeiro. Considerando o lucro bruto operacional verificou-se que este sofreu um declínio de 17,83% neste período. A redução dos custos dos produtos vendidos, despesas administrativas e comerciais não parece ter sido resultado de um melhor desempenho operacional da empresa neste período, mas sim do decréscimo de 18,41% de suas vendas líquidas. Chama a atenção, a pequena redução das despesas comerciais (-4,59%) diante do declínio das vendas.

As atividades da cooperativa geraram uma destruição de valor econômico de cerca de dois milhões de reais no exercício social de 1999. Portanto, uma deterioração de 82,95% no indicador EVA[®] se apresentou, confrontando-se com o resultado do ano anterior. Novamente, a principal

responsável por este resultado foi a insuficiente geração de um fluxo de caixa operacional, capaz de fazer frente ao custo de capital da empresa.

Assim, uma diminuição de 71,02% dos resultados operacionais da cooperativa, traduzida por seu fluxo de caixa operacional, aponta para mais um exercício social em que o capital é destruído, embora sobras líquidas tenham se apresentado nos relatórios contábeis. As atividades operacionais da Cooperativa ALFA conduziram ao menor lucro bruto operacional dentre os períodos pesquisados, revelando uma diminuição de seu resultado em 47,83%, com relação a 1998. As vendas líquidas são reduzidas em 28,98%, sendo acompanhadas por uma redução dos custos dos produtos vendidos, despesas administrativas e comerciais. Estas últimas, assim como no período anterior, reduziram-se em pequena parcela, comparativamente à redução da receita líquida. Além disso, um aumento do ciclo financeiro (aumento do IOG) também contribuiu para a redução do fluxo de caixa operacional.

O Ativo Econômico da Cooperativa ALFA não apresentou variações significativas durante os exercícios analisados como demonstram a Tabela 8 e o gráfico da Figura 16. A exceção é o exercício de 1998, em função da elevação do Saldo de Tesouraria e ajustes nas contas de compensação que integram o ativo não circulante. Assim, o que se pode perceber é a ausência de novos investimentos em itens diretamente relacionados à produção como máquinas e equipamentos e outros ativos de precaução de longo prazo, físicos ou financeiros, que tivessem a capacidade de proporcionar um incremento dos resultados operacionais da empresa, através de fluxos de caixa operacionais capazes de superar o custo de capital. Neste sentido, havia na Cooperativa ALFA, a intenção de vender ou alugar seu edifício-sede localizado no centro da cidade, caracterizando um desinvestimento de um ativo que não contribui para a geração de um valor presente líquido positivo.

TABELA 8 Ativo Econômico – Cooperativa ALFA (Valores em R\$).

	1995	1996	1997	1998	1999
Ativo Econômico	17.123.293,11	16.461.450,64	16.613.830,19	19.096.384,49	18.692.229,50

Fonte: Elaborado pelo autor.

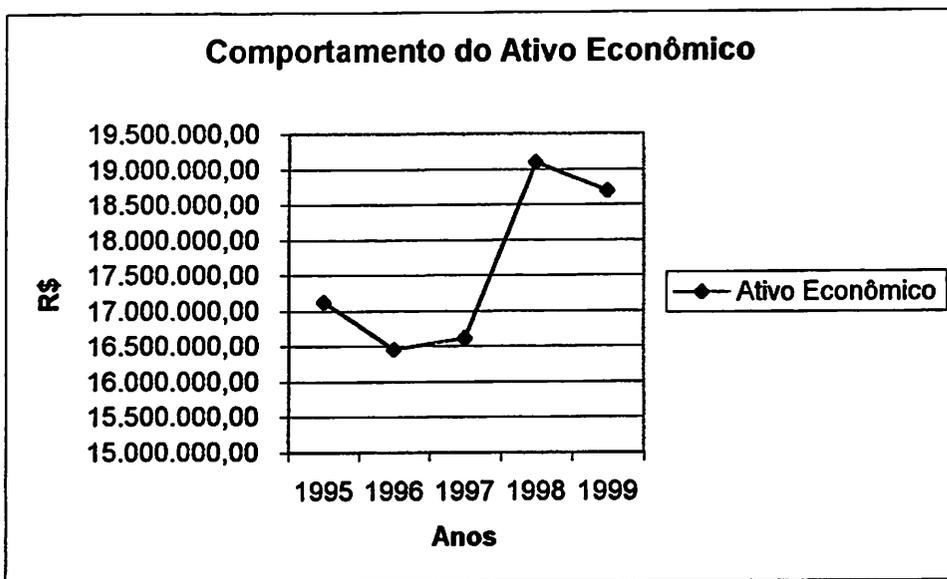


FIGURA 16 Comportamento do Ativo Econômico

Portanto, os resultados relativos à criação de valor econômico indicaram que as atividades operacionais da Cooperativa ALFA não conseguiram remunerar o capital nela investidos. Em outras palavras, o resultado operacional, expresso por meio do fluxo de caixa operacional, não apresentou um retorno (FCO/AE) suficiente para fazer frente ao custo de capital (CMePC) da empresa, como pode ser percebido através do gráfico constante da Figura 17.

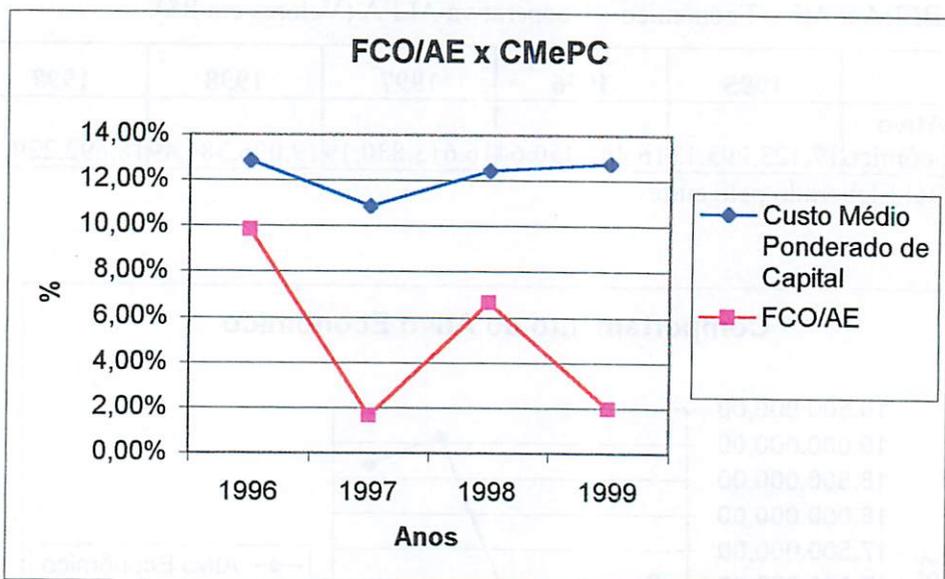


FIGURA 17 Retorno Operacional x Custo de Capital

O custo de capital da Cooperativa ALFA, constante da Tabela 9 traduzido pelo Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) apresentou um valor médio de 12,11% durante o período analisado.

TABELA 9 Retorno Operacional x Custo de Capital

	1995	1996	1997	1998	1999
FCO/AE	-	9,84%	1,66%	6,65%	1,97%
CMePC	11,63%	12,86%	10,87%	12,42%	12,75%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Este valor médio do custo de capital se aproxima muito do custo do capital próprio, constante em 12,00%, de acordo com a legislação cooperativista. Por sua vez, o custo do capital de terceiros apresentou forte oscilação: 8,67% em 1995; 27,93% em 1996; 5,86% em 1997; 17,95% em 1998 e 32,94% em 1999. Estes valores, logicamente, estão relacionados tanto à política de juros praticada

no país quanto à política de crédito rural, visto que os empréstimos contraídos são destinados, majoritariamente, a operações de repasse aos cooperados para financiamentos diversos, tais como calcário, botijão de sêmen, resfriadores e demais insumos. Desse modo, pode-se constatar o financiamento das atividades da Cooperativa ALFA, em sua maior parte, através de capitais próprios.

Deve-se observar que, em alguns exercícios, mais precisamente, 1996, 1998 e 1999, o custo do capital de terceiros é superior ao custo do capital próprio, divergindo daquilo que é apresentado pela teoria de Finanças, onde o custo do capital próprio é superior ao custo do capital de terceiros em função do risco incorrido. A explicação para o fato está na remuneração de 12,00% do capital próprio conforme a legislação cooperativista. Não significa que a remuneração do capital próprio realmente ocorra, porém para determinação do custo do capital próprio adotou-se a porcentagem indicada pela legislação, no sentido de proporcionar a mensuração do custo de capital da cooperativa.

Contrariamente ao que preconiza a teoria financeira de estrutura de capital, o Custo Médio Ponderado de Capital mínimo não correspondeu a uma estrutura de capital ótima. Muito pelo contrário, o exercício de 1997, que apresenta o menor custo de capital é aquele no qual foi verificada uma estrutura financeira insatisfatória de acordo com a combinação das variáveis IOG, CDG e T, como será visto posteriormente.

No intuito de identificar as explicações para a destruição de valor nos períodos estudados, procede-se, a partir deste ponto, à análise das variáveis do Modelo Fleuriet, quais sejam: o investimento operacional em giro (IOG); o capital de giro (CDG) e o saldo de tesouraria (T).

5.1.3 Análise do Investimento Operacional em Giro

Neste tópico são analisadas as variáveis vendas líquidas (VL), investimento operacional em giro (IOG), capital de giro (CDG) e saldo de

tesouraria (T), relativas ao desempenho da Cooperativa ALFA no período de 1995 a 1999. O objetivo principal deste item é desenvolver uma análise do financiamento do Investimento Operacional em Giro (IOG).

Com relação à variável vendas líquidas (VL), pode-se dizer que a Cooperativa ALFA experimentou um incremento nas vendas, em 1996, da ordem de 7,9% proporcionado, exclusivamente, por um acréscimo do resultado ocasionado pela venda de mercadorias, pois percebeu-se uma redução nas receitas líquidas geradas pela venda de produtos e prestação de serviços.

As vendas permaneceram estáveis em 1997, o que não ocorreu em 1998, quando uma queda de 18,4% nas vendas líquidas foi causada, conjuntamente, por uma redução das receitas líquidas de produtos, mercadorias e serviços. Esta tendência não foi revertida em 1999 e uma redução de 29% nas vendas líquidas foi sentida, apesar de ter havido um aumento das receitas geradas por mercadorias e prestação de serviços. Entretanto, a queda de 85% nas receitas geradas pela venda de produtos foi um fator decisivo para o resultado global de vendas líquidas. Assim, o que se percebe é a participação decisiva das receitas de produtos (leite C resfriado, leite B resfriado, leite C pasteurizado, leite longa vida, creme de leite, manteiga, queijos, doce de leite e doce de figo) na composição das vendas líquidas, que ocupava uma participação que variou entre 60% e 75% no período 94/98, passando a ter uma participação de apenas 20% em 1999, podendo-se concluir que os produtos são os maiores colaboradores para a formação de resultados positivos em vendas.

Uma contradição se apresenta ao se perceber uma redução do IOG quando as vendas aumentam em 1996 e um aumento do IOG quando as vendas são reduzidas em 1999. A explicação reside justamente no fato da cooperativa apresentar uma carteira de produtos/mercadorias/serviços que, na maior parte das vezes, não apresenta um comportamento sincronizado. Ou seja, o resultado de produtos não manteve uma relação direta à venda de mercadorias e prestação

de serviços. Em outras palavras, a organização cooperativa se apresenta como um agregado de negócios, cujos resultados consolidados podem apresentar aparentes distorções, como a percebida pela relação IOG x vendas.

Os investimentos relativos aos itens de natureza estritamente operacional, como por exemplo, estoques e clientes, quando deduzidos dos financiamentos decorrentes do desenvolvimento do ciclo operacional (fornecedores, impostos e obrigações sociais, etc.), representam, normalmente, uma demanda de recursos para seu financiamento (IOG positivo). Isto porque, de uma forma geral, estes créditos operacionais são suficientes para financiar apenas parte do ciclo operacional, fazendo com que a empresa tenha que buscar fontes alternativas para o financiamento integral de suas atividades, ocasionando um ciclo financeiro positivo.

Desse modo, verificou-se que a Cooperativa ALFA apresentou demanda de recursos para o giro de seus negócios, evidenciado pelo IOG positivo ao longo do período pesquisado. Ou seja, a empresa operou com ciclo financeiro positivo, indicando que os créditos espontâneos financiaram apenas parte do ciclo operacional da empresa.

Dentre os exercícios analisados, os anos de 1998 e 1999 foram aqueles que apresentaram a maior demanda de recursos para o financiamento do giro dos negócios, em face do nível de vendas, dada a extensão de seu ciclo financeiro. Este chegou a atingir, em 1998 e 1999, 11% e 17% das vendas líquidas, respectivamente, conforme a relação IOG/VL. Isto é, a necessidade de capital de giro da cooperativa chegou a representar 40 dias de vendas líquidas em 1998 e 60 dias em 1999. Por outro lado, o menor ciclo financeiro foi apresentado em 1996, correspondendo a 22 dias de vendas líquidas e a menor relação IOG/VL (6%).

Relativamente à disponibilidade e utilização de recursos estáveis (de longo prazo) para o financiamento das atividades operacionais, a análise da

variável capital de giro (CDG) evidenciou que a cooperativa dispunha dos mesmos em volume suficiente. Isso devido ao fato de o capital de giro ter se apresentado superior ao investimento operacional em giro, culminando em saldo de tesouraria (T) positivo, o que proporcionou relativa liquidez ao longo do período, como pode ser percebido pela Figura 18.

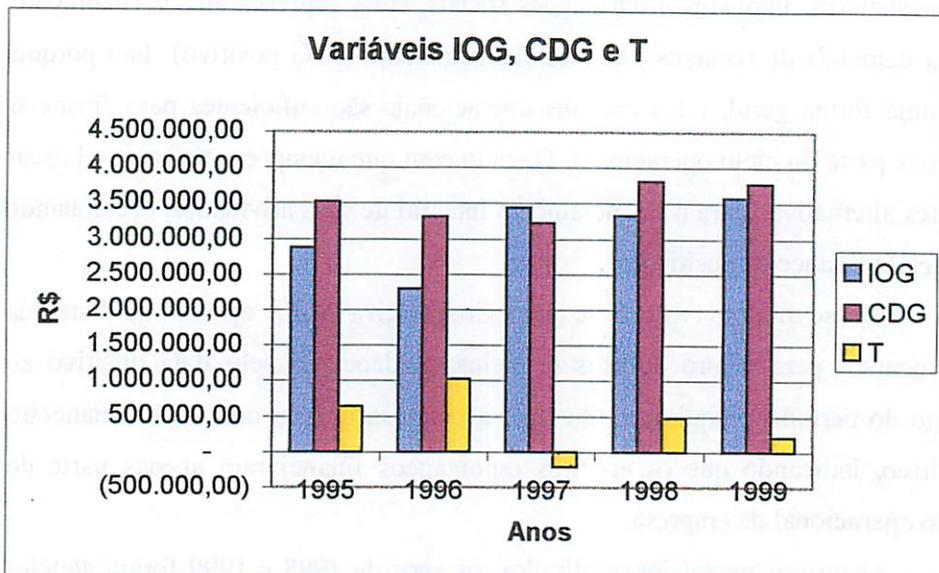


FIGURA 18 Variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa ALFA

A única exceção ocorreu no exercício de 1997. Nesse período, a cooperativa não dispunha de recursos de longo prazo suficientes para o financiamento de suas atividades operacionais, visto que o capital de giro era inferior ao IOG (Figura 18). Neste caso, houve a necessidade de utilização de fontes de curto prazo (tesouraria passiva) para o financiamento das operações da empresa. Tal fato pode ser corroborado pela relação T/IOG (termômetro de liquidez), que se apresentou negativo em 1997 (-6,22%). Ou seja, os recursos de curto prazo financiaram parte das atividades operacionais da Cooperativa ALFA.

No item a seguir, apresenta-se uma conjugação entre as variáveis até então analisadas, com vistas à identificação e análise da estrutura e situação financeira apresentada pela Cooperativa ALFA no período estudado.

5.1.4 Estrutura e situação financeira

Diante da configuração apresentada pela Cooperativa ALFA em termos de capital de giro (CDG), investimento operacional em giro (IOG) e saldo de tesouraria (T), no decorrer do período analisado, verificaram-se duas estruturas financeiras básicas: a situação sólida e a situação insatisfatória.

