

Avaliação de desempenho econômico-financeiro: um estudo comparativo entre cooperativas agropecuárias e empresas de capital aberto no Brasil

*Régio Marcio Toesca Gimenes¹, Pery Francisco Assis Shikida²,
Cássia Kely Favoretto Costa³, Odair Alberton⁴, Isabel Cristina
Gozer⁵ y José Luiz Borsatto Júnior⁶*

Resumo

A finalidade deste estudo é verificar se existe diferença entre o desempenho econômico-financeiro de sociedades anônimas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo que operam na cadeia do agronegócio e sociedades cooperativas do ramo agropecuário. As entidades foram

1. Pós-Doutor em Administração. Professor Titular da Universidade Paranaense (UNIPAR). E-mail: toesca@unipar.br.

2. Pós-Doutor em Economia. Professor Associado nos Programas de Mestrado e Doutorado em Desenvolvimento Regional e Agronegócio da Universidade Estadual do Oeste do Paraná (UNIOESTE). E-mail: peryshikida@hotmail.com.

3. Doutora em Economia Aplicada pela UFRGS. Professora permanente Programa de Mestrado em Promoção da Saúde do UniCesumar. E-mail: cfvavoretto@hotmail.com.

4. Doutor em Agronomia pela UEL. Professor Titular da Universidade Paranaense (UNIPAR). Professor Permanente do Programa de Pós-Graduação (Mestrado e Doutorado) em Biotecnologia Aplicada à Agricultura da Universidade Paranaense (UNIPAR). E-mail: odair@unipar.br.

5. Professora Titular da Universidade Paranaense (UNIPAR). E-mail: isa@unipar.br.

6. MBA em Controladoria, Gestão Empresarial e Financeira. Membro do GEPAG – Grupo de Estudos e Pesquisas do Sistema Agroindustrial da Universidade Paranaense (UNIPAR). E-mail: junior.borsatto@yahoo.com.br.

selecionadas pelo critério de homogeneidade, utilizando-se para tanto, as variáveis de risco (beta), crescimento (taxa de crescimento dos lucros (sobras) líquidos) e geração de fluxo de caixa (EBITDA). A partir dos resultados do Teste t-Student para amostras independentes, tornou-se possível identificar quais índices apresentaram diferenças em seus valores médios ao nível de 5% de significância. Os resultados apontaram diferenças nos seguintes índices: composição do endividamento, índice de cobertura de juros, imobilização do patrimônio líquido, imobilização dos ativos não correntes, aplicações no circulante, aplicações no permanente, giro do ativo, margem operacional, prazo médio de estocagem, ciclo operacional e financeiro. O desempenho das sociedades cooperativas foi superior ao das sociedades anônimas de capital aberto em oito índices, quais sejam, índice de cobertura de juros, imobilização do patrimônio líquido, imobilização de recursos não correntes, aplicações no permanente, giro do ativo, prazo médio de estocagem, ciclo operacional e financeiro.

Palavras-chave: cooperativas agropecuárias, índices financeiros, estrutura de capital, liquidez, rentabilidade.

Introdução

O atual ambiente de negócios, por meio da intensificação da concorrência entre países e blocos econômicos, torna a sobrevivência cada vez mais difícil para entidades menos eficientes e gestores despreparados. Para resistir e crescer, as entidades – cooperativas ou não – necessitam garantir um bom desempenho econômico e uma gestão competente.

Diante das vicissitudes econômicas e sociais vividas nos últimos anos, o cooperativismo tem emergido como uma forma de governança alternativa, cujo escopo é propiciar vantagens competitivas aos cooperados no contexto de uma dinâmica globalizante dos mercados. Com efeito, o cooperativismo tem demonstrado sua importância particular na economia brasileira, em especial no setor agropecuário, onde a renda de produtores rurais tem melhorado e desempenhado importante papel na agregação de valor à produção primária. Contudo, este ambiente de alta competitividade, em que grandes corporações operam com eficiência e com agressividade na gestão, tem levado as cooperativas a um conflito doutrinário: manter o princípio cooperativista ou gerir as atividades com maior agressividade para garantir a sustentabilidade econômico-financeira da cooperativa.

Nesse contexto, a utilização de índices econômico-financeiros é imprescindível para o sucesso da gestão, permitindo determinar os sinais vitais da organização num sentido amplo de eficiência e eficácia. Cumpre dizer, segundo Marschall *et al.* (2004), que, para a determinação das estruturas de governança mais eficientes, é preciso observar os menores custos transacionáveis, o que, por sua vez, demanda estudos que procurem perscrutar a mensuração desses desempenhos econômico-financeiros.

A partir daí, surge o seguinte problema de pesquisa: em função das diferentes naturezas de ordem jurídica e de arquitetura organizacional entre empresas de capital e cooperativas, seus respectivos desempenhos econômico-financeiros são significativamente diferentes?

O objetivo deste estudo procura responder a essa questão, verificando se há diferenças significativas nos índices econômico-financeiros (estrutura de capital e dos ativos, liquidez, rentabilidade e atividade) entre cooperativas agropecuárias e empresas de capital aberto que operam na cadeia do agronegócio.

