

CRIAÇÃO DE VALOR ECONÔMICO EM COOPERATIVAS AGROINDUSTRIAIS

Ercílio Santos¹

RESUMO: O objetivo deste trabalho é identificar e analisar a criação de valor econômico em uma cooperativa agroindustrial da região sul do estado de Minas Gerais, 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 da cooperativa, como bases da criação de valor econômico. Neste sentido, o trabalho teve como fundamentação teórica os aspectos relativos à gestão financeira baseada na criação de valor econômico, precedida de uma revisão de literatura sobre o cooperativismo com ênfase para as especificidades da estrutura de capital das organizações cooperativas. A pesquisa foi desenvolvida por meio de um estudo de caso, realizado com base nas demonstrações financeiras de 1995 a 1999, fornecidas pela cooperativa. O modelo analítico utilizado foi o Modelo Fleuriet que, através da mensuração de suas variáveis características, proporciona uma análise dinâmica da gestão financeira das empresas. Os resultados indicaram destruição de valor econômico, ou seja, os resultados operacionais da cooperativa não foram capazes de remunerar o capital investido. Verificou-se que a cooperativa apresentou uma demanda de recursos para a manutenção e desenvolvimento de suas atividades operacionais. 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.

Palavras-chave: cooperativa agroindustrial; valor econômico; estrutura financeira.

ABSTRACT: The aim of this work is identifying and analysing the creation of economic value in an agro-industrial cooperative in the south of Minas Gerais, using the EVA® (*Economic Value Added*). In specific terms, we sought to analysing investment, financing of operational capital, and the financial structure of the cooperative as bases for the creation of economic value. In that sense the work had as theoretical background, the aspects concerning financial management based on value creation, preceeded by a literature review on cooperativism with an emphasis on the specificities of the structure of capital in cooperative organizations. The research was carried out by means of a case study starting out from the financial statements of 1995 through 1999, furnished by the cooperative. The analitical model used was the Fleuriet Model which, through the measurement of its characteristic variables provides a dynamic analysis of companies' financial management. Results indicated destruction of economic value, that is, the operational results of the cooperative were not able to provide a reward of invested capital. A demand of resources for the maintainance and development of its operational activities was also verified. The combination of the characteristic variables of the Fleuriet Model enabled the identification of two basic financial structures: the solid one and the non-satisfactory one.

Key-words: agro-industrial cooperative; economic value; financial structure.

1 INTRODUÇÃO

A década de 1990 foi marcada pela globalização da economia e liberalização dos mercados. 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 e a taxação às importações de produtos que recebem subsídio em seus países de origem.

A sobrevivência e o desenvolvimento do cooperativismo agroindustrial brasileiro passam pela superação dos desafios impostos pelo ambiente externo, assim como pelo aproveitamento das oportunidades aí geradas. Impõe-se às organizações cooperativas, 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

¹ Administrador de Empresas, Mestre em Administração. Professor da Universidade Candido Mendes, Nova Friburgo – RJ. e-mail: ercilio@terenet.com.br

exemplo. Nele, as cooperativas se defrontam com grandes empresas privadas - de capital nacional e estrangeiro - disputando fornecedores e acirrada concorrência capitalista.

As cooperativas agroindustriais estão presentes em todo o território nacional, participando significativamente no comércio exterior. Segundo a Organização das Cooperativas do Estado de Minas Gerais (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. A constituição de organizações cooperativas representa para os produtores cooperados a possibilidade de redução de riscos, agregação de valor à produção e poder de barganha diante de um mercado ora oligopolizado, ora competitivo, no qual está inserida a atividade agropecuária. Esta é a explicação para a predominância das cooperativas agropecuárias no cooperativismo brasileiro.

O desenvolvimento das atividades de qualquer empresa conduz à 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 à obtenção desses recursos. Este, portanto, é o campo de atuação da administração financeira. A literatura sobre finanças indica que o objetivo da Administração Financeira é a maximização da riqueza do proprietário. Neste sentido, a função precípua do administrador financeiro está relacionada às decisões de investimentos, financiamentos e estratégias operacionais, capazes de promover a remuneração do capital investido, ou seja, capazes de criar valor econômico.