A situação sólida – observada nos exercícios de 1995, 1996, 1998 e 1999 – em que todas as variáveis são positivas, indicam que os recursos de longo prazo investidos no CDG proporcionam a geração de um saldo de tesouraria (T) positivo.

O IOG positivo indica que a empresa demandou recursos para o giro dos negócios e que estes foram financiados por fontes permanentes de longo prazo. Por sua vez, um CDG positivo indica que fontes permanentes superaram as aplicações permanentes, proporcionando a utilização de recursos de longo prazo para o financiamento do IOG. Assim, o CDG representou uma fonte de fundos para o financiamento das atividades operacionais da Cooperativa ALFA. Ainda, os recursos de longo prazo, além de financiarem as atividades operacionais possibilitaram à cooperativa, a aplicação de recursos no curto prazo, gerando um saldo de tesouraria (T) positivo.

Desse modo, os valores positivos das três variáveis indicaram que o CDG foi suficiente para financiar as atividades operacionais (IOG) e, ainda, proporcionou uma folga financeira (T positivo), por meio do investimento no curto prazo. A Figura 19 exhibe a situação financeira sólida.

IOG T	CDG
----------	-----

FIGURA 19 Situação financeira sólida – Cooperativa ALFA

A situação financeira insatisfatória foi verificada no exercício social de 1997, quando IOG e CDG eram positivos e o saldo de tesouraria apresentou valor negativo (tesouraria passiva). O T negativo evidencia que o CDG é insuficiente para financiar as atividades operacionais da cooperativa, sendo necessária a utilização de recursos onerosos de curto prazo para o financiamento operacional. Assim, os recursos de longo prazo foram insuficientes para a manutenção do giro dos negócios, levando à necessidade de captação de empréstimos de curto prazo para o financiamento do investimento operacional em giro (IOG). Esta conjuntura aponta para uma situação de risco de insolvência, a qual pode se agravar em períodos de instabilidade financeira e recessão, quando as aplicações no ativo circulante cíclico apresentam dificuldade de realização. Enquanto isso, os recursos onerosos (passivo circulante financeiro) tendem a apresentar uma elevação em seus custos em função de um aumento das taxas de juros. A Figura 20 representa a situação financeira insatisfatória.

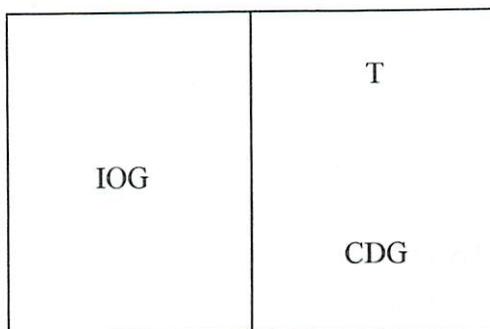


FIGURA 20 Situação financeira insatisfatória – Cooperativa ALFA

A Figura 21 demonstra que o capital de giro é positivo e superior ao investimento operacional em giro nos exercícios de 1995, 1996, 1998 e 1999.

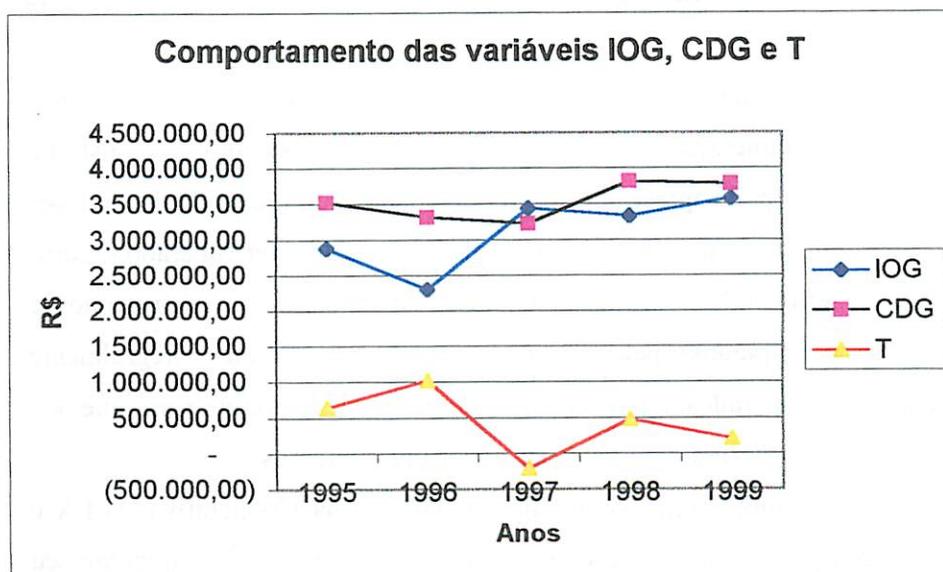


FIGURA 21 Comportamento das variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa ALFA

No exercício de 1997, o capital de giro, apesar de positivo, não era suficiente para financiar as necessidades de capital de giro, resultando em um saldo de tesouraria negativo, em função da captação de recursos onerosos de curto prazo para o financiamento de parte do investimento operacional em giro. Nesse sentido, houve insuficiência de recursos estáveis de longo prazo (CDG) para o financiamento das atividades operacionais da Cooperativa ALFA no exercício de 1997, como pode ser visualizado pela Figura 21.

A análise dos dados da Cooperativa ALFA permite concluir que, apesar da apresentação de uma situação financeira sólida, houve destruição de valor econômico. O distanciamento daquilo que é preconizado pela teoria financeira da realidade da gestão financeira da cooperativa explica o fenômeno. A cooperativa não gozou do benefício fiscal da dedutibilidade dos juros pagos aos credores, em função da não tributação pelo Imposto de Renda de Pessoa Jurídica. Esta só ocorre em casos específicos, como foi exposto no início deste trabalho.

O custo do capital próprio apresenta uma certa subjetividade, dada a não expectativa de remuneração do capital pelo cooperado. Desse modo, o custo de capital da empresa pode apresentar distorções, conduzindo a tomada de decisões equivocadas. O próprio fato do custo do capital de terceiros ter superado o custo do capital próprio pode confirmar esta idéia. Além disso, os empréstimos e financiamentos captados pela Cooperativa ALFA foram integralmente repassados aos cooperados. Na realidade, eram recursos de crédito rural que não permaneceram na empresa para financiar novos investimentos.

Nesse sentido, a criação de valor econômico na Cooperativa ALFA é função da geração de fluxos de caixa operacionais capazes de suplantar seu custo de capital e autofinanciar a empresa.

5.2 Cooperativa BETA

5.2.1 Introdução e histórico

A Cooperativa BETA foi fundada em 1963 para a comercialização de café, leite e derivados. Possui atualmente 220 funcionários para o atendimento a 3.469 cooperados. A estrutura da empresa compreende armazéns para adubos, estocagem de café, silos graneleiros e silo de calcário, laboratório, laticínio, consultórios odontológicos, produtos agropecuários, posto de abastecimento e oficinas mecânica e elétrica.

A área de atuação da Cooperativa BETA inclui, além do município onde está sediada, outras oito cidades vizinhas. Nos últimos três anos, a cooperativa recebeu de seus associados uma média de 306.000 sacas de café por ano. Em 1999, 274.000 sacas de milho foram entregues pelos cooperados, enquanto que uma média de 55.000 litros de leite por dia foram fornecidos aos postos de recepção de leite da empresa.

Dentre os serviços oferecidos pela estrutura da cooperativa, destacam-se:

- armazenamento e comercialização de milho;
- armazenamento, classificação, prova e comercialização de café;
- comercialização de leite e derivados (leite pasteurizado) e fabricação de queijo;
- assistência técnica agrônômica e veterinária;
- loja e oficina de peças de tratores e implementos;
- laboratório de análise de solos e foliar;
- loja de produtos agropecuários.

A movimentação física de café da Cooperativa BETA pode ser demonstrada pela Tabela 10.

TABELA 10 Movimentação física de café (sacas) – Cooperativa BETA

SAFRA	ENTRADAS	SAÍDAS	ESTOQUES
1994/95	334.351	264.134	205.566
1995/96	132.818	246.138	92.246
1996/97	325.435	273.264	144.417
1997/98	205.978	263.688	86.707
1998/99	422.465	219.899	289.273
1999/2000	366.568	429.338	226.503

Fonte: Dados da pesquisa (2002).

A Tabela 11 exibe o volume de leite comercializado pela Cooperativa BETA.

TABELA 11 Leite comercializado – Cooperativa BETA

EXERCÍCIO	LITROS
1995	19.793.720
1996	21.862.203
1997	22.701.806
1998	22.262.589
1999	19.327.925

Fonte: Dados da pesquisa (2002).

A importância desta organização cooperativa, além de sua missão precípua de inserção e desenvolvimento de seus cooperados, pode ser medida

dentro do cooperativismo agropecuário brasileiro, por sua presença no “*Ranking das 50 maiores cooperativas de 2000*” publicada na revista *Agroanalysis* de outubro de 2000.

5.2.2 Identificação da criação de valor econômico

Os resultados da Cooperativa BETA indicaram destruição de valor econômico em todos os exercícios sociais pesquisados, como pode ser visto na Tabela 12. Neste sentido, pode-se afirmar que os resultados operacionais da Cooperativa BETA não foram suficientes para remunerar o capital (próprio e de terceiros) investido.

TABELA 12 Criação de valor econômico – Cooperativa BETA.

	1996	1997	1998	1999
EVA® (R\$)	(1.338.388,35)	(1.697.609,02)	(2.007.874,65)	(5.588.129,86)

Obs.: Valor entre parênteses indica valor negativo.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Figura 22 mostra o desempenho da Cooperativa BETA em termos de criação de valor econômico entre os exercícios de 1996 e 1999.

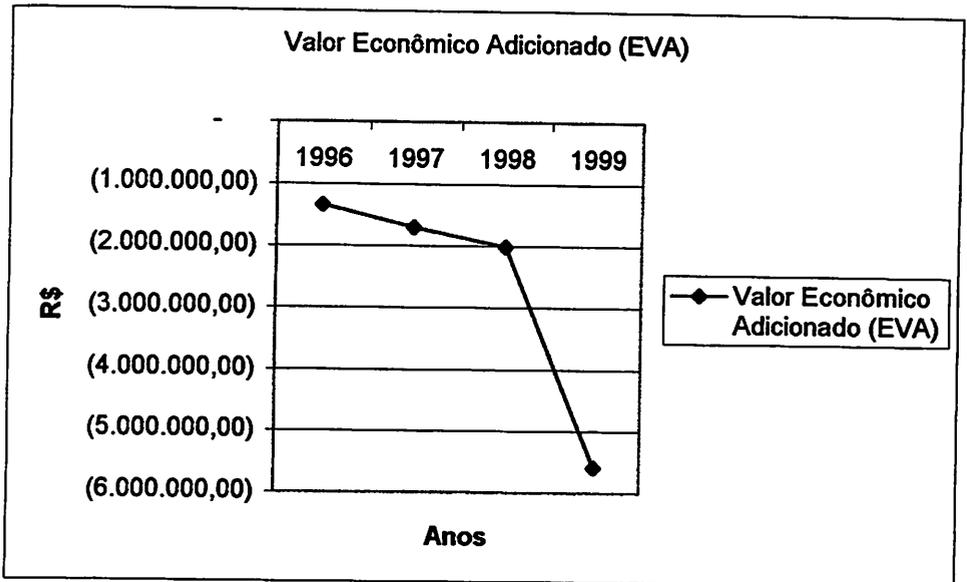


FIGURA 22 Valor Econômico Adicionado – Cooperativa BETA

As atividades empresariais da cooperativa no exercício social de 1996 proporcionaram a menor destruição de valor econômico com relação aos demais exercícios. A explicação reside no fato deste período apresentar o maior fluxo de caixa operacional (FCO), como pode ser percebido pela Tabela 13 e Figura 23.

TABELA 13 Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa BETA (Valores em R\$)

	1996	1997	1998	1999
Lucro bruto operacional	(1.106.069,05)	279.039,69	(743.671,39)	1.298.810,59
(-) Variação do IOG	(2.856.699,55)	(213.217,83)	(715.016,96)	2.631.901,40
=FCO	1.750.630,50	492.257,52	(28.654,43)	(1.333.090,81)

Obs.: Valor entre parênteses indica valor negativo.

Fonte: Elaborado pelo autor.

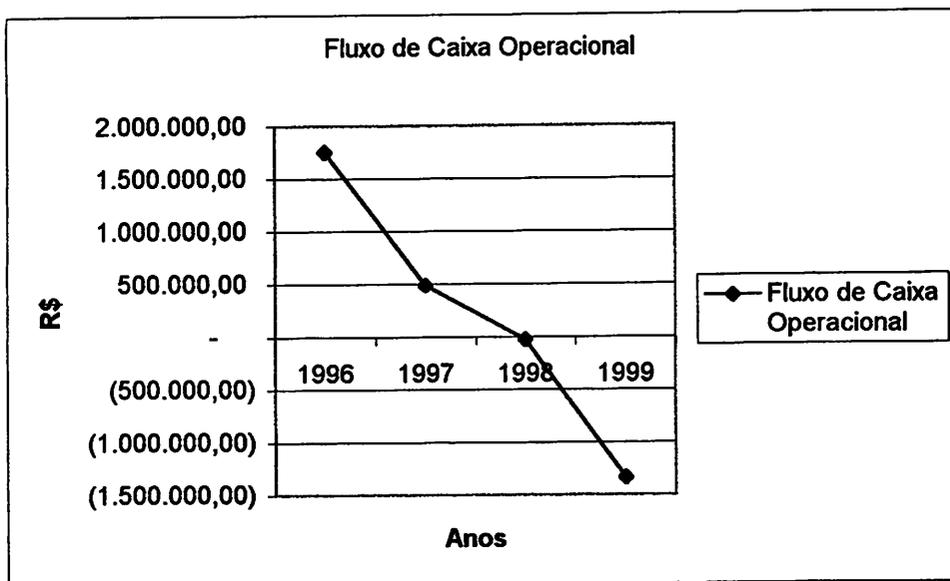


FIGURA 23 Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa BETA

O fluxo de caixa operacional em 1996 proporcionou um retorno sobre o ativo econômico de 12,34%, valor significativo quando examinados os demais exercícios, porém, insuficiente para a apresentação de um EVA[®] positivo, dado um custo de capital de 21,78%. Apesar de um lucro bruto operacional negativo, resultado, principalmente, de elevadas despesas operacionais e da queda das receitas líquidas em 6,40%, relativamente a 1995, uma variação negativa do IOG (redução do ciclo financeiro) de R\$2.856.699,55 proporcionou a obtenção de um fluxo de caixa operacional positivo.

O ano seguinte (1997) apresentou uma destruição de valor econômico 62,27% superior, relativamente ao exercício de 1996. A redução do fluxo de caixa operacional em 71,88% conduz a esta situação, além de um aumento de 7,90% nos investimentos da cooperativa. Nem mesmo a redução do custo de capital para 14,31% contribuiu para um melhor resultado para o EVA[®]. A cooperativa conseguiu, em 1997, reverter seu resultado negativo no lucro bruto

operacional, alcançando valores de R\$279.039,69, graças a uma recuperação de 27,11% nas vendas líquidas e uma diminuição das despesas administrativas em 34,26%. Destaca-se também um aumento de 117,68% em outras receitas operacionais. Além disso, uma variação negativa do IOG (redução do ciclo financeiro) em relação ao ano anterior concorreu para proporcionar um lucro econômico.

As atividades operacionais da Cooperativa BETA em 1998 apresentaram um fluxo de caixa operacional negativo, conduzindo, logicamente, a uma destruição de valor superior a dois milhões de reais. Neste período observou-se, ainda, uma redução de 9,55% do ativo econômico da empresa. O ano de 1998 trouxe de volta um resultado negativo para o lucro bruto operacional. As receitas líquidas caíram 19,01%, enquanto que as despesas administrativas se elevaram em 85,45%. A variação negativa do IOG em relação a 1997 não conseguiu reverter o cenário de perdas e também não foi suficiente para promover uma redução do ciclo financeiro, o que acabou por resultar num fluxo de caixa operacional negativo.