1. Princípios doutrinários do cooperativismo

Define-se cooperativa como uma associação autônoma e voluntária de pessoas que procuram atender às suas aspirações econômicas, sociais e culturais por meio da utilização de uma propriedade coletiva cujo controle é democrático. Delimitam os contornos desta sociedade os valores de autoajuda, autorresponsabilidade, democracia, igualdade, equidade e solidariedade. Ainda, os associados devem ter como diretriz em suas ações os princípios éticos de honestidade, solidariedade e responsabilidade social (MACPHERSON, 2003).

Segundo o novo Código Civil (BRASIL, 2002), uma cooperativa é uma sociedade simples e não empresária, na qual as pessoas se obrigam a contribuir com bens e serviços para o exercício de uma atividade econômica sem objetivarem lucro. No entanto, as cooperativas não são empreendimentos caritativos, pois precisam competir com sociedades de capital para assegurar a renda aos seus associados e promover o partilhamento equilibrado do resultado obtido (DOMINGUES, 2002).

O fato de o modelo de gestão de uma cooperativa combinar características de uma associação e de uma sociedade de capital acarreta muitas dificul-

dades para seus gestores. O ideal é o equilíbrio entre os aspectos sociais e administrativos, para se evitar problemas financeiros e o distanciamento dos associados e dos princípios doutrinários, respectivamente. Para que ambos os enfoques sejam atingidos, demanda-se um controle efetivo dos resultados sociais e econômicos (MEURER, 2006; ANNIBELLI, 2008).

Durante muito tempo as leis se preocuparam em definir a cooperativa em função de seu caráter associativo, porém não levaram em conta suficientemente sua condição de empresa econômica. Com isso, tais instituições acabaram abrindo mão da eficiência do negócio, situação não sustentável no longo prazo. Esse é um dos fatos que devem subsidiar as reflexões acerca da legislação cooperativista no futuro (CRACOGNA, 1997).

Atualmente, a discussão sobre a razão de existir das cooperativas induz a um esforço para revitalizar a todo custo suas melhores práticas.

2. Arquitetura organizacional de cooperativas e sociedades de capital

As cooperativas baseiam-se em princípios doutrinários de igualdade, solidariedade e liberdade, o que justifica uma arquitetura organizacional distinta da das empresas de capital, que visam lucros. A propriedade privada dá lugar à copropriedade comum, a fim oferecer condições para que seus associados possam estabelecer-se com maiores vantagens diante de um mercado oligopolizado (ZYLBERSZTAJN, 1999).

Os problemas de gestão das cooperativas derivam da dificuldade de se definirem os direitos de propriedade sobre os resíduos gerados por suas atividades operacionais. Autores como Zylbersztajn (2002), Maraschin e Waquil (2005), Chaddad e Cook (2004), Bialoskorski Neto e Chaddad (2005) e Carvalho e Bialoskorski Neto (2008) apontam quatro problemas básicos na gestão de cooperativas: a) Problema do Horizonte: dificuldades de transferir os direitos do capital e da falta de liquidez para a transferência das quotas-partes dos associados; b) Problema do carona: o associado usa a estrutura da cooperativa quando lhe é vantajosa, mas não se fideliza à ela na plenamente; c) Problema do portfólio: os associados são avessos ao risco, razão pela qual não investem em projetos de investimento em virtude do problema do horizonte; d) Problema do controle: surge do conflito de interesses entre associados, gestores e dirigentes.

O associado de uma cooperativa busca a redução dos riscos de mercado para, assim, proteger seus investimentos, enquanto o investidor de uma empresa sempre procura maximizar sua riqueza dentro de seu perfil de risco-retorno. Em empreendimentos de capital aberto as decisões de investimento orientam-se pelo maior valor presente líquido das opções a serem feitas pelo investidor com direitos claros e não difusos, diferentemente das cooperativas. Ademais, os resíduos são prioritariamente reinvestidos e o restante é distribuído aos associados por critérios aprovados em assembleia geral. Dessa forma, o objetivo de maximização da riqueza é maior, pois o associado também é orientado por outros valores, tais como ajuda mútua, democracia, igualdade, honestidade, transparência, solidariedade e responsabilidade social (MEURER, 2006; DOMINGUES, 2002).

As únicas formas de as cooperativas acessarem os recursos para sua manutenção ou expansão são pela subscrição de quotas-partes pelos associados ou mediante captação junto às instituições financeiras. Além disso, a limitação imposta pela legislação e pelos princípios doutrinários aos direitos sobre os resíduos dificulta a busca por sua eficiência econômica. A restrição de poder a um único voto (nas empresas os direitos de propriedade são proporcionais ao capital investido) e a falta de monitoramento das decisões e práticas de gestão por um agente externo inibem a subscrição pelos associados, induzindo a reflexões sobre a estrutura de governança. Há também dificuldades na separação completa entre os direitos de propriedade e seu controle. É natural esperar-se desta situação enormes problemas de agência entre todos os envolvidos com a cooperativa (MEURER, 2006).

Ao se tratar da estrutura de capital de cooperativas também se deve abordar a questão do autofinanciamento. As empresas podem tanto distribuir dividendos como reter o lucro, o que sempre representa ganho aos acionistas. Nas sociedades cooperativas, a retenção das sobras não significa necessariamente um ganho de capital para o associado – é como uma dedução de sua riqueza, podendo ser comparada a um imposto sobre o trabalho do produtor para o financiamento de seu próprio desenvolvimento (ROCHA, 1999).