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

Nesse sentido, o objetivo deste trabalho é identificar e analisar a criação de valor econômico em uma cooperativa agroindustrial. Para tal, a pesquisa recorrerá ao Modelo Fleuriet como modelo de análise da estrutura e situação

financeira da cooperativa como base da criação de valor econômico.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 As cooperativas agroindustriais

As cooperativas agroindustriais, segundo a definição oferecida pela Organização das Cooperativas Brasileiras (OCB, 2000), 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.

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 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. Nesse 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.

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. Por outro lado, 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.

A estrutura de capital das organizações 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.

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 final e definitiva de sua eficiência econômica e social.

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

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 Polonio (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.

A constituição dos fundos obrigatórios e sua não distribuição aos cooperados fazem 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.

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.

2.2 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 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).

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 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 tenha 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 1 estabelece uma relação entre as decisões financeiras e os direcionadores de valor.

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.

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

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

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

QUADRO 1 Decisões financeiras e direcionadores de valor.

DECISÕES FINANCEIRAS	DIRECIONADORES DE VALOR
Investimento	Investimento em capital fixo Oportunidades de investimentos
Financiamento	Estrutura de capital Custo do capital próprio Custo do capital de terceiros Custo de Capital (CMcPC)
Operacionais	Investimento operacional em giro (IOG)

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (1999)

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. Nesse 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;

O Fluxo de Caixa Operacional (FCO) estabelece uma ligação entre o balanço patrimonial e a demonstração de resultados,

- 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.

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:

- 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;
- capital adicional é investido em projetos que proporcionam um retorno superior ao custo de obtenção de novos capitais;
- capital é liquidado ou investimentos adicionais são retirados de operações que apresentam baixo desempenho, em que retornos inadequados estão sendo obtidos.

Desse modo, o cálculo do EVA[®], coerente com a reclassificação do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício proposta pelo Modelo Fleuriet, que constitui o modelo analítico desta pesquisa, é realizado da seguinte forma:

$$EVA = \left[\frac{\text{Fluxo de Caixa Operacional}}{\text{Ativo Econômico}} - CMcPC \right] \times \text{Ativo Econômico}$$

proporcionando um sistema integrado de análise financeira e representando uma medida financeira do montante do caixa gerado ou consumido pelas atividades operacionais da empresa.

$$FCO = LBO - IOG_2 + IOG_1$$

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

Em que ΔIOG é 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 (Lucro Bruto Operacional - LBO) e o balanço patrimonial (Investimento Operacional em Giro - 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).

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. Assim, tem-se:

$$T + \text{IOG} + \text{ANC} = \text{AE (Ativo Econômico)}$$

A análise do comportamento do Ativo Econômico e de suas fontes de financiamento (capitais próprios e de terceiros) pode fornecer indicações importantes a respeito da saúde da empresa. Aspecto a ser observado refere-se à lei áurea de finanças, como colocam Brasil & Brasil (1999), ou seja, se as aplicações de longo prazo são financiadas por recursos de longo prazo, proporcionando a ocorrência de um Capital de Giro (CDG) positivo. O custo médio ponderado de capital (CMePC) 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).

3 METODOLOGIA

Este trabalho consistiu de um estudo de caso, caracterizado por Gil (1994) 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 (1995) 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.

As cooperativas agroindustriais constituem o objeto de estudo deste trabalho. A cooperativa pesquisada é uma cooperativa agroindustrial de laticínios, localizada na região sul do estado de Minas Gerais, sendo identificada por meio de um nome fantasia, Cooperativa ALFA. As demonstrações financeiras relativas aos anos de 1995, 1996, 1997, 1998 e 1999 foram obtidas junto à cooperativa, além de informações relativas ao seu histórico.

3.1 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 Fluxo de Caixa Operacional.
- Mensuração do Ativo Econômico (AE).
- Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC).
- Cálculo do Valor Econômico Adicionado (EVA[®]).

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

No sentido de proporcionar um estudo da estrutura financeira da cooperativa agroindustrial, 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.

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.

3.2.1 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 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.