O exercício de 1999 se apresentou como o mais crítico dentre aqueles pesquisados. Um aumento de 178,31% da destruição de valor econômico, comparativamente ao período anterior, conduziu a um EVA[®] negativo superior a cinco milhões de reais. Tal deterioração é conseqüência de um fluxo de caixa operacional negativo de R\$1.333.090,81, agravado por um acréscimo no ativo econômico de 111,73%. Obedecendo a um movimento cíclico, o exercício de 1999 trouxe consigo o melhor resultado em termos de lucro bruto operacional. Um incremento das vendas em 48,72% e uma redução de outras despesas operacionais em 59,37% foram as principais causas deste resultado. Entretanto, uma expressiva variação positiva do IOG acabou por anular o resultado do lucro bruto operacional levando a um fluxo de caixa operacional negativo e o maior de todos os períodos pesquisados.

O Ativo Econômico mantém certa estabilidade entre os exercícios de 1995 a 1998. O ano de 1999 apresenta um aumento de 111,73% no Ativo Econômico causado, exclusivamente, pela conta de Reservas de Reavaliação que não estava presente nos exercícios anteriores. A Tabela 14 e a Figura 24 exibem o comportamento do Ativo Econômico durante o período pesquisado.

TABELA 14 Ativo Econômico – Cooperativa BETA (Valores em R\$)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ativo Econômico	15.713.189,16	14.182.823,01	15.303.050,61	13.840.700,85	29.304.676,66

Fonte: Elaborado pelo autor.

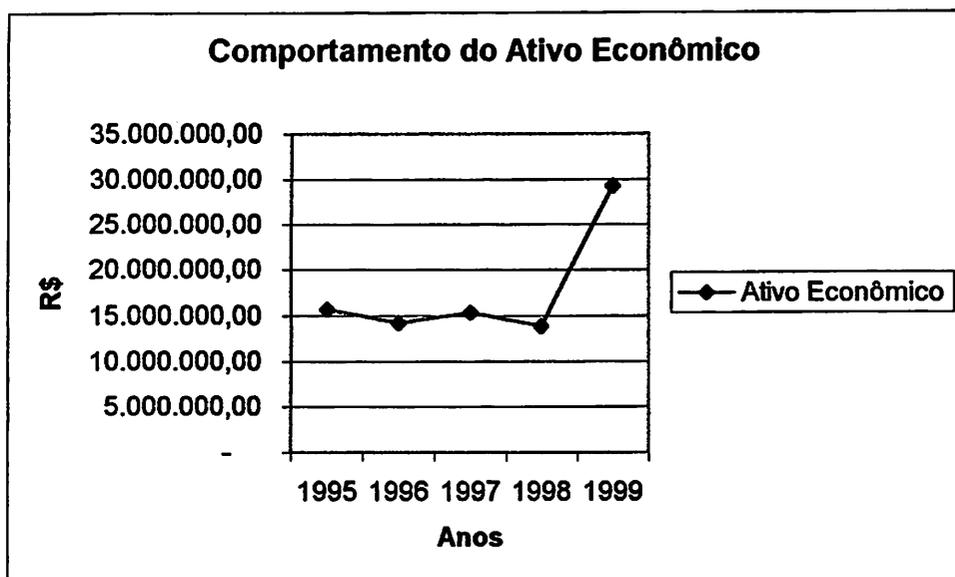


FIGURA 24 Comportamento do Ativo Econômico – Cooperativa BETA

Os resultados anteriormente citados indicam, portanto, que a Cooperativa BETA não apresentou um resultado operacional capaz de fazer

frente ao capital investido na empresa, tanto pelos seus proprietários – os cooperados – quanto pelos credores de empréstimos e financiamentos. Estes recursos captados de terceiros se destinam, primordialmente, à realização de operações de repasse aos cooperados. Assim, pode-se dizer que a cooperativa transforma um passivo financeiro em ativo cíclico, no sentido de cumprir sua missão social de prestação de serviços aos cooperados.

Desse modo, como se pode perceber pela Figura 25, o hiato entre as curvas de retorno operacional (FCO/AE) e de custo médio ponderado de capital conduz a uma destruição de valor econômico.

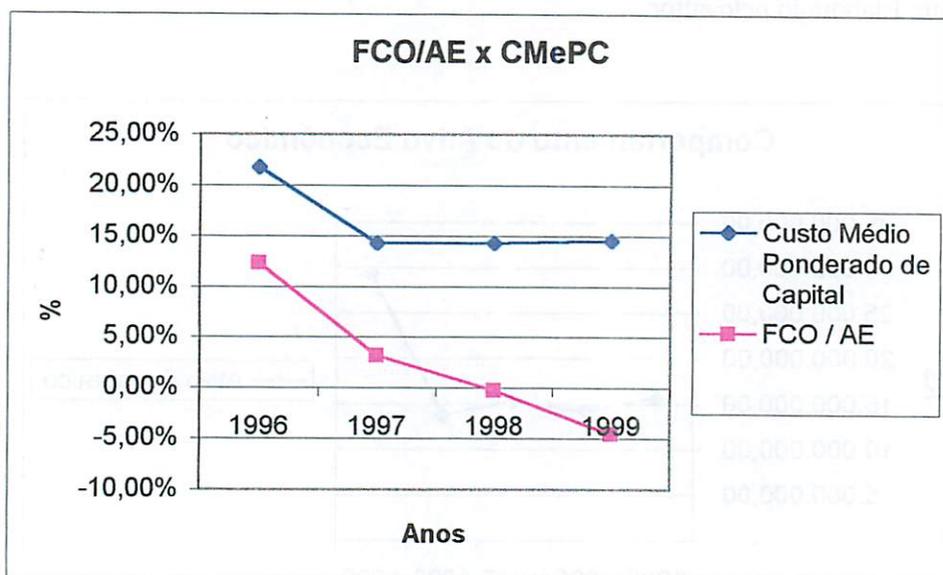


FIGURA 25 – Retorno Operacional x Custo de Capital – Cooperativa BETA

Com relação ao custo de capital, deve-se lembrar que o custo do capital próprio obedece àquilo que é prescrito na legislação cooperativista, ou seja, juros de no máximo 12,00% a.a. O custo do capital de terceiros apresentou um movimento declinante até o ano de 1997, estabilizando-se em torno de 15,00% a

partir deste período. Desse modo, o custo de capital da Cooperativa BETA apresentou o comportamento descrito na Figura 25. Há que se destacar, no caso da Cooperativa BETA, o fato dela utilizar capital de terceiros em proporção superior ao capital próprio. Este é um dos motivos pelo qual a empresa apresenta uma estrutura financeira insatisfatória, como será visto adiante. Contrariamente ao que preconiza a teoria financeira, a maior utilização de capital de terceiros não proporcionou a criação de valor econômico. A dedutibilidade fiscal do pagamento de juros ao capital de terceiros – benefício fiscal não se aplicou a Cooperativa BETA. Desse modo, não se verifica a otimização da estrutura de capital da empresa. A Tabela 15 exhibe os valores do retorno operacional (FCO/AE) e do custo de capital (CMePC) da Cooperativa BETA.

TABELA 15 Retorno Operacional x Custo de Capital – Cooperativa BETA

	1995	1996	1997	1998	1999
FCO/AE	-	12,34%	3,22%	-0,21%	-4,55%
CMePC	28,54%	21,78%	14,31%	14,30%	14,52%

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Cooperativa BETA apresentou um custo de capital próprio inferior ao custo do capital de terceiros. Novamente, a explicação reside na aplicação arbitrária de uma remuneração fixa de 12,00% a.a. ao capital próprio, de acordo com a legislação do cooperativismo.

No item seguinte são apresentados e analisados os principais aspectos financeiros característicos da Cooperativa BETA no período de 1995 a 1999, com ênfase para o Investimento Operacional em Giro (IOG).

5.2.3 Análise do Investimento Operacional em Giro

A análise do comportamento das vendas líquida (VL) da Cooperativa BETA no período indicou uma retração da ordem de 6,3% em 1996, seguida de uma significativa expansão de 27,1% em 1997 causada, fundamentalmente, pelo crescimento da receita gerada pelas vendas de café. O exercício de 1998 apresentou uma queda de 19% nas vendas líquidas. Novamente, as vendas de café foram as responsáveis, sendo que, neste ano, elas foram reduzidas em quase 20%, comparativamente ao exercício anterior. O período de 1999 apresentou um incremento de 48,7% nas vendas líquidas, proporcionado pelo expressivo aumento de 85% nas receitas de vendas de café. A magnitude da importância das receitas de vendas de café pode ser dada pela sua participação na composição da receita bruta operacional. Em 1995, as vendas de café representavam 63,6% da Receita Bruta Operacional; em 1996, 60,7%; em 1997, 70,3%; em 1998, 66,0% e, em 1999, 75,8%. Assim, pode-se concluir que a variável vendas líquidas (VL) da Cooperativa BETA é fortemente dependente do mercado de café, seja em função dos preços do mercado ou pelo volume de comercialização da safra.

Apesar das alternâncias verificadas no nível de atividades, a análise da variável IOG demonstrou que a Cooperativa BETA apresentou uma demanda de recursos ao longo de todo o período analisado, conforme explicitado pelo IOG positivo.

O exercício que apresentou a maior demanda de recursos para o financiamento do giro dos negócios, diante do volume de vendas realizado, foi o de 1999, excetuando-se o de 1995 que constitui o período inicial da análise. O exercício em que o ciclo financeiro foi maior foi o de 1995, correspondendo a 43 dias de vendas líquidas. Em 1996, o ciclo financeiro reduziu-se para 31 dias e, em seguida, para 23 dias em 1997. A partir deste exercício, o ciclo financeiro manteve-se relativamente constante: 25 dias em 1998 e 26 dias em 1999, apesar do expressivo incremento das vendas líquidas neste exercício. A explicação

reside no fato de que a relação IOG/VL também se manteve constante, ou seja, o incremento do IOG em face do crescimento das vendas líquidas foi proporcional.

Quanto à disponibilidade de fontes de recursos estáveis (de longo prazo) por parte da Cooperativa BETA no financiamento de suas atividades, verificou-se que a empresa apresentou capital de giro positivo, evidenciando assim que os recursos de longo prazo foram suficientes para financiar as aplicações em ativos permanentes bem como bancar parte da necessidade de capital de giro, como demonstra a Figura 26. Entretanto, em todos os períodos analisados, o CDG apresentou-se insuficiente diante do IOG, culminando na captação de recursos de curto prazo para financiar uma parcela do IOG.

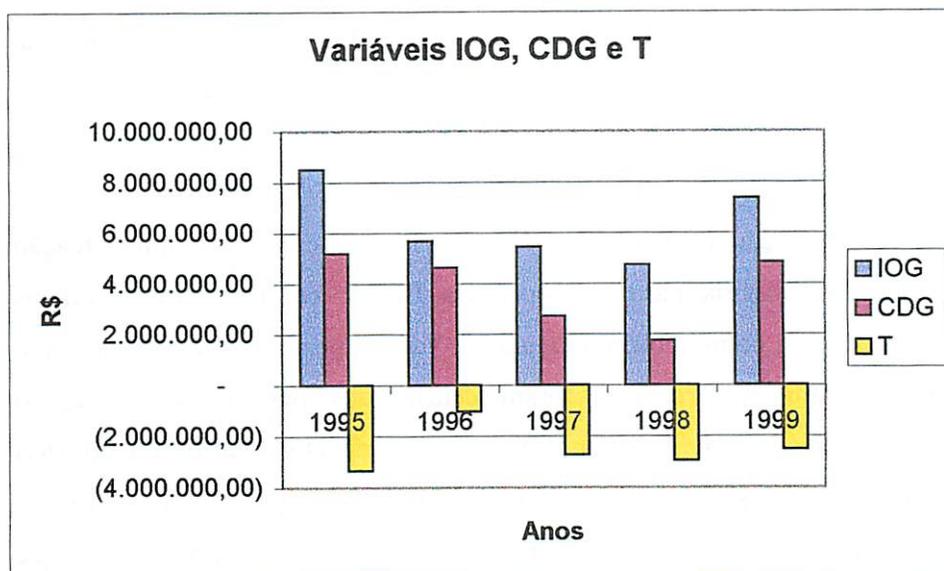


FIGURA 26 Variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa BETA

Portanto, quanto ao financiamento das necessidades de capital de giro apresentada pela Cooperativa BETA, constatou-se que essas foram financiadas,

basicamente, pelo capital de giro (recursos estáveis), complementado por uma parcela de recursos provenientes de operações de tesouraria (curto prazo), nos exercícios de 1995, 1996 e 1999. Para os exercícios de 1997 e 1998, os recursos onerosos de terceiros de curto prazo (tesouraria passiva) constituíram as principais fontes de financiamento do IOG, sendo complementadas por recursos estáveis de longo prazo (CDG positivo).

A insuficiência do CDG diante do IOG é refletida no saldo de tesouraria negativo verificado para todo o período analisado. Isto pode ser confirmado pelo grau de utilização de recursos de curto prazo no financiamento das necessidades de capital de giro (T/IOG), o qual correspondeu a 39,10% em 1995; 18,10% em 1996; 50,13% em 1997; 62,79% em 1998 e 34,43% em 1999.

No próximo tópico, apresenta-se uma conjugação entre as variáveis até então analisadas, com vistas à identificação e análise da estrutura e situação financeira apresentada pela Cooperativa BETA no período estudado.

5.2.4 Estrutura e situação financeira

A conjugação das variáveis do Modelo Fleuriet configurou uma situação financeira insatisfatória para a Cooperativa BETA, em todos os exercícios sociais analisados, como mostra a Figura 27. Valores positivos encontrados para o IOG revelam que recursos foram demandados pela empresa para o desempenho de suas atividades operacionais. A variável capital de giro (CDG) positiva indica que as fontes de recursos de longo prazo superaram as aplicações de recursos de longo prazo, proporcionando um financiamento, ainda que parcial, das necessidades de capital de giro (IOG). A insuficiência de recursos estáveis de longo prazo para o financiamento das atividades operacionais da cooperativa conduziu à necessidade de captação de recursos financeiros de curto prazo para o suprimento desta deficiência de recursos permanentes. Desse modo,

verificou-se um saldo de tesouraria (T) negativo em todos os períodos pesquisados.

IOG	T CDG
-----	----------

FIGURA 27 Situação financeira insatisfatória – Cooperativa BETA

A estrutura e a situação financeira do tipo insatisfatória, a qual predominou em todos os períodos analisados, demonstra que a Cooperativa BETA apresentou disponibilidade de recursos estáveis para o financiamento do giro de seus negócios só que em volume insuficiente, necessitando, assim, de fontes de curto prazo para suprir parte dos investimentos em ativos operacionais (IOG). Esta situação insatisfatória pode se agravar quando a economia está em um período de recessão, quando os ativos cíclicos apresentam dificuldade de realização. Além disso pode haver um crescimento da tesouraria passiva em função das altas taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro como resultado da política monetária.

Desse modo, fica demonstrado que o capital de giro não foi suficiente para financiar as atividades operacionais da Cooperativa BETA. Para tal, foi necessária a captação de recursos de terceiros de curto prazo para o financiamento do investimento operacional em giro, conduzindo, assim, a um saldo de tesouraria negativo. Cabe destacar que nos exercícios de 1997 e 1998,

os recursos onerosos foram os principais responsáveis pelo financiamento das operações da empresa.

A Figura 28 proporciona uma melhor visualização desta situação insatisfatória, na qual verifica-se uma insuficiência de recursos estáveis de longo prazo para o financiamento das operações da Cooperativa BETA.

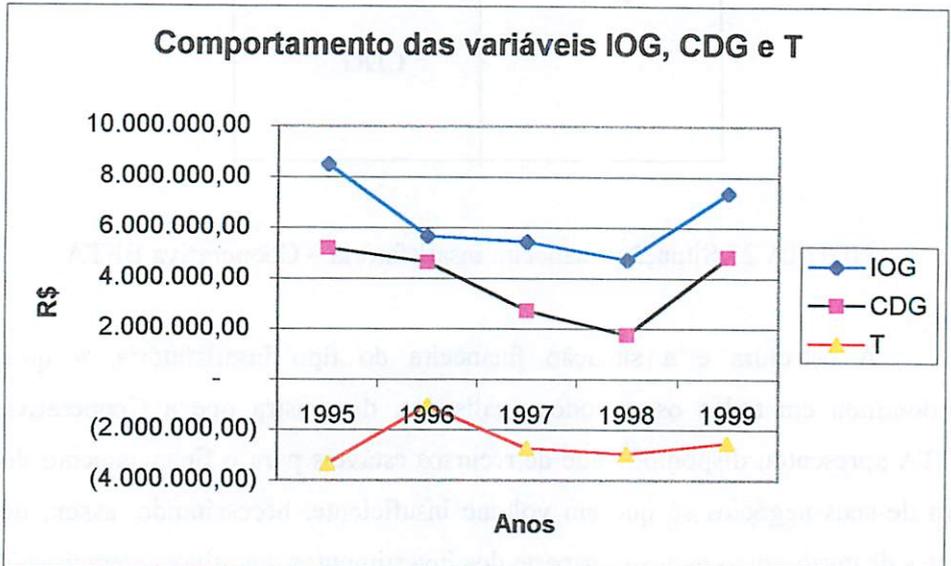


FIGURA 28 Comportamento das variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa BETA

Conforme demonstrado na Figura 28, o Capital de Giro (CDG) não foi suficiente para financiar as atividades operacionais da Cooperativa BETA. Desse modo, recursos de terceiros de curto prazo foram captados para complementar o financiamento dos negócios. A destruição de valor econômico relaciona-se à estrutura financeira insatisfatória através da geração insuficiente de recursos estáveis para o financiamento operacional da cooperativa. Esta insuficiência de recursos é reflexo do desempenho do Fluxo de Caixa Operacional que não foi

capaz de apresentar um retorno suficiente para remunerar o capital próprio e de terceiros investido na empresa.