As cooperativas não possuem uma existência autônoma e independente de seus membros, como ocorre nas sociedades de capital, pois são constituídas como organizações econômicas intermediárias, postas a serviço dos associados. As relações econômicas entre os associados e sua cooperativa são então definidas como ato cooperativo (definição legal) e não como

ato comercial, próprio das firmas de capital. A responsabilidade pelos atos praticados pela cooperativa é dos próprios associados. A cooperativa age em nome deles (MICHELS, 2000).

A legislação pode contribuir ou dificultar o desenvolvimento do cooperativismo. Entretanto, quando o cooperativismo se desenvolve de forma saudável, isso se deve muito mais aos próprios associados do que às legislações que regem estas entidades. Na Europa, a primeira mudança de caráter precursor ocorreu há quase 25 anos, com uma reforma na lei alemã que conferiu caráter mais empresarial às cooperativas, buscando maior profissionalização e responsabilidade dos dirigentes e incentivando o processo de capitalização pela mudança na relação estabelecida de um cooperado para cada voto. Essa reforma influenciou a legislação cooperativista de toda a Europa e introduziu importantes inovações para o setor (CRA-COGNA, 1997).

3. Avaliação de desempenho pela utilização de índices

Definidos o negócio, a missão, a visão, a estratégia e os recursos para implantá-los, faz-se necessário identificar se a organização está no caminho previsto; para tanto, é necessário estabelecer um conjunto de indicadores, que serão comparados com os objetivos previamente estabelecidos. Contudo, os indicadores de desempenho das organizações devem estar voltados não só para o passado, mas principalmente para o futuro, a fim de permitir a realização de análises prospectivas. Nestas, o posicionamento estratégico, a partir da análise interna (pontos fortes e fracos) e externa (ameaças e oportunidades), com foco nos fatores geradores de valor, permite enfrentar os diversos cenários com maior probabilidade de sucesso.

Os indicadores financeiros determinam uma linguagem comum no mundo corporativo, facilitando a tradução dos diferentes conceitos e ideias. Assim, cabe alertar de que eles podem induzir o analista a cometer equívocos, sobretudo se analisados fora do contexto e perspectivas da organização, e de que é recomendável o uso de um número adequado de indicadores, a fim de aumentar o poder explicativo da análise (NEVES, 2003).

De forma geral, os indicadores de desempenho são agrupados em índices de liquidez; índices de endividamento; índices de rentabilidade e índices de atividade. Essa classificação em grupos é corroborada por Marion (2003), quando o autor afirma que só é possível conhecer a situação econômico-

financeira de uma empresa por meio de três aspectos fundamentais: a liquidez, o endividamento e a rentabilidade.

No caso das cooperativas, alguns estudos afirmam ser necessária a inclusão de indicadores sociais, de caráter mais qualitativo, haja a missão das cooperativas, que extrapola o objetivo de lucratividade. No entanto, há estudiosos que afirmam que os índices econômicos são suficientes para analisar os aspectos sociais, uma vez que o cumprimento dos objetivos sociais deriva do desempenho econômico (MENEGÁRIO, 2000; BIALOSKORSKI NETO; NAGANO; MORAES, 2006; CARVALHO; BIALOSKORSKI NETO, 2008).

4. Procedimentos metodológicos

Este artigo objetiva identificar se há diferença significativa entre os indicadores econômico-financeiros de cooperativas agropecuárias e os de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), cujas atividades permitiram agrupá-las na cadeia do agronegócio. Existe uma discussão a respeito de como identificar empresas comparáveis. Técnicas estatísticas são citadas como critério para essa identificação, a maioria dos estudos adota a classificação por setor econômico, prática não confiável (LIU; NISSIM; THOMAS, 2002).

Neste estudo, o critério para a seleção de empresas comparáveis foi o risco, a taxa de crescimento dos lucros e o fluxo de caixa. Os dados relacionados às *proxies* para risco (beta), crescimento (taxa de crescimento nos lucros líquidos) e fluxo de caixa (EBTIDA) foram coletados do *software* Economática e das Demonstrações Financeiras publicadas pelas entidades para os exercícios de 2009 a 2011.

O beta das empresas de capital não disponível no *software* Economática foi obtido pela fórmula:

$$\beta = \frac{C_{ov} (R_A; R_M)}{Var_{RM}}$$

Sendo:

Cov = Covariância

R_A = Retorno do Ativo

R_M = Retorno do Mercado

Var_{RM} = Variância do Retorno do Mercado

No caso das cooperativas agropecuárias, o beta foi obtido pela aplicação do proposto por Damodaran (2006), cujas fórmulas são dadas a seguir:

Fórmula I :

$$\beta_{NA} = \frac{\beta_A}{[1 + (1-t)I_A]}$$

Sendo:

β_{NA} = Beta não-alavancado

β_A = Beta alavancado

t = Alíquota Tributária Corporativa

I_A = Índice de alavancagem (Passivo , Patrimônio Líquido)

Fórmula II:

$$\beta_A = \{\beta_{NA} \times [1 + (1 - t)I_A]\}$$

O critério para a seleção das amostras foi a homogeneidade das entidades. Para tanto, foram observados os valores médios para as variáveis, descartando-se as entidades cujo índice médio extrapolava os limites inferior e superior em um desvio-padrão. Os cálculos dos índices e seu tratamento estatístico permitiram selecionar duas amostras, uma composta de 62 cooperativas agropecuárias e outra composta de 56 empresas listadas na BOVESPA, ambas com entidades que operam na cadeia do agronegócio. Com o intuito de tornar possível uma análise comparativa entre os índices, realizaram-se os seguintes procedimentos: a) calcularam-se os indicadores das entidades selecionadas; b) determinou-se a média dos resultados apurados para cada um dos indicadores; c) selecionaram-se as amostras que representavam as entidades; d) testaram-se estatisticamente as diferenças encontradas para as médias dos indicadores obtidos para as duas amostras de organizações; e) descreveram-se e foram discutidos os resultados apurados.