3.2.1.1 Investimento operacional em giro (IOG) ou necessidade de capital de giro (NCG)

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 (1997) 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.

3.2.1.2 Capital de giro (CDG) ou capital circulante líquido (CCL)

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.

3.2.1.3 Saldo de tesouraria (T)

A variável saldo de tesouraria (T) é calculada pela 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).

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

$$T = \text{CDG} - \text{IOG}$$

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).

3.2.1.4 Estrutura e situação financeira

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 o Quadro 2.

QUADRO 2 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)

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Identificação da criação de valor econômico

O cálculo do valor econômico adicionado indicou EVA[®] negativo – destruição de valor econômico – em todos os períodos analisados, conforme demonstrada no Quadro 3.

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 pelo Quadro 4, 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.

QUADRO 3 Criação de Valor Econômico – Cooperativa ALFA (Valores em R\$)

	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

QUADRO 4 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

Obs.: Valor entre parênteses indica valor negativo

Fonte: Elaborado pelo autor

O ano de 1997 apresenta uma destruição de valor econômico superior em 207,99% quando comparado 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 foi 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 demonstrado no Quadro 5. 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, por meio de fluxos de caixa operacionais capazes de superar o custo de capital.

Portanto, os resultados relativos à criação de valor econômico indicaram que as atividades operacionais da Cooperativa ALFA não conseguiram remunerar o capital nela investido. 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. O custo de capital da Cooperativa ALFA, constante do Quadro 6 traduzido pelo Custo Médio Ponderado de Capital (CMePC) apresentou um valor médio de 12,11% durante o período analisado.

QUADRO 5 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

QUADRO 6 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. Esses 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, pôde-se constatar o financiamento das atividades da Cooperativa ALFA, em sua maior parte, por meio 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, em que 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).

4.2 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 proporcionaram 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 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.

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.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise dos dados da Cooperativa ALFA permite concluir que, apesar da apresentação de uma situação financeira sólida, houve destruição de valor econômico. Nesse sentido, a criação de valor econômico na Cooperativa ALFA é função da geração de fluxos de caixa operacionais capazes de suplantarem seu custo de capital e autofinanciar a empresa.

A análise das decisões de investimento e financiamento do capital de giro indicou que a cooperativa apresentou uma demanda de recursos para o financiamento de suas atividades operacionais, o que foi evidenciado pela variável IOG positiva. Isso significa que a empresa operou com ciclos financeiros positivos, revelando que os

créditos espontâneos oriundos do passivo circulante cíclico financiaram apenas parcialmente seus ciclos operacionais. Os resultados indicaram que a Cooperativa ALFA 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.

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 a cooperativa demandou 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. Desse modo, a orientação para a geração de lucros operacionais não se opõe ao espírito cooperativista, mas, sim, contribui diretamente para o cumprimento do ideário do cooperativismo.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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.

ASSAF NETO, A. **A contabilidade e a gestão baseada no valor. texto para discussão**. Ribeirão Preto: FEA/USP, 1999. 15p. (Texto para Discussão. Série Contabilidade).

ASSAF NETO, A. **A dinâmica das decisões financeiras**. Caderno de Estudos, São Paulo, v. 9, n. 16, p. 9-25. jul./dez. 1997.

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.

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

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. 183 p. Tradução de: EVA – The real key to creating wealth.

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

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. 181 p.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 1994. 207 p.

GODOY, A. S. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 20-29, maio/jun. 1995.

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.

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.

PANZUTTI, R. **Estratégias de financiamento das cooperativas agrícolas no estado de São Paulo:** caso da Cooperativa dos Agricultores da Região de Orlândia. São Paulo: ICA, 1997. 236 p.

PEREIRA FILHO, A. D. **Estratégias de financiamento das empresas alimentícias e eletroeletrônicas em tempos de real.** 1997. 121 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

POLONIO, W. A. **Manual das sociedades cooperativas.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 191 p.

SILVA, J. P. da. **Análise financeira das empresas.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 485 p.

STEWART, G. B. **The quest for value.** New York: Harper - Collins, 1999. 781 p.

YIN, R. K. **Case study research:** design and methods. 2. ed. Londres: Sage, 1994. 171 p.