5.3 Cooperativa DELTA

5.3.1 Introdução e histórico

A Cooperativa DELTA foi fundada em 1960 por 144 produtores rurais e atua basicamente no segmento de café. A integralização de um capital inicial entre os cooperados, além da complementação por meio de uma linha de financiamento do extinto Instituto Brasileiro do Café (IBC), foi a primeira ação de sua diretoria. Estes recursos se destinaram à compra de dois armazéns e a construção de um terceiro, além da aquisição de máquinas para beneficiamento de café, móveis e utensílios.

A conquista de novos associados e de sua participação ativa na cooperativa se deu por meio da criação da seção de vendas de insumos e produtos agrícolas. Contribuiu ainda para a atração de novos produtores rurais, a implantação do Departamento de Laticínios em 1964. Atualmente, a cooperativa conta com 3.759 associados em seus quadros.

Um Departamento de Assistência Técnica, contando com agrônomos da própria cooperativa, orienta os cooperados na implantação e manejo de suas lavouras, além de repassar aos cooperados, novas tecnologias através de cursos, palestras e dias de campo. Os serviços de assistência técnica contam também com um laboratório de análise de solos e foliar, contribuindo para a redução dos custos de produção dos cooperados.

O conjunto de armazéns da cooperativa possui atualmente uma capacidade estática de 800 mil sacas de café, produto este que quando depositado está coberto por seguro, incluindo o transporte das fazendas até os armazéns. A estratégia de comercialização do café envolve também um escritório próprio da cooperativa em Santos, SP. A movimentação de café em 1999 é demonstrada na Tabela 16.

TABELA 16 Movimentação de café em 1999 – Cooperativa DELTA

Estoque de café em 31/12/98	648.316 sacas
Entrada de café em 1999	967.422 sacas
Saída de café em 1999	1.050.793 sacas
Estoque de café em 31/12/99	564.940 sacas

Fonte: Dados da pesquisa (2002)

Os produtos industrializados da Cooperativa DELTA incluem o leite e seus derivados, cuja recepção diária no laticínio da empresa é da ordem de 30 mil litros. Os produtos com a marca da cooperativa são vendidos em São Paulo, maior mercado consumidor de laticínios do país, por meio de uma filial que realiza a comercialização no atacado para as grandes redes de supermercado. O setor de laticínios da Cooperativa DELTA apresentou, em 1999, a movimentação descrita na Tabela 17.

TABELA 17 Laticínios (produtos comercializados) – Exercício 1999 – Cooperativa DELTA

Leite recebido	8.383.987 litros
Leite pasteurizado	3.418.411 litros
Iogurte morango	38.850 litros
Iogurte natural	10.565 litros
Manteiga (caixa)	20.690 kg
Manteiga (pote 200g)	5.114 kg
Manteiga (pote 500g)	5.835 kg
Queijo minas	399.987 kg
Queijo mussarela	159.958 kg
Queijo prato	19.790 kg
Queijo parmesão	4.813 kg
Queijo provolone	833 kg

Fonte: Dados da pesquisa (2002).

Esta cooperativa, uma das mais tradicionais no segmento cafeeiro, está presente no “*Ranking das 50 maiores cooperativas de 2000*”, publicado em Agroanalysis de outubro do mesmo ano.

5.3.2 Identificação da criação de valor econômico

O ponto de partida para a análise dos resultados da pesquisa consiste na identificação da criação ou destruição de valor econômico pelas atividades empresariais da cooperativa.

Embora este trabalho não tenha como objetivo realizar uma análise comparativa entre as cooperativas agroindustriais analisadas, há que se destacar que a Cooperativa DELTA foi a única a apresentar criação de valor econômico, como mostram a Tabela 18 e a Figura 29.

TABELA 18 Criação de valor econômico – Cooperativa DELTA

	1996	1997	1998	1999
EVA® (R\$)	4.151.024,95	(6.153.205,61)	(3.775.634,02)	(4.592.437,04)

Obs.: Valor entre parênteses indica valor negativo.

Fonte: Elaborado pelo autor.

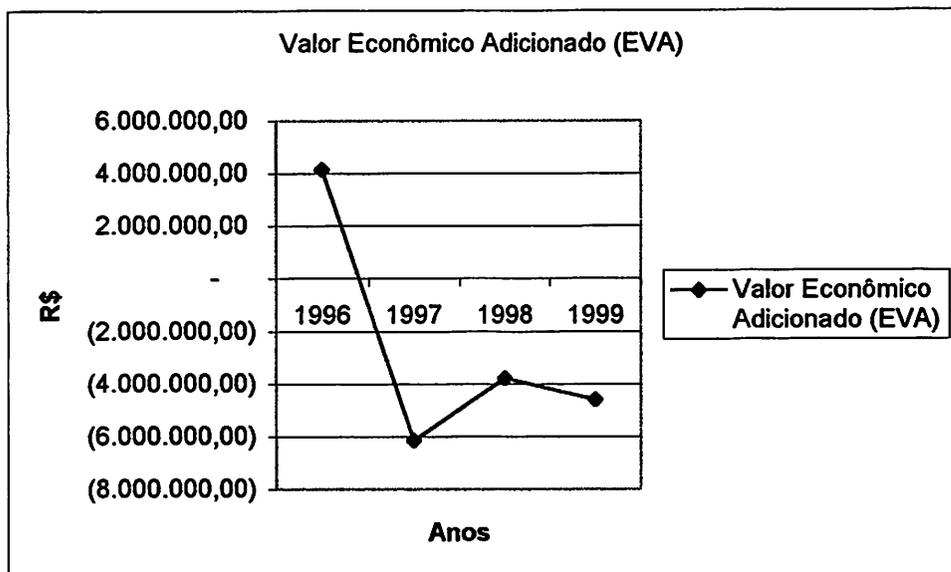


FIGURA 29 Valor Econômico Adicionado – Cooperativa DELTA

Ainda que tenha havido uma criação de valor, este resultado se limitou ao exercício de 1996. A geração de um expressivo fluxo de caixa operacional proporcionou um retorno sobre o ativo econômico (FCO/AE), elevado o suficiente para remunerar o capital investido na empresa. O fato de o ativo econômico ter sofrido uma redução de 16,59%, relativamente ao período anterior, certamente contribuiu para o EVA® positivo. O fluxo de caixa operacional, como pode ser visto pela Tabela 19 e Figura 30 tem o melhor resultado em 1996.

TABELA 19 Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa DELTA (valores em R\$)

	1996	1997	1998	1999
Lucro bruto operacional	753.891,98	412.935,31	(52.884,71)	1.933.300,49
(-) Variação do IOG	(6.767.541,38)	2.518.269,74	625.916,86	2.013.538,36
= FCO	7.521.433,36	(2.105.334,43)	(678.801,57)	(80.237,87)

Fonte: Elaborado pelo autor.

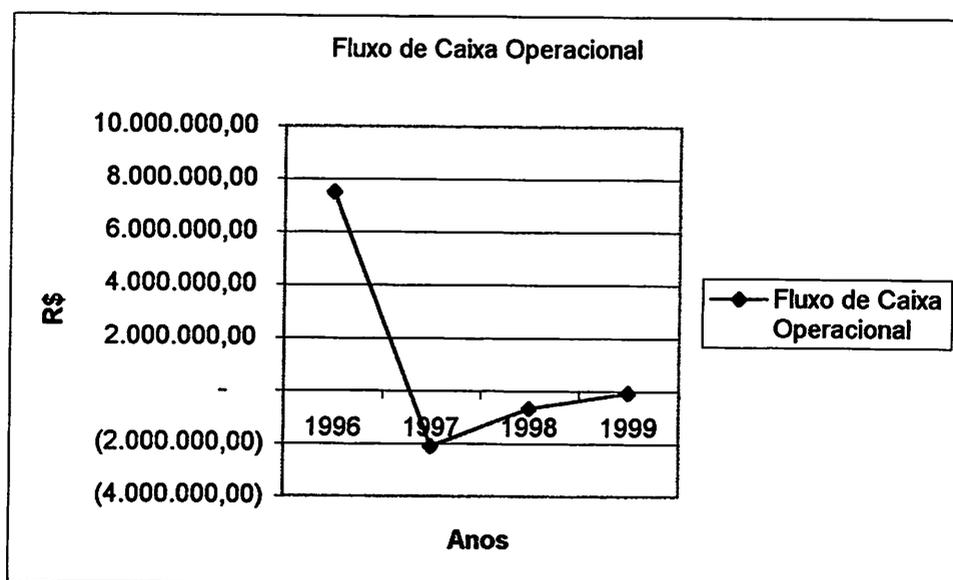


FIGURA 30 Fluxo de Caixa Operacional – Cooperativa DELTA

Comparativamente a 1995, o lucro bruto operacional decresceu em 71,85%, como resultado da queda de receitas líquidas e aumento de despesas administrativas, apesar da redução das despesas de vendas em 46,81%. A explicação para o resultado do fluxo de caixa operacional reside na substancial variação negativa do IOG revelando uma sensível redução do ciclo financeiro.

Analisando o ano de 1997, identificou-se a maior destruição de valor dentre os períodos estudados, desta cooperativa. O fluxo de caixa operacional

sofreu uma redução de 127,99%, apresentando-se negativo em relação a 1996. Além disso, o ativo econômico aumentou em 13,33%. Conseqüentemente, um retorno de 9,96% foi insuficiente para remunerar os capitais investidos diante de um custo de capital de 19,15%. O pior resultado econômico, ou seja, fluxo de caixa operacional é observado em 1997. O lucro bruto operacional apresenta uma queda de 45,23% em relação ao ano anterior. As vendas crescem 19,88%, enquanto que o custo dos produtos vendidos apresenta comportamento similar – aumento de 20,50%. Entretanto, a elevada variação positiva do IOG – a maior de todos os períodos – acaba por levar a um fluxo de caixa operacional negativo.

Percebe-se uma significativa recuperação no fluxo de caixa operacional de 1998. Ainda que negativo, as perdas são reduzidas em 67,76%, porém, claramente insuficientes para fazer frente a um acréscimo de investimentos de 25,54%. As atividades operacionais da Cooperativa DELTA em 1998 proporcionaram um lucro bruto operacional negativo. A elevação das despesas administrativas em 21,00% e das despesas de vendas em 28,83% geraram este resultado, dado que houve uma diminuição das vendas líquidas da ordem de 12,42%. Ainda, uma variação positiva do IOG em relação a 1997 contribuiu para o resultado negativo do fluxo de caixa operacional.

O exercício de 1999 apresentou uma expressiva recuperação do fluxo de caixa operacional, por meio de uma redução das perdas da ordem de 88,18%. Entretanto, este resultado econômico permaneceu negativo, gerando, logicamente, uma destruição de valor econômico. Os investimentos da empresa permaneceram estáveis, havendo um aumento de apenas 3,81%, relativamente a 1998. Ainda assim, a geração de um fluxo de caixa operacional insuficiente não foi capaz de proporcionar uma adição de valor econômico. O exercício social de 1999 apresentou o melhor resultado para o lucro bruto operacional. As receitas líquidas aumentaram 36,31%. As despesas administrativas foram reduzidas em 27,96%, enquanto as despesas de vendas caíram 14,49%. Entretanto, a variação

positiva do IOG não proporcionou a obtenção de um fluxo de caixa operacional positivo.

O Ativo Econômico da Cooperativa DELTA apresenta uma tendência de crescimento a partir de 1996, como demonstram a Tabela 20 e a Figura 31. Os investimentos operacionais em giro e os ativos não circulantes, principalmente os investimentos em ativo imobilizado proporcionaram este comportamento. As inversões em imobilizado apresentaram um incremento de 68,60% entre 1996 e 1999. Estes investimentos são relativos à modernização e atualização de equipamentos e instalações, construção de um novo armazém em município vizinho a sede da cooperativa, reformas na sede administrativa, compra de um novo torrador de café e de equipamentos de informática.

TABELA 20 Ativo Econômico – Cooperativa DELTA (valores em R\$)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ativo Econômico	22.362.023,26	18.651.955,79	21.137.708,51	26.536.696,22	27.547.003,50

Fonte: Elaborado pelo autor.

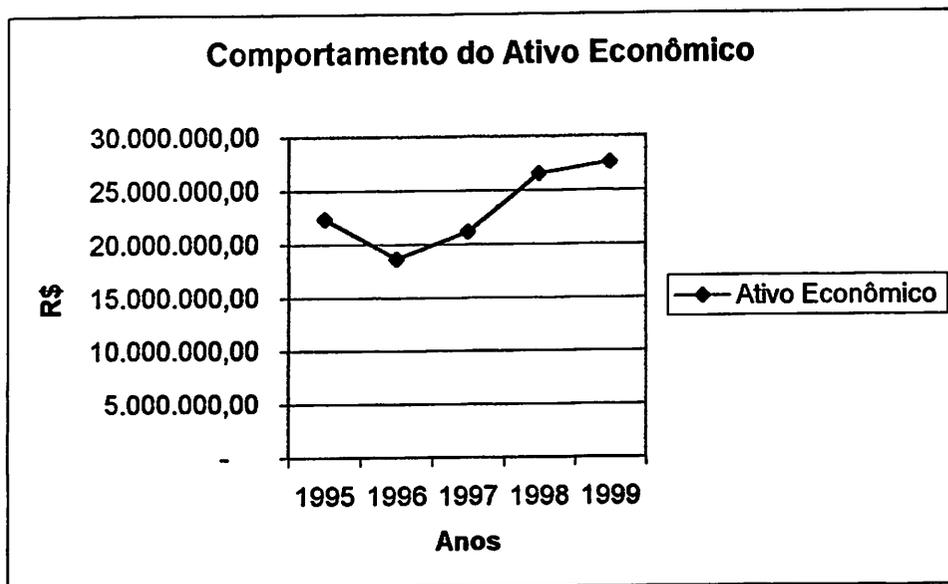


FIGURA 31 Comportamento do Ativo Econômico – Cooperativa DELTA

Resumidamente, com relação à criação de valor econômico, a Cooperativa DELTA não gerou fluxos de caixa operacionais capazes de remunerar os capitais próprios e de terceiros nela investidos. A única exceção ficou por conta do exercício social de 1996, no qual a significativa redução do ciclo financeiro proporcionou a geração de um fluxo de caixa operacional capaz de suplantar o custo de capital da empresa. A Tabela 21 e a Figura 32 exibem o hiato existente entre o retorno operacional (FCO/AE) e o custo de capital (CMePC) da Cooperativa DELTA.

TABELA 21 Retorno Operacional x Custo de Capital – Cooperativa DELTA

	1995	1996	1997	1998	1999
FCO/AE	-	40,33%	-9,96%	-2,56%	-0,29%
CMePC	1,81%	18,07%	19,15%	11,67%	16,38%

Fonte: Elaborado pelo autor.

