

COMO DECIDEM OS EXECUTIVOS FINANCEIROS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL EM COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS*

RÉGIO MARCIO TOESCA GIMENES¹

MIGUEL ANGEL URIBE OPAZO²

FÁTIMA MARIA PEGORINI GIMENES³

Resumo: O presente artigo procura identificar como os executivos financeiros de cooperativas agropecuárias tomam decisões sobre estrutura de capital. As decisões sobre estrutura de capital foram agrupadas em três tipos de respostas: a) existe um limite de endividamento previamente determinado; b) a orientação é seguir uma ordem de preferência; c) não existe uma meta de endividamento predeterminada nem uma ordem de preferência na captação dos recursos; a cooperativa capta os recursos que se encontram disponíveis no momento e que ofereçam vantagens sob o ponto de vista econômico; d) nenhuma das alternativas anteriores.

Palavras-chave: estrutura de capital, cooperativismo, oportunismo, ordem de captação, relação estática.

Classificação JEL: G31; G32; Q130.

* Recebido em 20/5/2003. Liberado para publicação em 15/09/2003.

¹ Economista, especialista em Análise e Planejamento Empresarial, Mestre em Administração de Empresas pela PUC de São Paulo, doutor em Administração de Empresas pela Universidade de León - Espanha, Diretor da Unipar. End.: Av. Rolândia, 4496, e-mail: toesca@unipar.br, tel.: (044) 9976-0150, Cep: 87.502-170, Umuarama, Paraná. Filiação institucional: Universidade Paranaense (Unipar).

² Doutor em Estatística pela USP, professor do Departamento de Estatística da Unioeste, diretor do NIT-Unioeste. End.: Dom Abelar Brandão Vilella, 321, e-mail: mopazo@unioeste.br, tel.: (045) 220-3220, Cep 85.807-640, Cascavel, Paraná. Universidade Estadual do Oeste do Paraná (Unioeste).

³ Especialista em Metodologia do Ensino Superior, doutora de Administração de Empresas pela Universidade de León - Espanha, professora de Teoria Econômica da Unipar. End.: Av. Rolândia, 4496, e-mail: fmgimenes@uol.com.br, tel.: (044) 622-5837, Cep 87.502-170, Umuarama, Paraná. Filiação institucional: Universidade Paranaense (Unipar).

HOW THE FINANCIAL EXECUTIVES FROM FARMING COOPERATIVES MAKE DECISIONS ABOUT CAPITAL STRUCTURE

Abstract: The present article searches to identify how the financial executives from farming cooperatives make decisions about capital structure. The decisions about capital structure were put together in three types of answers, each one of them representing a different theoretical model, which are: a) there is a debt limit previously determined; b) the orientation is to follow an order preferably; c) there isn't a pre-determined get into debt goal and neither a preference order in the picking up of the resources, the cooperative picks up the resources that are disponible at the moment and that offer advantages through the economical point of view; d) neither one of the previous alternatives.

Key-words: capital structure, cooperativism, opportunism, captitation order, static relation.

JEL classification: G31; G32; Q130.

1. Introdução

Esta pesquisa investigou o comportamento dos administradores financeiros das cooperativas agropecuárias do estado do Paraná com relação às decisões sobre estrutura de capital.

A hipótese básica a ser testada afirma que as cooperativas agropecuárias paranaenses, em sua maioria, captam os recursos que, no momento, apresentam-se mais vantajosos, ou seja, possuem um comportamento definido como oportunista.

2. Metodologia da pesquisa

Como instrumento de pesquisa, utilizou-se um questionário composto por questões fechadas do tipo múltipla escolha ou do tipo classificação hierárquica.

Os questionários foram enviados a cada cooperativa da amostra selecionada, e as dúvidas existentes nas interpretações de determinadas questões foram esclarecidas por contato telefônico.

O universo da pesquisa compõe-se de todas as cooperativas agropecuárias singulares do Paraná, que, segundo o *Guia* editado pela Organização das Cooperativas do Estado do Paraná (Ocepar), totalizam 52 cooperativas.

De acordo com as respostas obtidas pelo questionário, as cooperativas foram classificadas pelo tamanho, e os limites das faixas de faturamento foram sugeridos pelo departamento de autogestão da Ocepar.