O tratamento estatístico das informações foi realizado por meio do pacote computadorizado SPSS versão 11.0, recorrendo-se inicialmente aos procedimentos de estatística descritiva. Na sequência, para a identificação das diferenças específicas entre os índices econômico-financeiros das duas populações, utilizou-se o teste T para amostras independentes (equação abaixo):

$$t = \frac{(X_2 - X_1)}{\sqrt{S^2 (1/n_1) + (1/n_2)}}$$

A partir dos resultados do teste T foi possível identificar quais índices apresentaram diferenças em seus valores médios ao nível de 5% de significância.

5. Resultados e discussão

Os índices de estrutura de capital (Quadro 1) identificam como as fontes de financiamento das entidades são formadas. O endividamento em longo prazo é positivo, pois a empresa pode planejar o uso do recurso por maior tempo, os juros costumam ser menores que os de curto prazo e obrigações com prazos maiores reduzem significativamente a inadimplência no curto prazo.

Verifica-se, no Quadro 1, que as empresas financiaram-se, em média, com 53,80% de recursos de terceiros, enquanto as cooperativas o fizeram em maior proporção, 78,70%. Muito embora exista, em valores absolutos, diferença entre os índices, estatisticamente não é significativa.

Por outro lado, identificou-se a existência de diferença estatisticamente significativa no perfil da dívida de curto prazo (composição do endividamento) das empresas e cooperativas. Em média, 73,26% das obrigações contraídas pelas cooperativas vencem no curto prazo, o que significa maiores níveis de risco oriundos da maior probabilidade de inadimplência dessas dívidas. No caso das empresas, a média do mesmo índice foi de 49,97%.

Sobre os motivos que induzem as cooperativas a financiar seu processo de crescimento com recursos de terceiros, o próprio princípio cooperativista inibe a retenção das sobras e a autocalcapitalização – é preferível apropriar-se privadamente destes recursos ao invés de contribuir para a capitalização

Quadro 1 – Índices de estrutura de capital					
Variáveis (%)			2009	2010	2011
Endividamento Geral	Capital de Terceiros X 100 / Ativo Total	Coop.	83,9 a (*)	68,4 a	83,8 a
		Emp.	49,5 a	55,4a	56,5 a
Composição do Endividamento	Passivo Circulante X 100 / Capitais de Terceiros	Coo.	76,8 b	74,1 b	68,9 b
		Emp.	52,3 a	47,4 a	50,2 a
Índice Cobertura de Juros (\$)	Lucro Operacional X 100 / Juros Empréstimos de Longo Prazo	Coop.	241,1 b	238,6 b	288,4 b
		Emp.	121,2 a	103,4 a	134,8 a
Imobilização do Patrimônio Líquido	Ativo Permanente X 100 / Patrimônio Líquido	Coop.	78,2a	58,2 a	88,4 a
		Emp.	193,1 b	232,2 b	167,8 b
Imobilização dos Recursos- Não Correntes	Ativo Permanente x 100 / Patrimônio Líquido + Exigível a Longo Prazo	Coop.	53,6 a	45,6 a	51,6 a
		Emp.	99,5 b	106,7 b	167,8 b
Imobilização dos Recursos- Não Correntes	Ativo Permanente x 100 / Patrimônio Líquido + Exigível a Longo Prazo	Coop.	53,6 a	45,6a	51,6a
		Emp.	99,5 b	106,7b	167,8b

Fonte: Resultados da pesquisa.

Nota: (*) Letras diferentes (a) e (b) sinalizam que existem diferenças estatisticamente significativas entre os índices médios apurados para as organizações.

da empresa, que não é refletida no valor de suas quotas-partes (ALVES, 2003). Não se deve esquecer que as cooperativas agropecuárias acabam atuando como bancos, fornecendo recursos para os produtores que não conseguem captá-los no mercado financeiro. Como não possuem recursos

próprios para realizar esses empréstimos, captam-nos junto às instituições financeiras e, portanto, assumem o risco do crédito para financiar o associado.

Acerca do índice de cobertura de juros, as cooperativas apresentaram-se mais favoráveis. O resultado operacional médio gerado para cobrir cada \$ 1,00 de encargos financeiros foi de \$ 2,56, enquanto nas empresas foi de apenas \$ 1,20. Como não há diferenças significativas entre as taxas de endividamento geral e de geração de resultado operacional (Quadros 1 e 4) de empresas e cooperativas, tal superioridade é explicada em razão da estrutura de capital das cooperativas ser, em sua maioria, composta em maior proporção de recursos provenientes do sistema de crédito rural, cujo custo é inferior às demais operações existentes no mercado.