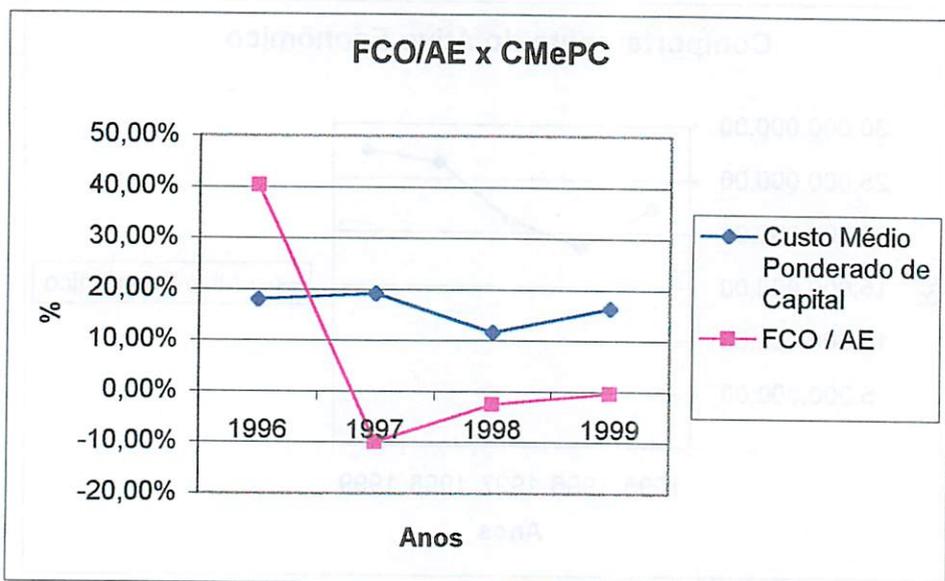


FIGURA 32 Retorno Operacional x Custo de Capital – Cooperativa DELTA

O custo de capital atinge seu valor mais elevado (19,15%) no exercício de 1997. Este resultado foi originado, principalmente, pelo custo do capital de terceiros, visto que a remuneração do capital próprio é constante e igual a 12,00%, conforme preconizado pela legislação cooperativista. Em 1998, o custo de capital foi reduzido, voltando a se elevar em 1999. Uma média aritmética do custo de capital apontou para o valor de 13,42%, portanto, próximo ao custo do capital próprio, o que parece indicar a predominância de um financiamento por meio de capital próprio. Entretanto, trata-se de um erro. O financiamento através de capital de terceiros é hegemônico em todos os exercícios analisados.

O próximo item analisa o financiamento do Investimento Operacional em Giro da Cooperativa DELTA.

5.3.3 Análise do Investimento Operacional em Giro

Neste item são analisados os principais aspectos característicos das variáveis vendas líquidas (VL), investimento operacional em giro (IOG), capital de giro (CDG) e saldo de tesouraria (T), relativas ao desempenho da Cooperativa DELTA no período de 1995 a 1999.

Com relação à variável vendas líquidas (VL), a Cooperativa DELTA teve uma redução de 8,4% em 1996, que se recuperou em 1997, por meio de um aumento de 19,9%. Uma nova queda, desta vez de 2,4%, foi observada em 1998, seguida de uma considerável expansão de 36,3% em 1999.

A análise do Investimento Operacional em Giro (IOG) indicou que a Cooperativa DELTA apresentou demanda de recursos para o giro de seus negócios, através da identificação de um IOG positivo ao longo do período pesquisado. Isto é, a cooperativa operou com ciclo financeiro positivo, indicando que os créditos oriundos dos passivos cíclicos financiaram apenas parcialmente seu ciclo operacional.

Dentre os exercícios analisados, o de 1995 foi o que apresentou a maior demanda de recursos para o financiamento do giro dos negócios, em face do nível de vendas, dada a extensão de seu ciclo financeiro, que atingiu a 10% das vendas líquidas conforme a relação IOG/VL. A necessidade de capital de giro da cooperativa representou em 1995, 36 dias de vendas líquidas. A partir de 1996, há uma redução do ciclo financeiro, passando a corresponder a 24 dias em 1996, 25 dias em 1997, 29 dias em 1998 e 25 dias em 1999.

Quanto à disponibilidade e utilização de recursos estáveis (de longo prazo) para o financiamento das atividades operacionais, a análise da variável CDG indicou que a Cooperativa DELTA não dispunha dos mesmos em volume suficiente. Isto porque o capital de giro apresentou-se inferior ao IOG.

Quanto ao financiamento das necessidades de capital de giro apresentada pela Cooperativa DELTA, constatou-se que essas foram

financiadas, basicamente, pelo capital de giro (recursos estáveis), complementado por uma parcela de recursos provenientes de operações de tesouraria (curto prazo), como pode ser visto na Figura 33.

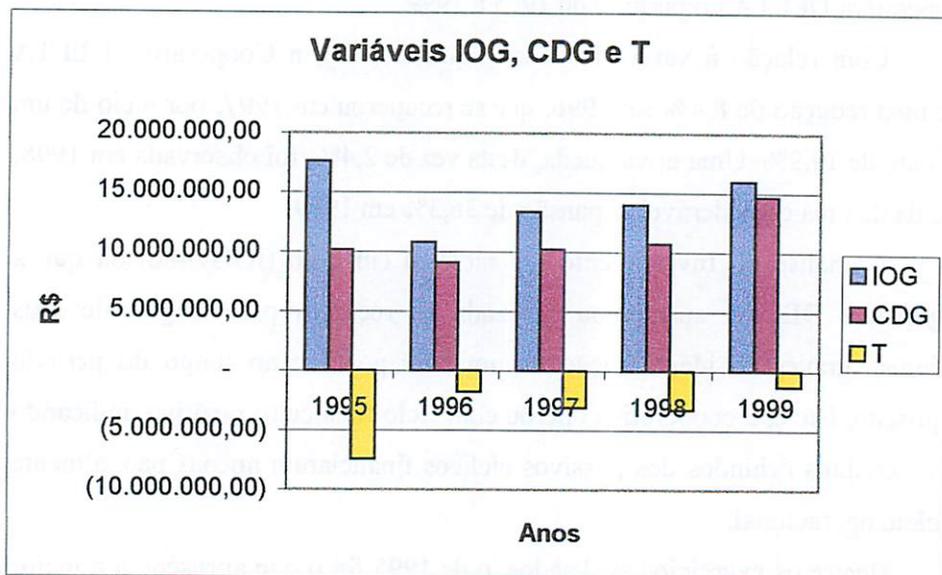


FIGURA 33 Variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa DELTA

O capital de giro, apesar de positivo, foi insuficiente para financiar toda a necessidade de capital de giro. A insuficiência do CDG diante do IOG é refletida no saldo de tesouraria negativo apresentado pela empresa em todos os exercícios. Tal fato pode ser confirmado pelo grau de utilização de recursos de curto prazo no financiamento das necessidades de capital de giro (T/IOG), o qual correspondeu a 42,38% em 1995, 16,38% em 1996, 23,29% em 1997, 23,34% em 1998 e 8,23% em 1999.

Uma conjugação entre as variáveis IOG, CDG e T é apresentada a seguir, de modo a proporcionar a identificação e análise da estrutura e situação financeira apresentada pela Cooperativa DELTA.

5.3.4 Estrutura e situação financeira

O estudo das variáveis características da análise dinâmica da gestão financeira das empresas (Modelo Fleuriet) apresentou uma estrutura financeira insatisfatória para a Cooperativa DELTA, conforme a Figura 34. Esta situação indica que houve necessidade de financiamento por recursos de curto prazo, visto que os recursos do capital de giro (CDG) foram insuficientes para financiar os investimentos operacionais (IOG) da empresa. Assim, a parcela não coberta pelo CDG foi financiada por passivos onerosos de curto prazo, conduzindo a um saldo de tesouraria (T) negativo.

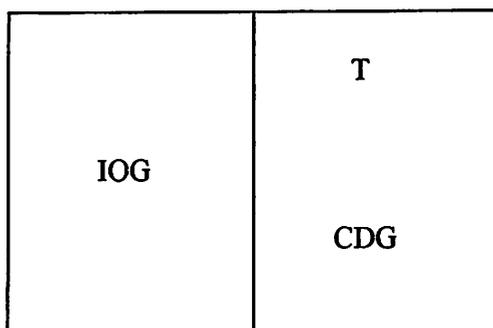


FIGURA 34 Situação financeira insatisfatória – Cooperativa DELTA

A análise do desempenho da Cooperativa DELTA em termos de capital de giro (CDG), investimento operacional em giro (IOG) e saldo de tesouraria (T) demonstrou a predominância de uma estrutura e situação financeira do tipo insatisfatória, cujas características são CDG positivo, IOG positivo e T negativo. Esta situação demonstra que a cooperativa apresentou disponibilidade de recursos estáveis para o financiamento do giro de seus negócios só que em volume insuficiente, necessitando, assim, de fontes de curto prazo para bancar parte dos investimentos em ativos operacionais (IOG).

O gráfico constante da Figura 35 demonstra que o capital de giro é positivo em todo o período estudado. Entretanto, ele não é suficiente para o total financiamento das operações da Cooperativa DELTA. Assim, o financiamento por meio de recursos onerosos de curto prazo se fez necessário, o que gerou um Saldo de tesouraria negativo.

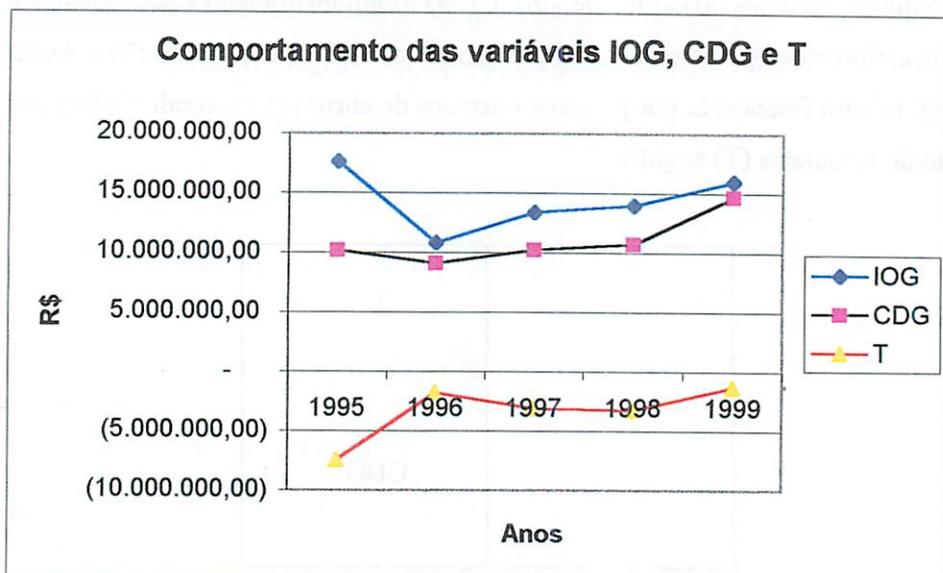


FIGURA 35 Comportamento das variáveis IOG, CDG e T – Cooperativa DELTA

A insuficiente geração de um Fluxo de Caixa Operacional capaz de criar valor econômico se apresenta como a melhor explicação para a estrutura financeira insatisfatória da Cooperativa DELTA. Novamente, as características peculiares da estrutura de capital das cooperativas acabam por promover um distanciamento do que é apontado pela teoria de Finanças.

6 CONCLUSÕES

Uma conclusão inicial, de ordem geral, refere-se à dificuldade de integração da teoria financeira à doutrina cooperativista. O objetivo da Administração Financeira é promover a maximização da riqueza do acionista ou proprietário de uma empresa. A cooperativa é uma organização peculiar que não visa à obtenção de lucros. O cooperado não espera receber da cooperativa um retorno sobre o capital nela investido, sua expectativa é relativa à prestação de serviços por parte de sua cooperativa e a obtenção do melhor preço possível pela sua produção.

Considerando, entretanto, que permaneça válido o objetivo da Administração Financeira quando aplicado à organização cooperativa, qual seria a riqueza para o cooperado? Reforçando a noção de que este não tem a expectativa de ser remunerado por seu investimento em quotas-parte quando de sua decisão em se associar à cooperativa, a maximização da riqueza se transfere para a prestação de serviços, objetivo primordial do cooperativismo. Nesse sentido, a idéia que conduziu este trabalho está relacionada à identificação da criação de valor econômico como expressão de riqueza, por parte da cooperativa em sua relação com o mercado, como condição para a consecução de seu objetivo principal, qual seja, a prestação de serviços aos cooperados, traduzida também em termos de melhor remuneração por sua produção entregue à cooperativa.

Assim, tendo como padrão de procedimento o permanente respeito aos princípios doutrinários do cooperativismo, a teoria financeira foi aplicada ao estudo das cooperativas agroindustriais participantes da pesquisa. Dessa forma, demonstrou-se a plena aplicabilidade dos conceitos e métodos preconizados pela teoria de Finanças ao estudo das organizações cooperativas. Condição para tal, é

a fiel observância da doutrina e legislação cooperativista e, conseqüentemente, a adaptação e utilização de conceitos coerentes com o cooperativismo.

Sob esta perspectiva, os resultados da pesquisa indicaram a predominância de destruição de valor econômico nas três cooperativas estudadas. Em outras palavras, as cooperativas agroindustriais estudadas não foram capazes, pelo desenvolvimento de suas atividades operacionais, de remunerar o capital nelas investido.

Com relação a utilização da relação Fluxo de Caixa Operacional/Ativo Econômico (FCO/AE) em substituição ao resultado operacional líquido após o imposto de renda de pessoa jurídica, apresentado na fórmula original do *EVA*[®], deve-se ressaltar que ela se apresentou adequada e válida para os propósitos deste trabalho. Além da integração com o Modelo Fleuriet, procurou-se, da mesma forma, trabalhar com uma variável que refletisse a geração e/ou consumo de recursos resultante das operações empresarias da cooperativa agroindustrial, ou seja, o Fluxo de Caixa Operacional. Ainda, o fato da cooperativa não buscar o lucro faz com que a incidência de imposto de renda se dê apenas em casos particulares e, assim, o conceito de fluxo de caixa operacional foi considerado como o mais adequado para o objetivo de identificação da criação de valor econômico. Do mesmo modo, os investimentos da cooperativa foram expressos pelo ativo econômico, que reúne a variável IOG aos ativos não circulantes e ao saldo de tesouraria, quando este for positivo, refletindo a magnitude dos recursos investidos pela cooperativa.

A análise das decisões de investimento e financiamento do capital de giro indicou que as cooperativas agroindustriais pesquisadas apresentaram uma demanda de recursos para o financiamento de suas atividades operacionais, o que foi evidenciado pela variável IOG positiva. Isto significa que as empresas operaram com ciclos financeiros positivos, revelando que os créditos

espontâneos oriundos do passivo circulante cíclico financiaram apenas parcialmente os ciclos operacionais das cooperativas.

Os resultados indicaram que, no caso da Cooperativa ALFA, esta dispunha de recursos estáveis (de longo prazo) para o financiamento integral de suas atividades operacionais, o que proporcionou a geração de um saldo de tesouraria positivo. Houve uma exceção, o exercício social de 1997, no qual foi necessário o financiamento parcial das atividades operacionais (IOG) por meio de recursos onerosos de curto prazo. Conseqüentemente, neste exercício, identificou-se um saldo de tesouraria negativo.

As cooperativas BETA e DELTA também apresentaram disponibilidade de recursos de longo prazo para o financiamento de suas atividades. Entretanto, estes recursos, representados pela variável Capital de Giro (CDG) não foram suficientes para financiar integralmente as necessidades de capital de giro (IOG), culminando na captação de recursos de terceiros de curto prazo para complementar o financiamento das atividades operacionais dessas empresas. Assim, o saldo de tesouraria apresentou-se negativo durante todo o período analisado.

A análise da estrutura financeira das cooperativas baseou-se na combinação das variáveis IOG, CDG e T. Verificou-se o predomínio de uma situação financeira insatisfatória. Mesmo a cooperativa que apresentou situação financeira sólida não foi capaz de gerar um EVA[®] positivo, dado que o retorno proporcionado por suas atividades não superou o custo médio ponderado de capital.

A situação financeira sólida foi apresentada pela Cooperativa ALFA em todos os exercícios sociais, com exceção do ano de 1997. Desse modo, as atividades operacionais (IOG) da empresa foram financiadas por fontes permanentes de longo prazo. Assim, o capital de giro além de financiar as necessidades de recursos operacionais da empresa possibilitou, ainda, a

aplicação de recursos no curto prazo, proporcionando uma folga financeira, como é indicado pelo saldo de tesouraria positivo.

A situação financeira insatisfatória indicou que as cooperativas demandaram recursos onerosos de curto prazo, visto que o capital de giro não foi suficiente para o financiamento do investimento operacional em giro. Esses passivos onerosos que financiaram a parcela não coberta pelo CDG conduziram a um saldo de tesouraria negativo. Levando em consideração as elevadas taxas de juros praticadas na economia nacional, deve-se destacar a situação de risco a que se expõe uma empresa nessas condições.

As principais fontes de recursos do capital de giro consistem no autofinanciamento (lucros) e no aumento de capital social. Considerando que o produtor rural é normalmente descapitalizado e que a sua associação a uma cooperativa tem como papel sua inserção e manutenção num mercado oligopolizado, resta como alternativa para o aumento do capital de giro, o autofinanciamento, ou seja, a geração de excedentes, como qualquer outra empresa capitalista. Desse modo, a geração de lucros, assim como a remuneração do capital investido na cooperativa deve, sim, ser objetivo da gestão desta empresa peculiar. Objetivo este, que deve ser perseguido, não como um objetivo final, mas estrutural, no sentido de proporcionar competitividade e o conseqüente cumprimento de sua missão social junto a seus cooperados.

Conclui-se, portanto, que a premissa de que a orientação para o lucro é nociva e oposta à doutrina cooperativista não é válida num mercado mundializado e competitivo. O cumprimento da missão do cooperativismo requer, nos tempos atuais, das cooperativas agrícolas de forma geral, uma orientação para a competitividade. A gestão financeira, neste aspecto, se apresenta como uma condição para a geração de valor econômico.

Trabalhos futuros podem testar a variável “capacidade de autofinanciamento”, obtida a partir da reclassificação da demonstração do

resultado do exercício, como uma medida de criação de valor econômico quando confrontada com o custo de capital da organização cooperativa. Uma análise comparativa entre cooperativas que trabalham com capital próprio e cooperativas que utilizam, majoritariamente, capital de terceiros, também se apresenta como uma sugestão para futuras investigações a respeito da criação de valor econômico. E, finalmente, estudos futuros podem focar determinada atividade agropecuária da cooperativa. Ou seja, um trabalho que contemple apenas cooperativas de leite, ou de café, ou outro ramo agroindustrial, pode proporcionar uma análise comparativa, simultaneamente, à caracterização da cadeia agroindustrial na qual está inserida e sua relação com a criação ou destruição de valor econômico.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGROANALYSIS. O ranking das 100 maiores do agronegócio: as 50 maiores cooperativas. Rio de Janeiro: IBRE/FGV, v.20, n.10, out. 2000.
- ALENCAR, E. **Introdução à metodologia da pesquisa social**. Lavras: UFLA/DAE, 1999. 125p.
- AMODEO, N. B. P. **As cooperativas agroindustriais e os desafios da competitividade**. 1999. 318p. Tese (Doutorado em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade)-Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Seropédica.
- ARCHER, S. H.; D'AMBROSIO, C. A. **Administração financeira: teoria e aplicação**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1976. 620p. Tradução de: Business Finance: theory and management.
- ASSAF NETO, A. A dinâmica das decisões financeiras. **Caderno de Estudos**, São Paulo, v. 9, n. 16, p. 9-25. jul./dez. 1997.
- ASSAF NETO, A. **A Contabilidade e a gestão baseada no valor**. texto para discussão. Ribeirão Preto: FEA/USP, 1999. 15p. (Série Contabilidade).
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2000. 298p.
- ASSAF NETO, A.; SILVA, C.A.T. **Administração do capital de giro**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1997. 200p.
- BASTOS, N. T. de. Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseada em criação de valor econômico. **Revista de Administração**, São Paulo, v.34, n.3, p.68-73, jul./set. 1999.
- BIALOSKORSKI NETO, S. **Agribusiness cooperativo: economia, doutrina e estratégias de gestão**. 1994. 135p. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada)-Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Piracicaba.
- BIALOSKORSKI NETO, S. **Cooperativas: economia, crescimento e estrutura de capital**. 1998. 257p. Tese (Doutorado em Economia Aplicada)-Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Piracicaba.

BIALOSKORSKI NETO, S. Agribusiness Cooperativo. In: ZYLBERSZTAIN, D. ; NEVES, M. F. (Org.). **Economia e gestão dos negócios agroalimentares**. São Paulo: Pioneira, 2000. p. 235-253.

BLATT, A . **Criação de valor para o acionista – EVA® e MVA®**. Rio de Janeiro: Suma Econômica, 2000. 30p.

BRASIL, H. V.; BRASIL, H. G. **Gestão financeira das empresas: um modelo dinâmico**. 4.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark , 1999. 163p.

BREALEY, R. A .; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. Tradução de Maria do Carmo Figueira. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1999. 998p. Tradução de: Principles of Corporate Finance.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C. **Financial management: theory and practice**. 6.ed. Fort Worth: The Dryden, 1991.

BRUYNE, P. de; HERMAN, J.; SCHOUTHEETE, M. de. **Dinâmica da pesquisa em ciências sociais: os pólos da prática metodológica**. Tradução de Ruth Joffily. 5.ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1991. 252p. Tradução de: Dynamique de la recherche en sciences sociales.

COPELAND; T.E.; WESTON, F.J. **Financial theory and corporate policy**. Massachusetts: Addison-Wesley, 1980.

DAVID, M. N. Cooperativas. In: MARION, J. C. (Coord.). **Contabilidade e controladoria em agribusiness**. São Paulo: Atlas, 1996, p. 108-126.

EID Jr., W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v.36, n.4, p. 51-59. out./dez. 1996.

EHRBAR, A. **EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Tradução de Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. 183p. Tradução de: EVA – The real key to creating wealth.

FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1995. 205p.

FERREIRA, A. H. **Estrutura, conduta e desempenho financeiro de cooperativas de laticínios em Minas Gerais**. 1997. 103p. Dissertação (Mestrado em Economia Rural)-Universidade Federal de Viçosa. Viçosa- MG.

FERREIRA, L. de S. Estrutura de capital: um teste da hipótese da hierarquia de fontes. 1999. 139p. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

FERREIRA, R. do N. Índices-padrão e situação econômica, financeira e político-social de cooperativas de leite e café da região sul do Estado de Minas Gerais. 1999. 138p. Dissertação (Mestrado em Administração Rural)-Universidade Federal de Lavras, Lavras.

FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. A dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 1978. 181p.

FREZATTI, F. Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do Resultado Econômico Residual. *Caderno de Estudos*, São Paulo, v.10, n.19, p. 57-69, set./dez. 1998.

GAVA, E. Análise da administração de cooperativas agrícolas e sua influência na formação de capital: Estado do Espírito Santo. 1972. 194p. Dissertação (Mestrado em Economia Rural)-Universidade Federal de Viçosa, Viçosa-MG.

GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1991. 159p.

GIL, A. C. Métodos e técnicas de pesquisa social. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1994. 207p.

GITMAN, L. J. Princípios de administração financeira. 3.ed. Tradução de Jacob Ancelevicz e Francisco José dos Santos Braga. São Paulo: Harbra, 1987. 781p. Tradução de: Principles of Managerial Finance.

GODOY, A. S. Introdução à Pesquisa Qualitativa e suas possibilidades. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v.35, n.2, p. 57-63, mar./abr. 1995a.

GODOY, A. S. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v.35, n.3, p. 20-29, mai./jun. 1995b.

HENDRIKSEN, E. S. Accounting theory. 4.ed. Illinois: R. D. Irwin, 1982. p.168.

MALVESSI, O . Criação ou destruição de valor ao acionista. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v.54, n.1, p. 42-44, jan. 2000.

MARQUES, J.A.V. da C.; BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro: o Modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v.35, n.3, p.49-63, maio./jun. 1995.

MEHTA, D.R. **Administração do capital de giro**. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1978. 198p. Tradução de: Working capital management.

MELO, A. A. de O. **Autofinanciamento ou mercado de capitais: identificação de estratégias de empresas brasileiras no financiamento do seu desenvolvimento**. Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, 1994. (Relatório de pesquisa).

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v.47, n.3, p. 261-297, June 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v.53, n.3, p. 433-443, June 1963.

ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS BRASILEIRAS. Disponível: <<http://www.ocb.org.br/banco.htm>> Acesso em 21 de fev. de 2000.

ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS DO ESTADO DE MG. Disponível: <<http://www.ocemg.org.br/port/coope/segmento/agropec.html>> Acesso em 15 de jan. de 2001.

OLIVEIRA NETTO, J. A. **Crédito para capital de giro às cooperativas de suinocultores no Rio Grande do Sul: estudos de casos**. 1972. 216p. Dissertação (Mestrado em Economia Rural)-Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

PANZUTTI, R. **Estratégias de Financiamento das Cooperativas Agrícolas no Estado de São Paulo**. caso da Cooperativa dos Agricultores da Região de Orlandia. São Paulo: ICA, 1997. 236p.

PINHO, D. B. O Pensamento cooperativo e o cooperativismo brasileiro. **Manual de cooperativismo**. São Paulo: Brasccop, CNPq, BNCC, Coopercultura, 1982. v.1.

PEREIRA, S. B. C. Análise da relação entre valor e alavancagem no mercado brasileiro. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 24, 2000, Florianópolis. **Anais....** Rio de Janeiro: ANPAD, 2000. 1 CD-ROM.

PEREIRA FILHO, A. D. **Estratégias de financiamento das empresas alimentícias e eletroeletrônicas em tempos de real**. 1997. 121p. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

PEREIRA FILHO, A. D. O modelo dinâmico de gestão financeira das empresas: procedimentos de operacionalização. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 9, n. 4, p. 12-22, dez. 1998.

POLONIO, W. A. **Manual das sociedades cooperativas**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999. 191p.

PONTE, V. Uma mensuração de lucro centrada em evidenciar o acréscimo de valor no ativo líquido. **Caderno de Estudos**, São Paulo, v. 10, n. 17, p. 23-34, jan./abr. 1998.

PORTERFIELD, J. T. S. **Decisões de investimento e custo de capital**. Tradução de Mário Rodrigues. São Paulo: Atlas, 1976. 136p. Tradução de: Investment Decisions and Capital Costs.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração financeira**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995. 698p. Tradução de: Corporate Finance.

SANTANA, J. N. **Estudo da capacidade de autofinanciamento da Cooperativa Agrícola de Cotia – Cooperativa Central**. 1989. 111p. Dissertação (Mestrado em Economia Agrária)-Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Piracicaba.

SILVA, J. P. da. **Análise financeira das empresas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 485p.

SOLOMON, E.; PRINGLE, J. J. **Introdução à administração financeira**. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1981. 525p. Tradução de: *An Introduction to Financial Management*.

STAKE, R. E. Case studies. In: DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. (Org.). **Handbook of qualitative research**. Londres: Sage, 1994, p. 236-247.

STEWART, G. B. **The quest for value**. New York: Harper-Collins, 1999. 781p.

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987. 175p.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1998. 90p.

VIEIRA, M. V. **Análise de risco e retorno: uma aplicação do modelo dinâmico a empresas dos setores siderúrgico e metalúrgico**. 1999. 137p. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

YIN, R. K. **Case study research: design and methods**. 2.ed. Londres: Sage, 1994. 171p.

ZYLBERSZTAJN, D. Organização de cooperativas: desafios e tendências. **Revista de Administração**, São Paulo, v.29, n.3, p.23-32, jul./set. 1994.

ZYLBERSZTAJN, D; BIALOSKORSKI NETO, S.; SANTOS, A. C. dos; GALAN, V. B. **Empresas cooperativas: reestruturação e sobrevivência**. São Paulo: PENSEA/FEA/USP, 1999. (Relatório de pesquisa). Disponível: <http://www.fea.usp.br/Fia/pensa/pdf/relatorio_novembro.PDF> Acesso em 10 de dez. de 2001.

ANEXOS

ANEXO A		Página
TABELA 1A	Balanço Patrimonial da Cooperativa ALFA, encerrado em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigido para valores de 1999, reclassificado de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais)	185
TABELA 2A	Variáveis IOG, CDG e T da Cooperativa ALFA (valores em Reais)	188
TABELA 3A	Demonstração de Resultados do Exercício (Sobras e Perdas) da Cooperativa ALFA, para os exercícios findos em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigida para valores de 1999, reclassificada de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais)	189
TABELA 4A	Fluxo de Caixa Operacional da Cooperativa ALFA (valores em Reais)	190
TABELA 5A	Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) da Cooperativa ALFA (valores em Reais)	191
TABELA 6A	Valor Econômico Adicionado (EVA [®]) da Cooperativa ALFA (valores em Reais)	192
TABELA 7A	Ciclo Financeiro (em dias de vendas líquidas) da Cooperativa ALFA (valores em Reais)	193

TABELA 1A Balanço Patrimonial da Cooperativa ALFA, encerrado em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigido para valores de 1999, reclassificado de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
ATIVO	19.333.626,26	18.912.373,70	19.041.055,88	20.782.559,18	19.721.931,87
Ativo circulante financeiro (ACF)	750.534,04	1.143.375,79	294.880,31	678.649,28	316.635,23
Caixa	17.582,01	50.508,62	18.516,76	16.936,54	48.700,76
Bancos	732.952,03	953.034,14	243.176,57	572.938,26	137.192,85
Coop. Central juros s/ capital integr.		104.024,53	18.354,78	18.470,98	15.115,30
Coop. Central sobras a disposição da AGO		35.808,49	-	-	-
Cheques em cobrança		-	14.832,20	70.303,49	115.626,33
Ativo circulante cíclico (ACC)	4.983.791,10	4.623.742,89	5.569.857,14	4.815.016,18	4.490.686,97
Clientes	374.884,35	237.791,09	520.681,42	1.322.398,99	1.120.163,80
Cooperados c/ movimento	1.294.137,50	1.262.987,96	1.331.834,87	995.793,90	995.333,52
Cooperados c/ movimento NPR		-	-	479.572,07	40.410,06
Cooperados c/ financiamento tourinhos		2.815,40	-	-	-
Cooperados c/ financiamento calcário		146.487,44	327.891,67	69.188,05	-
Cooperados c/ financiamento resfriadores		54.678,65	-	-	-
Cooperados c/ financiamento botijão e sêmen		16.667,30	-	-	-
Cooperados c/ financiamento diversos		41.763,96	-	-	-
Coop. Central Est. SP c/ movimento	1.400.405,60	747.075,38	1.413.847,39	-	-
Coop. Bragança Paulista c/ movimento		207.688,72	179.052,01	-	-

...continua...

TABELA 1A, Cont.

Adiant. Fornecedores	171.415,67	63.787,87	87.086,21	160.265,30	158.540,28
Adiant. Pessoal	16.073,83	17.345,33	29.276,86	29.534,55	24.998,30
Adiant. Transportadores	22.621,24	23.106,73	48.397,06	40.779,13	46.575,94
Outros créditos	153.957,79	36.018,36	-	-	-
Tributos a recuperar	-	17.190,50	124.479,51	104.203,43	80.860,87
Despesas antecipadas a apropriar	-	14.139,90	25.263,14	16.169,46	16.630,87
Outros valores e bens	22.789,89	-	-	-	-
Estoques	1.527.505,22	1.734.198,28	1.482.047,00	1.597.111,29	2.007.173,34
Ativo não circulante (ANC)	13.599.301,13	13.145.255,02	13.176.318,44	15.288.893,72	14.914.609,66
Realizável a longo prazo	-	-	-	-	280.135,02
Títulos a receber	-	-	-	-	280.135,02
Permanente	4.296.216,91	4.703.791,17	4.909.884,75	4.798.946,43	4.120.517,76
Imobilizado técnico	2.488.260,67	2.690.474,50	2.869.767,81	2.738.582,43	2.239.963,38
Imobilizado financeiro	1.807.956,25	2.013.316,66	2.040.116,93	2.060.363,99	1.880.554,38
Contas de compensação	9.303.084,21	8.441.463,85	8.266.433,69	10.489.947,30	10.513.956,88
	-	-	-	-	-
PASSIVO	19.333.626,26	18.912.373,70	19.041.055,88	20.782.559,18	19.721.931,87
Passivo circulante financeiro (PCF)	105.270,71	123.108,91	508.832,35	203.330,33	110.817,89
Empréstimo no país	105.270,71	123.108,91	508.832,35	203.330,33	110.817,89

...continua...

TABELA 1A, Cont.