Considerando a aplicação de recursos próprios em imobilizações (imobilização do patrimônio líquido), observa-se uma diferença estatisticamente significativa entre cooperativas e empresas. As empresas, em média, alocaram 197,70% de seus recursos próprios em ativos imobilizados, ou seja, captaram recursos de terceiros para o financiamento destes ativos. Por outro lado, as cooperativas têm uma imobilização mais adequada – entre 78,20% e 88,40% –, que lhes permite destinar parte de seus recursos próprios ao financiamento das necessidades líquidas de capital de giro, o que constitui uma prática saudável, pois corre-se menor risco diante das oscilações dos fluxos de caixa da entidade, especialmente em ambientes turbulentos, típicos dos dias atuais.

Ao se avaliar o uso dos recursos próprios somados aos financiamentos de longo prazo, é possível identificar com maior precisão a sincronia entre a origem e as aplicações dos recursos da entidade. As empresas, nos exercícios de 2010 e 2011, realizaram uma imobilização superior à soma dos recursos provenientes do passivo exigível a longo prazo e do patrimônio líquido. Em 2011, por exemplo, o índice de imobilização dos recursos não correntes (grupos Exigível a Longo Prazo e Patrimônio Líquido) atingiu 167,80%, ou seja, houve necessidade de captar recursos de curto prazo para financiar os ativos de longo prazo (exatamente os 67,80% de recursos que excederam as fontes de longo prazo). Essa prática é desaconselhável, pois essa potencializa a geração de uma crise de liquidez, que, se não for revertida, pode levar a empresa a uma situação de insolvência. Situação bem diferente é a das cooperativas, que mantiveram esse índice entre 45,60% e 53,60%, o que significa que destinaram, em média, 49,60% de recursos próprios para financiar suas atividades.

A análise da estrutura de ativos é importante para perceber como as empresas gerenciam a aplicação de seus recursos. Observa-se que enquanto as cooperativas aplicam em média 56,40% dos seus recursos em ativos circulantes, as empresas o fazem com 36,87%. Assim, é possível afirmar que as cooperativas possuem mais recursos aplicados em capital de giro do que as empresas (Quadro 2).

Quadro 2 – Índices de estrutura dos ativos – aplicação de recursos

Variáveis (%)			2009	2010	2011
Aplicações no Circulante	Ativo Circulante x 100	Cooperativas	64,70 b	45,50 a	59,00 b
	Ativo Total	Empresas	36,40 a	35,10 a	39,10 a
Aplicações no Permanente	Ativo Permanente x 100	Cooperativas	25,50 a	26,10 a	28,70 a
	Ativo Total	Empresas	55,10 b	56,10 b	52,00 b

Fonte: Resultados da pesquisa.

No caso dos investimentos em ativos permanentes, as médias foram de 26,77% e 54,4% para as cooperativas e as empresas, respectivamente, de acordo com o Quadro 2. A menor imobilização em ativos permanentes possibilita maior folga financeira. No entanto, o ativo circulante é menos rentável, pois tal investimento não gera de lucro operacional diretamente. Assim, é rentável para a empresa ter um nível mínimo de capital de giro para buscar maiores níveis de rentabilidade, o que obviamente traz maior risco para o negócio.

Os índices de capacidade de pagamento são indicadores tradicionais que medem a segurança da liquidez e a capacidade da empresa de honrar com suas obrigações. O índice de liquidez corrente compara os direitos e obrigações da empresa no curto prazo e mostra se a empresa tem mais obrigações do que direitos no curto prazo, ou vice versa. Já o índice de liquidez seca é mais rigoroso, pois desconta dos direitos o valor relativo a estoques, por considerar que tais ativos não se convertem em dinheiro com tanta facilidade, uma dificuldade para a empresa honrar suas obrigações de curto prazo. O índice de liquidez geral demonstra a situação financeira da empresa tanto no curto como no longo prazo.

Os índices de liquidez estão demonstrados no Quadro 3. Não foram observadas diferenças estatisticamente significativas neste grupo de índices. O índice de solvência das cooperativas evoluiu positivamente no decorrer do período analisado, atingindo o patamar de 1,61, ou seja, para cada \$ 1,00 de dívidas apresenta-se \$ 1,61 de disponibilidades. Em decorrência do menor nível de endividamento, o índice de solvência das empresas, em valores absolutos, apresentou-se superior ao das cooperativas.

Quadro 3 Índices de liquidez

Variáveis (\$)			2009	2010	2011
Solvência	Ativo Total	Cooperativas	1,59 a	1,61 a	1,61 a
	Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo	Empresas	3,91 a	4,24 a	4,13 a
Liquidez Geral	Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo	Cooperativas	2,39 a	2,19 a	2,24 a
	Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo	Empresas	1,44 a	1,42 a	1,63 a
Liquidez Corrente	Ativo Circulante	Cooperativas	1,41 a	1,42 a	1,45 a
	Passivo Circulante	Empresas	3,47 a	2,02 a	3,18 a
Liquidez Seca	Ativo Circulante - Estoques	Cooperativas	0,94 a	0,93 a	0,98 a
	Passivo Circulante	Empresas	3,09 a	1,60 a	2,69 a

Fonte: Resultados da pesquisa.