Passivo circulante cíclico (PCC)	2.105.062,44	2.327.814,15	2.132.345,39	1.482.844,36	918.884,47
Fornecedores	406.869,12	501.658,45	478.761,87	242.638,82	236.698,25
Cooperados c/ movimento	1.188.918,89	1.149.292,82	980.140,86	182.540,29	205.729,12
Cooperados c/ movimento NPR	-	-	-	479.572,07	-
Contrib. Sociais	82.046,40	2.018,29	174.129,73	14.248,71	23.804,68
Impostos diversos	354.542,22	72.908,41	20.311,58	128.684,85	39.226,06
Provisão p/ férias	-	177.912,33	182.603,57	84.378,40	61.399,86
Provisão p/ juros s/ capital integralizado	-	229.364,08	262.373,90	312.955,42	343.650,19
Provisão p/ IRPJ e contribuições sociais	-	3.599,42	3.926,73	1.490,18	-
Fretes/seguros/IR fonte	-	-	30.097,15	36.335,63	8.376,30
Carreiros	71.828,43	83.498,59	-	-	-
Contas correntes	(205.424,87)	103.452,70	-	-	-
Prov. Diversas	200.033,93	-	-	-	-
Outras exigibilidades	6.248,33	4.109,06	-	-	-
Passivo não circulante (PNC)	17.123.293,11	16.461.450,64	16.399.878,15	19.096.384,49	18.692.229,50
Patrimônio líquido	7.820.208,90	8.019.986,79	8.133.444,46	8.606.437,20	8.178.272,62
Capital social	835.920,20	2.161.189,11	2.253.899,41	2.674.495,62	2.966.566,12
Reservas legais	5.526.917,87	5.200.948,26	5.501.246,68	5.564.900,05	5.184.306,43
Sobras e perdas	1.457.370,82	657.849,43	378.298,36	367.041,52	27.400,07
Contas de compensação	9.303.084,21	8.441.463,85	8.266.433,69	10.489.947,30	10.513.956,88

Fonte: Relatórios de Exercícios da Cooperativa ALFA, adaptado pelo autor (2002).

TABELA 2A Variáveis IOG, CDG e T da Cooperativa ALFA (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
ATIVO TOTAL	19.333.626,26	18.912.373,70	19.041.055,89	20.782.559,18	19.721.931,86
ACF	750.534,04	1.143.375,79	294.880,31	678.649,28	316.635,23
ACC	4.983.791,10	4.623.742,89	5.569.857,14	4.815.016,18	4.490.686,97
ANC	13.599.301,12	13.145.255,02	13.176.318,44	15.288.893,72	14.914.609,66
PASSIVO TOTAL	19.333.626,26	18.912.373,70	19.041.055,89	20.782.559,18	19.721.931,86
PCF	105.270,71	123.108,91	508.832,35	203.330,33	110.817,89
PCC	2.105.062,44	2.327.814,15	2.132.345,39	1.482.844,36	918.884,47
PNC	17.123.293,11	16.461.450,64	16.399.878,15	19.096.384,49	18.692.229,50
IOG	2.878.728,66	2.295.928,74	3.437.511,75	3.332.171,82	3.571.802,50
CDG	3.523.991,99	3.316.195,62	3.223.559,71	3.807.490,77	3.777.619,84
T	645.263,33	1.020.266,88	(213.952,04)	475.318,95	205.817,34
Ativo econômico	17.123.293,11	16.461.450,64	16.613.830,19	19.096.384,49	18.692.229,50
Varição do IOG	-	(582.799,92)	1.141.583,01	(105.339,93)	239.630,68

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 3A Demonstração de Resultados do Exercício (Sobras e Perdas) da Cooperativa ALFA, para os exercícios findos em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigida para valores de 1999, reclassificada de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
Vendas	34.964.851,50	37.738.217,57	36.861.530,26	30.075.399,54	21.360.703,97
(-) Custo dos Produtos Vendidos	(31.907.355,27)	(34.802.721,67)	(33.690.063,78)	(27.491.721,59)	(19.513.187,78)
(-) Despesas Administrativas	(978.846,36)	(1.276.607,47)	(1.226.795,81)	(880.437,87)	(690.775,12)
(-) Despesas de vendas	(948.334,45)	(939.152,28)	(767.262,97)	(732.083,46)	(700.333,78)
(+) Depreciações					
(+) Outras receitas operacionais	218.626,85	317.695,74	240.276,62	193.799,20	151.336,70
(=) Lucro Bruto Operacional	1.348.942,27	1.037.431,89	1.417.684,32	1.164.955,81	607.743,99
(+) Receitas Financeiras	1.022.437,96	368.910,03	920.754,42	168.753,67	46.869,77
(-) Despesas Financeiras	(9.130,17)	(34.390,36)	(29.805,65)	(36.495,87)	(36.503,69)
(+) Receitas não-operacionais					
(-) Despesas não-operacionais	(9.571,50)	(37.798,65)	(144.960,00)	(167.348,87)	(83.767,20)
(-) Imposto de Renda		(897,98)	(979,64)		
(=) Capacidade de Autofinanciamento	2.352.678,56	1.333.254,93	2.162.693,45	1.129.864,75	534.342,87

Fonte: Relatórios de Exercícios da Cooperativa ALFA, elaborado pelo autor (2002).

TABELA 4A Fluxo de Caixa Operacional da Cooperativa ALFA (valores em Reais).

	1996	1997	1998	1999
Lucro Bruto Operacional	1.037.431,89	1.417.684,32	1.164.955,81	607.743,99
(-) Variação do IOG	(582.799,92)	1.141.583,01	(105.339,93)	239.630,68
(=) Fluxo de Caixa Operacional	1.620.231,81	276.101,31	1.270.295,74	368.113,31

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 5A Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) da Cooperativa ALFA (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
Despesas financeiras	9.130,17	34.390,36	29.805,65	36.495,87	36.503,69
Valor da dívida	105.270,71	123.108,91	508.832,35	203.330,33	110.817,89
Capital social realizado	835.920,20	2.161.189,11	2.253.899,41	2.674.495,62	2.966.566,12
Reservas de lucros	5.526.917,87	5.200.948,26	5.501.246,68	5.564.900,05	5.184.306,43
Sobras líquidas	1.457.370,82	657.849,43	378.298,36	367.041,52	27.400,07
Capital próprio	835.920,20	2.161.189,11	2.253.899,41	2.674.495,62	2.966.566,12
Custo do capital próprio	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Capital de terceiros	105.270,71	123.108,91	508.832,35	203.330,33	110.817,89
Custo do capital de terceiros	8,67%	27,93%	5,86%	17,95%	32,94%
Valor contábil da empresa	941.190,91	2.284.298,01	2.762.731,76	2.877.825,95	3.077.384,02
CMePC	11,63%	12,86%	10,87%	12,42%	12,75%

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 6A Valor Econômico Adicionado (*EVA*[®]) da Cooperativa ALFA (valores em Reais).

	1996	1997	1998	1999
Fluxo de Caixa Operacional (FCO)	1.620.231,81	276.101,31	1.270.295,74	368.113,31
Ativo Econômico (AE)	16.461.450,64	16.613.830,19	19.096.384,49	18.692.229,50
Custo Médio Ponderado de Capital	12,86%	10,87%	12,42%	12,75%
FCO/AE	0,0984	0,0166	0,0665	0,0197
Valor Econômico Adicionado (EVA)	(496.710,74)	(1.529.822,03)	(1.101.475,21)	(2.015.145,95)

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 7A Ciclo Financeiro (em dias de vendas líquidas) da Cooperativa ALFA (valores em Reais).

Descrição	1995	1996	1997	1998	1999
Vendas líquidas (VL)	34.964.851,50	37.738.217,57	36.681.530,26	30.075.399,54	21.360.703,97
CDG	3.523.991,99	3.316.195,62	3.223.559,71	3.807.490,77	3.777.619,84
IOG	2.878.728,66	2.295.928,74	3.437.511,75	3.332.171,82	3.571.802,50
T	645.263,33	1.020.266,88	(213.952,04)	475.318,95	205.817,34
Variação das vendas	-	7,93%	-2,80%	-18,01%	-28,98%
CDG/VL	0,10	0,09	0,09	0,13	0,18
IOG/VL	0,08	0,06	0,09	0,11	0,17
T/VL	0,02	0,03	-0,01	0,02	0,01
T/IOG	22,41%	44,44%	-6,22%	14,26%	5,76%
Ciclo Financeiro (dias de vendas líquidas)	30	22	34	40	60

Fonte: Elaborado pelo autor.

ANEXO B**Página**

TABELA 1B	Balanço Patrimonial da Cooperativa BETA, encerrado em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigido para valores de 1999, reclassificado de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais)	195
TABELA 2B	Variáveis IOG, CDG e T da Cooperativa BETA (valores em Reais)	198
TABELA 3B	Demonstração de Resultados do Exercício (Sobras e Perdas) da Cooperativa BETA, para os exercícios findos em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigida para valores de 1999, reclassificada de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais)	199
TABELA 4B	Fluxo de Caixa Operacional da Cooperativa BETA (valores em Reais)	200
TABELA 5B	Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) da Cooperativa BETA (valores em Reais)	201
TABELA 6B	Valor Econômico Adicionado (EVA[®]) da Cooperativa BETA (valores em Reais)	202
TABELA 7B	Ciclo Financeiro (em dias de vendas líquidas) da Cooperativa BETA (valores em Reais)	203

TABELA 1B Balanço Patrimonial da Cooperativa BETA, encerrado em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigido para valores de 1999, reclassificado de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
ATIVO	19.067.037,79	16.389.775,12	17.714.373,87	17.379.241,08	33.908.293,95
Ativo circulante financeiro (ACF)	608.803,30	514.597,00	137.575,09	167.619,91	218.354,15
Disponibilidades	146.489,58	157.642,67	100.599,49	105.848,07	101.634,76
Aplicações de liquidez imediata	462.313,72	356.954,34	36.975,60	61.771,84	116.719,39
Ativo circulante cíclico (ACC)	11.258.515,36	7.349.125,60	7.717.300,83	8.099.456,02	11.745.700,24
Títulos a receber de cooperados	4.178.658,20	1.554.021,73	1.888.412,65	2.188.818,46	3.063.650,89
Cooperados conta movimento	2.150.052,87	3.362.867,60	3.036.850,23	3.349.178,07	4.034.755,54
CCL conta movimento	1.590.918,82	126.570,60	646.590,27	438.165,45	822.657,26
Provisão para créditos de liquidação duvidosa		-(1.246.662,82)	-(1.534.708,15)	-(1.475.152,02)	-(1.404.648,36)
Outros créditos	564.559,13	844.829,97	329.171,78	329.616,39	521.847,56
Estoques	2.634.068,46	2.688.311,31	3.305.143,80	3.238.132,53	4.678.458,78
Despesas do exercício seguinte	140.257,88	19.187,21	45.840,23	30.697,14	28.978,57
Ativo não circulante (ANC)	7.199.719,12	8.526.052,52	9.859.497,96	9.112.165,15	21.944.239,56
Realizável a longo prazo	1.915.752,50	3.105.152,14	4.952.269,26	4.068.841,87	2.797.609,99
Títulos a receber de cooperados	1.890.329,43	3.096.109,22	3.641.106,40	2.814.896,34	1.662.549,41
Empréstimos compulsórios – ELETRABRAS	25.423,08	9.042,91	5.154,80	4.882,84	4.419,90

...continua...

TABELA 1B, Cont.

Valores a receber - cotas-partes cooperados	-	-	1.306.008,06	1.249.062,69	1.130.640,68
Permanente	5.283.966,62	5.420.900,38	4.907.228,70	5.043.323,27	19.146.629,57
Investimentos	1.526.589,08	1.986.889,62	1.895.464,12	2.012.871,71	1.867.882,64
Imobilizado	3.757.377,54	3.434.010,76	3.011.764,58	3.030.451,56	17.278.746,93
	-	-	-	-	-
PASSIVO	19.067.037,79	16.389.775,12	17.714.373,87	17.379.241,08	33.908.293,95
Passivo circulante financeiro (PCF)	3.937.609,89	1.538.450,03	2.866.438,31	3.136.876,87	2.752.192,89
Empréstimos e financiamentos	3.937.609,89	1.538.450,03	2.866.438,31	3.136.876,87	2.752.192,89
Passivo circulante cíclico (PCC)	2.745.045,33	1.692.355,11	2.273.748,17	3.370.920,32	4.385.263,14
Fornecedores	1.560.984,83	726.178,94	1.440.040,34	912.385,25	1.770.263,59
Obrigações com cooperados	649.134,22	431.647,18	326.141,41	1.470.126,39	1.252.072,44
Obrigações sociais e provisões	306.172,37	372.087,12	309.706,54	429.491,30	355.901,30
Obrigações tributárias	130.730,56	118.572,84	35.597,70	144.037,07	99.208,47
Outras obrigações	98.023,34	43.869,03	162.262,18	414.880,30	907.817,34
Passivo não circulante (PNC)	12.384.382,57	13.158.969,97	12.574.187,39	10.871.443,90	26.770.837,92
Exigível a longo prazo	5.450.603,23	6.680.509,67	5.749.812,54	5.437.685,97	6.666.470,76
Empréstimos e financiamentos	5.450.603,23	6.680.509,67	5.434.784,19	5.156.404,24	6.411.856,98
Obrigações sociais	-	-	20.922,85	-	-

...continua...

TABELA 1B, Cont.

CCL – Retorno antecipado	-	-	294.105,51	281.281,74	254.613,78
Patrimônio líquido	6.933.779,34	6.478.460,30	6.824.374,84	5.433.757,92	20.104.367,16
Capital social realizado	1.328.477,46	3.081.168,46	4.862.489,27	5.219.227,67	5.597.143,49
Reservas de capital	2.810.253,90	2.091.511,99	1.929.414,41	1.845.286,89	19.766,33
Reservas de sobras	2.402.739,53	1.239.411,21	957.707,61	174.804,40	66.233,91
Reserva de reavaliação	-	-	-	-	14.757.828,32
FATES	-	-	-	-	78.364,27
Sobras (Perdas) acumuladas	392.308,46	66.368,64	(925.236,45)	(1.805.561,04)	(414.969,16)

Fonte: Relatórios de Exercícios da Cooperativa BETA, elaborado pelo autor (2002).

TABELA 2B Variáveis IOG, CDG e T da Cooperativa BETA (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
ATIVO TOTAL	19.067.037,79	16.389.775,12	17.714.373,87	17.379.241,08	33.908.293,95
ACF	608.803,30	514.597,00	137.575,09	167.619,91	218.354,15
ACC	11.258.515,37	7.349.125,60	7.717.300,83	8.099.456,02	11.745.700,24
ANC	7.199.719,12	8.526.052,52	9.859.497,95	9.112.165,15	21.944.239,56
PASSIVO TOTAL	19.067.037,79	16.389.775,12	17.714.373,87	17.379.241,08	33.908.293,95
PCF	3.937.609,89	1.538.450,03	2.866.438,31	3.136.876,86	2.752.192,89
PCC	2.745.045,33	1.692.355,11	2.273.748,17	3.370.920,32	4.385.263,14
PNC	12.384.382,57	13.158.969,98	12.574.187,39	10.871.443,90	26.770.837,92
IOG	8.513.470,04	5.656.770,49	5.443.552,66	4.728.535,70	7.360.437,10
CDG	5.184.663,45	4.632.917,46	2.714.689,44	1.759.278,75	4.826.598,36
T	(3.328.806,59)	(1.023.853,03)	(2.728.863,22)	(2.969.256,95)	(2.533.838,74)
Ativo econômico	15.713.189,16	14.182.823,01	15.303.050,61	13.840.700,85	29.304.676,66
Varição do IOG	-	(2.856.699,55)	(213.217,83)	(715.016,96)	2.631.901,40

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 3B Demonstração de Resultados do Exercício (Sobras e Perdas) da Cooperativa BETA, para os exercícios findos em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigida para valores de 1999, reclassificada de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
Vendas	70.562.333,87	66.130.993,02	84.055.930,65	68.078.764,56	101.247.859,87
(-) Custo dos Produtos Vendidos	(66.281.631,53)	(62.553.065,12)	(79.780.552,85)	(64.396.187,25)	(96.280.883,87)
(-) Despesas Administrativas	(3.236.239,06)	(1.009.528,11)	(663.637,54)	(1.230.705,16)	(2.848.015,50)
(-) Despesas de Vendas	-	-	-	-	-
(+) Depreciações	379.520,87	434.941,74	404.999,40	415.008,58	458.863,67
(-) Outras despesas operacionais	-	(4.464.199,17)	(4.510.020,95)	(4.049.485,99)	(1.645.253,18)
(+) Outras receitas operacionais	229.963,06	354.788,59	772.320,97	438.933,88	366.239,60
(=) Lucro Bruto Operacional	1.653.947,21	(1.106.069,05)	279.039,69	(743.671,39)	1.298.810,59
(+) Receitas Financeiras	2.328.722,68	3.234.684,01	1.793.009,71	1.365.820,01	1.784.000,88
(-) Despesas Financeiras	(2.898.877,44)	(2.091.136,17)	(1.300.027,03)	(1.305.909,34)	(1.471.285,38)
(-)/(+) Resultado de Correção Monetária	(82.554,70)	-	-	-	-
(+/-) Outras rec. e desp. não-operacionais	407.457,52	1.124.729,58	11.244,64	152.844,33	18.286,46
(-) Imposto de Renda	-	-	-	-	-
(=) Capacidade de Autofinanciamento	1.408.695,27	1.162.208,36	783.267,01	(530.916,39)	1.629.812,55

Fonte: Relatórios de Exercícios da Cooperativa BETA, elaborado pelo autor (2002).