Essa situação se inverte ao se analisar a capacidade de pagamento de longo prazo das empresas e cooperativas pelo índice de liquidez geral. Este índice não considera em sua métrica os ativos permanentes, investimento no qual as empresas concentram 50% de suas aplicações. A partir dessa constatação, justifica-se a capacidade de pagamento das cooperativas ter se posicionado em \$ 2,27 de disponibilidades para cada \$ 1,00 de obrigações, enquanto para as empresas esses valores foram de \$ 1,49 para cada \$ 1,00, ou seja, o grau de solvência das empresas deriva da maior proporção de recursos investidos em ativos permanentes.

No que diz respeito à liquidez de curto prazo, as empresas apresentaram resultados superiores aos das cooperativas. A liquidez corrente das cooperativas praticamente não evoluiu (média de \$ 1,42). No caso das empresas, a redução do uso de recursos de terceiros demonstrou, nesta métrica, uma maior capacidade de pagamento das obrigações, situando seu índice médio em 2,89.

O índice de liquidez seca indica que as cooperativas são dependentes da venda de seus estoques para realizar suas obrigações de curto prazo, pois tal indicador apresentou-se inferior a 1 em todos os períodos. Essa dependência reduziu-se sensivelmente em 2011, quando a liquidez atingiu 0,98. Por outro lado, as empresas se mostraram pouco dependentes da venda de produtos e mercadorias em estoque: se os demais itens do ativo circulante fossem convertidos em dinheiro, as empresas apurariam 3 vezes o valor necessário para quitar suas obrigações. Mas é importante destacar que tal folga financeira reduziu-se ao longo do período analisado.

A análise da rentabilidade é imprescindível para verificar se a entidade está criando ou destruindo valor econômico para os sócios.

De acordo com os resultados demonstrados no Quadro 4, as cooperativas apresentaram um giro médio de 1,78 vez contra 0,82 vez das empresas, ou seja, identifica-se uma maior produtividade financeira nas cooperativas. Destaca-se a redução deste índice ao longo dos exercícios: as cooperativas acumularam uma queda de 6,23% no exercício de 2011, enquanto as empresas no mesmo exercício acumularam 16,61%.

Quadro 4 Índices de rentabilidade

Variáveis (%)			2009	2010	2011
Giro do Ativo (\$)	Vendas Líquidas	Cooperativas	1,878 b	1,720 b	1,761 b
	Ativo Total	Empresas	0,915 a	0,791 a	0,763 a
Margem Operacional	Lucro Operacional x 100	Cooperativas	5,00 a	6,24 a	6,28 a
	Vendas Líquidas	Empresas	5,95 a	20,20 a	6,94 a
Retorno sobre Ativos	Lucro Líquido x 100	Cooperativas	6,33 a	7,16 a	6,25 a
	Ativo Total	Empresas	8,98 a	6,48 a	7,77 a

Fonte: Resultados da pesquisa.

O resultado proporcionado pela atividade principal das entidades (margem operacional) não foi estatisticamente diferente para os dois tipos de sociedade. As empresas apresentaram maior grau de eficácia na obtenção de resultados operacionais do que as cooperativas.

Verifica-se que não há diferença estatisticamente significativa na taxa de retorno dos ativos entre as empresas e as cooperativas. Dessa forma, infere-se que as cooperativas se igualam às empresas na taxa de retorno sobre os ativos compensando margens operacionais menores com maior velocidade na renovação de seus ativos, ou seja, com maior produtividade e eficiência na utilização dos recursos.

A análise do ciclo de atividades (índices de rotação, Quadro 5) demonstra quão dinâmica é a entidade no gerenciamento do giro de seus estoques, dos prazos médios de recebimentos e dos prazos de pagamentos. A união dessas variáveis indicará qual o tempo (em dias) dos ciclos operacional e financeiro da entidade.

Quadro 5 Índices de Rotação

Variáveis (dias)			2009	2010	2011
Prazo Médio de Estocagem (PMRE)	Estoques x 360	Cooperativas	46 a	41 a	39 a
	Custo dos Produtos Vendidos	Empresas	108 b	88 b	83 b
Prazo Médio de Recebimento (PMRV)	Duplicatas a Receber x 360	Cooperativas	41 a	36 a	36 a
	Vendas Líquidas	Empresas	35 a	29 a	31 a
Prazo Médio de Pagamento (PMPC)	Fornecedores x 360	Cooperativas	24 a	24 a	23 a
	Compras	Empresas	43 a	25 a	23 a
Ciclo Operacional	PMRE + PMRV	Cooperativas	85 a	75 a	74 a
		Empresas	136 b	106 b	109 b
Ciclo Financeiro	PMRE + PMRV - PMPC	Cooperativas	62 a	53 a	52 a
		Empresas	114 b	90 b	89 b

Fonte: Resultados da pesquisa.

As cooperativas, em todos os exercícios analisados, demonstraram levar menos tempo para renovar seus estoques. No exercício de 2009, os estoques se renovavam a cada 46 dias, enquanto os das empresas eram renovados a cada 108 dias, duas vezes e meia mais devagar que as cooperativas. No decorrer dos exercícios, as empresas e cooperativas conseguiram acelerar o processo de renovação dos estoques em 23,15% e 15,22%, respectivamente. Ainda assim, as cooperativas apresentaram o dobro de vantagem em relação às empresas.

Mesmo não se verificando diferenças significativas entre os índices, cabe informar que as empresas recebem suas vendas a prazo, em média, 20% (até 7 dias) mais rapidamente do que relação às cooperativas.

As empresas apresentaram vantagem em relação às cooperativas no que diz respeito ao prazo médio de pagamento dos fornecedores. No exercício de 2009 conseguiram um prazo médio de pagamento de 43 dias, contra 24 dias das cooperativas. Em 2010, as empresas igualaram o prazo das cooperativas, ou seja, 23 dias.

O ciclo operacional indica o prazo que a empresa precisa para realizar suas atividades operacionais. Aqui as cooperativas foram superiores às empresas. No ano de 2009 o ciclo operacional das empresas foi cerca de 62,00% superior ao das cooperativas – diferença ocasionada pelo maior prazo de estocagem. No exercício de 2011 as empresas conseguiram reduzir este ciclo em 27 dias, enquanto as cooperativas o fizeram em 11 dias, reduzindo a diferença apurada entre os índices.

O ciclo financeiro de uma organização identifica o prazo em que os recursos de terceiros deverão financiar as necessidades líquidas de capital de giro. As diferenças nos ciclos financeiros entre empresas e cooperativas foram significativas e refletem a sincronia entre os prazos de estocagem, recebimentos e pagamentos das entidades.

6. Considerações finais

Este estudo permitiu comparar índices econômico-financeiros de cooperativas agropecuárias e empresas listadas na BOVESPA, cujas atividades permitiram agrupá-las no setor do agronegócio.

Em relação ao grau de endividamento geral, cooperativas e empresas foram similares. No entanto, as cooperativas se diferenciam por terem

uma maior concentração de suas dívidas junto a instituições financeiras no curto prazo, o que implica assumir maiores níveis de risco financeiro. Entretanto, seu índice de cobertura de juros é superior ao apurado para as empresas, pois utilizam recursos originários do Sistema Nacional de Crédito Rural, sinônimo de menores taxas de juros, pela mesma capacidade de geração de resultado operacional.

Acerca da à imobilização dos recursos não correntes, há diferença significativa entre os resultados encontrados para cooperativas e empresas. As cooperativas o fazem com menor risco, pois o uso recursos próprios predomina, diferentemente das empresas, cuja totalidade dos recursos próprios é imobilizada, restando-lhes apenas os recursos de dívidas como alternativa para sustentar suas atividades operacionais.

Cooperativas e empresas exibiram a mesma capacidade de pagamento e solvência, ou seja, nenhuma delas evidenciou sinais de que poderia enfrentar alguma crise de liquidez, tanto a curto como a longo prazo.

As cooperativas demonstraram maior produtividade financeira, pois o giro foi superior ao das empresas. Entretanto, houve uma queda no ritmo ao longo dos anos para ambas as entidades (maior para as empresas), por força da menor taxa de crescimento das vendas em relação à taxa de crescimento dos ativos.

Empresas operam com margens operacionais superiores às obtidas pelas cooperativas, mas se igualam a elas quando a métrica utilizada é o retorno sobre os ativos, o que sugere que as cooperativas compensam resultados menores com a renovação mais ágil seus ativos.

Acerca dos índices de atividade, as cooperativas, no intervalo analisado, são mais eficientes ao renovar seus estoques (250% mais rápido que as empresas). Esse desempenho faz com que as cooperativas tenham um ciclo operacional e financeiro menor do que as empresas, haja vista operarem com prazos médios de recebimentos e pagamentos estatisticamente semelhantes.

As organizações do sistema cooperativo enfrentam dificuldades na captação de recursos dos sócios e na remuneração do capital dos mesmos, oriundas das limitações legais – razão pela qual se deve buscar flexibilizar a Lei sobre o cooperativismo. Outro ponto que merece atenção é a impos-

sibilidade de um associado investir mais capital para interferir nas decisões de gestão.

É preocupante a proporção de dívidas de curto prazo no endividamento das cooperativas. Isso gera insegurança na gestão financeira e traz grande risco de inadimplência no curto prazo.

Para competir com grandes corporações nacionais e multinacionais, as cooperativas singulares devem agrupar-se em centrais, para, em conjunto, obter maiores ganhos de escala, facilidade de comercialização e posicionamento de mercado. Dessa forma, permitem compartilhamento de experiências de gestão, trabalho mercadológico conjunto, formação de marcas fortes, garantindo sua participação no mercado com margens atrativas e boa rentabilidade.

Caberá aos legisladores o aprimoramento da lei. Aos administradores públicos, os incentivos e estímulos para o fortalecimento e coordenação das atividades cooperativistas. Aos dirigentes de cooperativas, a busca incessante por melhoria na gestão e planejamento estratégicos que considerem a necessidade de agregação de atividades com outras cooperativas singulares em centrais, a fim de aumentar a eficiência e a rentabilidade por meio de parcerias estratégicas. Os associados, por sua vez, base do cooperativismo, têm o importante papel de participar e apoiar as atividades da cooperativa, além de fiscalizar as atividades e exigir eficiência na gestão, que deve estar focada em resultados.