TABELA 4B Fluxo de Caixa Operacional da Cooperativa BETA (valores em Reais).

	1996	1997	1998	1999
Lucro Bruto Operacional	(1.106.069,05)	279.039,69	(743.671,39)	1.298.810,59
(-) Variação do IOG	(2.856.699,55)	(213.217,83)	(715.016,96)	2.631.901,40
(=) Fluxo de Caixa Operacional	1.750.630,50	492.257,52	(28.654,43)	(1.333.090,81)

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 5B Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) da Cooperativa BETA (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
Despesas financeiras	2.898.877,44	2.091.136,17	1.300.027,03	1.305.909,34	1.471.285,38
Valor da dívida	9.388.213,12	8.218.959,70	8.301.222,50	8.293.281,11	9.164.049,87
Capital social realizado	1.328.477,46	3.081.168,46	4.862.489,27	5.219.227,67	5.597.143,49
Reservas de lucros	4.955.648,35	3.397.291,84	1.961.885,57	214.530,25	14.507.223,67
Sobras líquidas	649.653,53	-	-	-	-
Capital próprio	1.328.477,46	3.081.168,46	4.862.489,27	5.219.227,67	5.597.143,49
Custo do capital próprio	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Capital de terceiros	9.388.213,12	8.218.959,70	8.301.222,50	8.293.281,11	9.164.049,87
Custo do capital de terceiros	30,88%	25,44%	15,66%	15,75%	16,05%
Valor contábil da empresa	10.716.690,58	11.300.128,16	13.163.711,77	13.512.508,78	14.761.193,36
CMePC	28,54%	21,78%	14,31%	14,30%	14,52%

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 6B Valor Econômico Adicionado (EVA[®]) da Cooperativa BETA (valores em Reais).

	1996	1997	1998	1999
Fluxo de Caixa Operacional (FCO)	1.750.630,50	492.257,52	(28.654,43)	(1.333.090,81)
Ativo Econômico (AE)	14.182.823,01	15.303.050,61	13.840.700,85	29.304.676,66
Custo Médio Ponderado de Capital	21,78%	14,31%	14,30%	14,52%
FCO/AE	0,1234	0,0322	(0,0021)	(0,0455)
Valor Econômico Adicionado (EVA)	(1.338.388,35)	(1.697.609,02)	(2.007.874,65)	(5.588.129,86)

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 7B Ciclo Financeiro (em dias de vendas líquidas) da Cooperativa BETA (valores em Reais).

Descrição	1995	1996	1997	1998	1999
Vendas líquidas (VL)	70.562.333,87	66.130.993,02	84.055.930,65	68.078.764,56	101.247.859,87
CDG	5.184.663,45	4.632.917,46	2.714.689,44	1.759.278,75	4.826.598,36
IOG	8.513.470,04	5.656.770,49	5.443.552,66	4.728.535,70	7.360.437,10
T	(3.328.806,59)	(1.023.853,03)	(2.728.863,22)	(2.969.256,95)	(2.533.838,74)
Varição das vendas	-	-6,28%	27,11%	-19,01%	48,72%
CDG/VL	0,07	0,07	0,03	0,03	0,05
IOG/VL	0,12	0,09	0,06	0,07	0,07
T/VL	-0,05	-0,02	-0,03	-0,04	-0,03
T/IOG	-39,10%	-18,10%	-50,13%	-62,79%	-34,43%
Ciclo Financeiro (dias de vendas líquidas)	43	31	23	25	26

Fonte: Elaborado pelo autor.

ANEXO C		Página
TABELA 1C	Balço Patrimonial da Cooperativa DELTA, encerrado em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigido para valores de 1999, reclassificado de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais)	205
TABELA 2C	Variáveis IOG, CDG e T da Cooperativa DELTA (valores em Reais)	208
TABELA 3C	Demonstração de Resultados do Exercício (Sobras e Perdas) da Cooperativa DELTA, para os exercícios findos em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigida para valores de 1999, reclassificada de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais)	209
TABELA 4C	Fluxo de Caixa Operacional da Cooperativa DELTA (valores em Reais)	210
TABELA 5C	Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) da Cooperativa DELTA (valores em Reais)	211
TABELA 6C	Valor Econômico Adicionado (EVA [®]) da Cooperativa DELTA (valores em Reais)	212
TABELA 7C	Ciclo Financeiro (em dias de vendas líquidas) da Cooperativa DELTA (valores em Reais)	213

TABELA 1C Balanço Patrimonial da Cooperativa DELTA, encerrado em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigido para valores de 1999, reclassificado de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
ATIVO	28.140.466,93	28.290.610,26	26.353.634,05	32.797.949,40	33.863.465,07
Ativo circulante financeiro (ACF)	3.386.853,92	5.811.202,26	2.801.889,49	3.898.194,24	3.747.159,54
Disponibilidades	3.386.853,92	5.811.202,26	2.801.889,49	3.898.194,24	3.747.159,54
Ativo circulante cíclico (ACC)	19.992.497,97	14.660.819,05	15.765.672,63	16.340.612,38	18.560.393,83
Compradores	1.313,64	555.216,73	2.891,19	-	-
Duplicatas a receber	1.380.649,54	938.538,57	1.045.092,41	1.135.300,43	789.867,83
Associados – c/c café	1.366.334,75	647.032,54	781.899,23	-	430.957,49
Devedores p/ financiamento	13.066.605,05	8.307.812,87	9.460.010,16	9.607.635,88	13.898.090,98
Outros valores realizáveis a curto prazo	190.063,88	130.324,65	206.357,57	79.028,16	203.671,53
Provisão p/ créditos de liquidação duvidosa	-	-	(174.927,75)	(458.280,08)	(563.189,81)
Estoques	3.987.531,12	4.081.893,69	4.444.349,82	5.917.053,63	3.719.850,35
Despesas antecipadas	-	-	-	59.874,37	81.145,47
Ativo não circulante (ANC)	4.761.115,04	7.818.588,96	7.786.071,92	12.559.142,78	11.555.911,70
Realizável a longo prazo	-	3.408.160,35	3.568.063,68	4.218.283,35	3.980.507,40
Devedores p/ financiamentos	-	3.408.160,35	3.568.063,68	4.215.621,08	3.933.637,81
Outros créditos	-	-	-	2.662,27	46.869,59
Permanente	4.761.115,04	4.410.428,61	4.218.008,24	8.340.859,43	7.575.404,30

...continua...

TABELA 1C, Cont.

Investimentos	9.871,47	38.580,17	95.426,98	150.071,95	204.433,92
Imobilizado	4.751.243,57	4.371.848,45	4.122.581,26	8.190.787,49	7.370.970,38
	-	-	-	-	-
PASSIVO	28.140.466,93	28.290.610,26	26.353.634,05	32.797.949,40	33.863.465,07
Passivo circulante financeiro (PCF)	10.845.726,48	7.585.695,21	5.911.874,81	7.160.292,01	5.063.254,30
Empréstimos e financiamentos	10.845.726,48	7.585.695,21	5.911.874,81	7.160.292,01	5.063.254,30
Passivo circulante cíclico (PCC)	2.391.589,75	3.827.452,21	2.414.036,05	2.363.058,94	2.569.302,03
Fornecedores	1.541.908,69	1.948.361,57	1.069.494,81	1.616.708,34	1.319.692,02
Contas a pagar – associados	218.682,70	284.535,60	477.923,19	129.260,28	166.469,86
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	528.640,80	548.441,06	472.750,68	554.044,22	1.026.768,04
Obrigações tributárias	59.411,67	79.806,14	71.731,88	63.046,09	56.372,11
Outros valores exigíveis a curto prazo	42.945,90	966.307,84	322.135,50	-	-
Passivo não circulante (PNC)	14.903.150,70	16.877.462,84	18.027.723,19	23.274.598,45	26.230.908,74
Exigível a longo prazo	4.303.476,63	5.415.793,94	5.217.327,48	5.197.927,12	4.614.024,59
Empréstimos e financiamentos	4.185.458,37	4.990.398,48	5.154.800,60	5.197.927,12	4.614.024,59
Outros	118.018,26	425.395,45	62.526,89	-	-
Patrimônio líquido	10.599.674,06	11.461.668,90	12.810.395,71	18.076.671,33	21.616.884,15
Capital social	2.685.884,09	3.919.664,41	5.161.094,15	6.509.118,64	6.998.191,30

...continua...

TABELA 1C, Cont.

Reservas e sobras	-	-	-	7.767.937,33	11.179.314,08
Reserva de reavaliação	-	-	-	3.799.615,36	3.439.378,77
Fundo de Assistência Técnica Educacional e Social	252.019,85	221.184,46	29.712,83	-	-
Fundo de desenvolvimento	3.387.855,66	3.307.763,85	3.360.830,53	-	-
Fundo de reserva legal	3.384.397,19	3.304.677,77	3.485.193,45	-	-
Sobras acumuladas	889.517,26	708.378,41	773.564,75	-	-

Fonte: Relatórios de Exercícios da Cooperativa DELTA, elaborado pelo autor (2002).

TABELA 2C Variáveis IOG, CDG e T da Cooperativa DELTA (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
ATIVO TOTAL	28.140.466,93	28.290.610,26	26.353.634,05	32.797.949,40	33.863.465,07
ACF	3.386.853,92	5.811.202,26	2.801.889,49	3.898.194,24	3.747.159,54
ACC	19.992.497,97	14.660.819,05	15.765.672,63	16.340.612,38	18.560.393,83
ANC	4.761.115,04	7.818.588,95	7.786.071,93	12.559.142,78	11.555.911,70
PASSIVO TOTAL	28.140.466,93	28.290.610,26	26.353.634,05	32.797.949,40	33.863.465,07
PCF	10.845.726,48	7.585.695,21	5.911.874,81	7.160.292,01	5.063.254,30
PCC	2.391.589,75	3.827.452,21	2.414.036,05	2.363.058,94	2.569.302,03
PNC	14.903.150,70	16.877.462,84	18.027.723,19	23.274.598,45	26.230.908,74
IOG	17.600.908,22	10.833.366,84	13.351.636,58	13.977.553,44	15.991.091,80
CDG	10.142.035,66	9.058.873,89	10.241.651,26	10.715.455,67	14.674.997,04
T	(7.458.872,56)	(1.774.492,95)	(3.109.985,32)	(3.262.097,77)	(1.316.094,76)
Ativo econômico	22.362.023,26	18.651.955,79	21.137.708,51	26.536.696,22	27.547.003,50
Variação do IOG	-	(6.767.541,38)	2.518.269,74	625.916,86	2.013.538,36

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 3C Demonstração de Resultados do Exercício (Sobras e Perdas) da Cooperativa DELTA, para os exercícios findos em 31 de dezembro de 1995 a 1999, corrigida para valores de 1999, reclassificada de acordo com o Modelo Fleuriet (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
Vendas	177.916.392,03	162.932.805,31	195.325.340,29	171.058.530,85	233.168.436,80
(-) Custo dos Produtos Vendidos	(166.190.140,94)	(156.232.432,23)	(188.254.076,81)	(162.695.706,51)	(224.376.409,10)
(-) Despesas Administrativas	(1.781.116,37)	(2.081.172,92)	(2.073.174,24)	(2.508.513,07)	(1.807.206,74)
(-) Despesas de Vendas	(7.266.588,56)	(3.865.308,18)	(4.585.153,93)	(5.907.195,98)	(5.051.520,47)
(+) Depreciações	-	-	-	-	-
(=) Lucro Bruto Operacional	2.678.546,17	753.891,98	412.935,31	(52.884,71)	1.933.300,49
(+) Receitas Financeiras	-	3.274.284,64	3.969.440,56	2.672.302,94	4.213.682,18
(-) Despesas Financeiras	-	(2.586.478,76)	(2.500.765,42)	(1.420.178,64)	(1.892.384,35)
(-)/(+) Resultado de correção monetária	(299.624,17)	-	-	-	-
(+/-) Resultados não-operacionais	22.238,09	15.844,64	(16.970,08)	116.448,73	115.319,48
(-) Imposto de Renda	-	-	-	-	-
(=) Capacidade de Autofinanciamento	2.401.160,09	1.457.542,50	1.864.640,37	1.315.688,33	4.369.917,80

Fonte: Relatórios de Exercícios da Cooperativa DELTA, elaborado pelo autor. (2002).

TABELA 4C Fluxo de Caixa Operacional da Cooperativa DELTA (valores em Reais).

	1996	1997	1998	1999
Lucro Bruto Operacional	753.891,98	412.935,31	(52.884,71)	1.933.300,49
(-) Variação do IOG	(6.767.541,38)	2.518.269,74	625.916,86	2.013.538,36
(=) Fluxo de Caixa Operacional	7.521.433,36	(2.105.334,43)	(678.801,57)	(80.237,87)

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 5C Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) da Cooperativa DELTA (valores em Reais).

	1995	1996	1997	1998	1999
Despesas financeiras	-	2.586.478,76	2.500.765,42	1.420.178,64	1.892.384,35
Valor da dívida	15.149.203,11	13.001.489,15	11.129.202,29	12.358.219,13	9.677.278,89
Capital social realizado	2.685.884,09	3.919.664,41	5.161.094,15	6.509.118,64	6.998.191,30
Reservas de lucros	7.024.272,71	6.833.626,08	6.875.736,80	10.375.552,04	10.385.641,96
Sobras líquidas	889.515,73	708.379,78	773.564,75	1.192.000,65	4.233.050,89
Capital próprio	2.685.884,09	3.919.664,41	5.161.094,15	6.509.118,64	6.998.191,30
Custo do capital próprio	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Capital de terceiros	15.149.203,11	13.001.489,15	11.129.202,29	12.358.219,13	9.677.278,89
Custo do capital de terceiros	0,00%	19,89%	22,47%	11,49%	19,55%
Valor contábil da empresa	17.835.087,20	16.921.153,56	16.290.296,45	18.867.337,77	16.675.470,19
CMePC	1,81%	18,07%	19,15%	11,67%	16,38%

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 6C Valor Econômico Adicionado (EVA[®]) da Cooperativa DELTA (valores em Reais).

	1996	1997	1998	1999
Fluxo de Caixa Operacional (FCO)	7.521.433,36	(2.105.334,43)	(678.801,57)	(80.237,87)
Ativo Econômico (AE)	18.651.955,79	21.137.708,51	26.536.696,22	27.547.003,50
Custo Médio Ponderado de Capital	18,07%	19,15%	11,67%	16,38%
FCO/AE	0,4033	(0,0996)	(0,0256)	(0,0029)
Valor Econômico Adicionado (EVA)	4.151.024,95	(6.153.205,61)	(3.775.634,02)	(4.592.437,04)

Fonte: Elaborado pelo autor.

TABELA 7C Ciclo Financeiro (em dias de vendas líquidas) da Cooperativa DELTA (valores em Reais).

Descrição	1995	1996	1997	1998	1999
Vendas líquidas (VL)	177.916.392,03	162.932.805,31	195.325.340,29	171.058.530,85	233.168.436,80
CDG	10.142.035,66	9.058.873,89	10.241.651,26	10.715.455,67	14.674.997,04
IOG	17.600.908,22	10.833.366,84	13.351.636,58	13.977.553,44	15.991.091,80
T	(7.458.872,56)	(1.774.492,95)	(3.109.985,32)	(3.262.097,77)	(1.316.094,76)
Varição das vendas	-	-8,42%	19,88%	-12,42%	36,31%
CDG/VL	0,06	0,06	0,05	0,06	0,06
IOG/VL	0,10	0,07	0,07	0,08	0,07
T/VL	-0,04	-0,01	-0,02	-0,02	-0,01
T/IOG	-42,38%	-16,38%	-23,29%	-23,34%	-8,23%
Ciclo Financeiro (dias de vendas líquidas)	36	24	25	29	25

Fonte: Elaborado pelo autor.