Aos pesquisadores restam inúmeras questões a serem respondidas, em diversas áreas. À área jurídica, a discussão sobre a melhor legislação sobre o tema, que se faz premente. Aos pesquisadores da área econômico-administrativa fica como sugestão, principalmente, um aprofundamento no estudo das possibilidades de ganhos das cooperativas singulares em se reunir em centrais cooperativas para enfrentar as gigantes multinacionais.

Ao final, percebe-se que, apesar das adversidades e da forte competitividade, as cooperativas têm conseguido se firmar no mercado como empresas rentáveis e economicamente viáveis. É necessário, contudo, o aprimoramento da legislação e da política cooperativista, para que as cooperativas possam se posicionar voltadas ao mercado e, assim, continuar exercendo o importante papel econômico e social que vêm exercendo ao longo de décadas em nosso país.

Referências

ALVES, A. G. *As cooperativas agropecuárias e o BRDE – histórico, situação atual e perspectivas*. Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul. Diretoria de Planejamento. Superintendência de Planejamento, 2003. 92 p.

ANNIBELLI, M. B. A ordem econômica brasileira e o cooperativismo. *Revista Eletrônica do CEJUR*, Curitiba, 2008, 2, v. 1, n. 3, ago./dez. 2008.

BIALOSKORSKI NETO, S.; CHADDAD, F. R. Estrutura de propriedade e finanças em cooperativas agropecuárias: um ensaio comparativo sobre a influência do ambiente institucional no Brasil e nos Estados Unidos. In: CONGRESSO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL, 43., 2005, Ribeirão Preto, SP. **Anais...** Ribeirão Preto: SOBER/USP/FEA, 2005.

NAGANO, M. S.; MORAES, M. B. C. Utilização de redes neurais artificiais para avaliação sócio-econômica: uma aplicação em cooperativas. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 41, n. 1, p. 59-68, 2006.

BRASIL. Código Civil (2002). Código Civil. — Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2002. 342 p. — (Série fontes de referência. Legislação; n. 43).

CARVALHO, FLAVIO LEONEL; BIALOSKORSKI NETO, S. Indicadores de avaliação de desempenho econômico em cooperativas agropecuárias: um estudo em cooperativas paulistas. *Organizações Rurais e Agroindustriais (UFLA)*, v. 10, n. 3, p. 420-437, 2008.

CHADDAD, F.; COOK, M. L. Understanding New Cooperative Models: An Ownership-Control Rights Typology. *Review of Agricultural Economics*, v. 26, n. 3, p. 348-360, 2004.

CRACOGNA, D. Adequação da legislação cooperativista: experiência internacional. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE COOPERATIVISMO, 11., 1997, Brasília. **Anais...** Brasília, 1997. p. 134-145.

DAMODARAN, A. *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. (Working Paper). New York: Stern School of Business, New York University, 2006.

DOMINGUES, J. A. S. *Aspectos jurídicos do cooperativismo*. Porto Alegre: Editora Sagra Luzzatto, 2002. 120p. (Série cooperativismo; v. 1).

LIU, J.; NISSIM, D.; THOMAS, J. Equity Valuation using Multiples. *Journal of Accounting Research*, v. 40, n. 1, p. 135-172, 2002.

MACPHERSON, I. *Princípios Cooperativos para o século XXI*. OCESC. Lagoa, 2003.

MARASCHIN, A. F.; WAQUIL, P. D. Atividade leiteira nas cooperativas tritícolas do RS: um estudo de caso na bacia leiteira de Santa Rosa. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 2005. CD-ROM.

MARSCHALL, C. R.; RISSARDI JÚNIOR, D. J.; LIMA, D. P. de; SHIKIDA, P. F. A. O pensamento diretivo das cooperativas da agroindústria canavieira do Paraná à guisa da Nova Economia Institucional. *Revista de Economia e Agronegócio*, Viçosa (MG), v. 2, n. 4, p. 473-494, out./dez. 2004.

MARION, José Carlos. *Contabilidade Empresarial*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MENEGÁRIO, A. H. *Emprego de Indicadores sócio-econômicos na avaliação financeira de cooperativas agropecuárias*. Piracicaba: ESALQ/USP, 2000.

MEURER, S. *Desempenho da cooperativa versus expectativas e interesses dos associados do SICOOB/SC Creditapiranga*. 2006. 102f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, 2006.

MICHELS, V. *Uma contribuição à análise dos princípios de administração financeira aplicados a sociedades cooperativas de produção agrícola*. São Paulo: FEA/USP, 2000.

NEVES, José Manoel Souza das. Utilização de índices-padrão como auxílio à análise de demonstrativos financeiros de empresas da área de construção civil. In: *Análise* – Revista da Faculdade de Ciências Econômicas, Contábeis e de Administração de Empresas Padre Anchieta, ano IV, No. 7, pp. 53-73, mar. 2003.

ROCHA, E. E. R. *O cooperativismo agrícola em transição*. Campinas: UNICAMP/IE, 1999.

ZYLBERSZTAJN, D. *Empresas cooperativas: reestruturação e sobrevivência*. (Relatório de pesquisa CNPq). São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Fundação Instituto de Administração, 1999.

_____. Quatro estratégias fundamentais para cooperativas agrícolas. In: BRAGA, Marcelo José; REIS, Brício dos Santos (Org.). *Agro-negócio cooperativo – reestruturação e estratégias*. Viçosa: UFV, 2002.