Outros indicadores utilizados para delinear as características da amostra foram o número de funcionários e o perfil do corpo dirigente da cooperativa, especificamente o nível de escolaridade do diretor-financeiro.

Essa classificação é importante no desenvolvimento da análise dos dados, quando se pretende averiguar diferenças em práticas gerenciais em função do posicionamento que ocupa cada organização.

3. Classificação das cooperativas

Foram enviados questionários para 52 cooperativas agropecuárias singulares do estado do Paraná e foram recebidas 42 respostas, ou seja, 81% do universo a ser pesquisado.

Esse alto índice de respostas foi resultado de um constante acompanhamento dos questionários por contatos telefônicos, que, além de esclarecer as dúvidas com relação a algumas questões, também se mostraram eficientes instrumentos de cobrança, quando foram rapidamente respondidos e endereçados ao autor da pesquisa.

4. Faturamento anual

Foram consideradas como cooperativas de pequeno porte aquelas que não ultrapassam os R\$ 40 milhões de faturamento anual; cooperativas de médio porte, aquelas que estão na faixa de R\$ 40 milhões a R\$ 200 milhões de faturamento anual e, como cooperativas de grande porte, aquelas cujo faturamento anual supera os R\$ 200 milhões.

Quadro 1 – Distribuição das cooperativas segundo faturamento anual, em reais

| Tamanho da cooperativa | Número de cooperativas | Porcentagem (%) |
|------------------------|------------------------|-----------------|
| Pequeno | 23 | 54,76 |
| Médio | 12 | 28,57 |
| Grande | 07 | 16,67 |
| Total | 42 | 100,00 |

Observa-se, no quadro 1, que, do total de cooperativas pesquisadas, 54,76% têm um faturamento anual considerado pequeno, 28,57% têm um faturamento anual considerado médio e 16,67% têm um faturamento anual considerado grande.

Portanto pode-se concluir que 83,33% das cooperativas agropecuárias singulares, de acordo com as pesquisas, constituem-se de pequenas e médias organizações.

5. Perfil do corpo cirigente da cooperativa

Segundo o quadro 2, das 38 cooperativas que prestaram informações neste item, têm-se que 5,26% delas possuem diretor-financeiro com nível de escolaridade equivalente ao 1º grau completo; 28,95% possuem diretor-financeiro com nível de escolaridade equivalente ao 2º grau completo; e 65,79% possuem diretor-financeiro com curso superior (3º grau completo).

Apenas 15,79% das cooperativas possuem diretor-financeiro com nível de escolaridade equivalente a pós-graduação, o que denota a falta de especialização desses profissionais em um setor, cujas decisões freqüentemente requerem, pelo seu alto grau de complexidade, uma atualização constante nas modernas técnicas gerenciais.

Quadro 2 – Distribuição das cooperativas segundo o nível de escolaridade do diretor-financeiro

| Nível de escolaridade | Número de cooperativas | Número acumulado | Porcentagem (%) | Porcentagem acumulada (%) |
|-----------------------|------------------------|------------------|-----------------|---------------------------|
| 1º grau | 02 | 02 | 05,26 | 05,26 |
| 2º grau | 11 | 13 | 28,95 | 34,21 |
| 3º grau | 19 | 32 | 50,00 | 84,21 |
| Pós-graduação | 06 | 38 | 15,79 | 100,00 |
| Total | 38 | – | 100,00 | – |

No quadro 3, apresentam-se as cooperativas segundo a classificação de faturamento anual e a escolaridade dos diretores-financeiros. Destaca-se, neste quadro, que 26,32% das cooperativas de pequeno porte possuem diretor-financeiro com nível de escolaridade até segundo grau, 26,32% das cooperativas de médio porte possuem diretor-financeiro com nível de escolaridade superior; e apenas 13,16% das cooperativas de grande porte possuem diretor-financeiro com curso superior.

Ao se fazer uma nova classificação dos níveis de escolaridade de 2º grau e superior, realizou-se o teste de independência, constatando-se que, em 5% de significância, não existe associação entre o tamanho das cooperativas e o nível de escolaridade de seus diretores-financeiros.

Na realidade, essa constatação causa uma certa surpresa, pelo menos teoricamente, quando se espera que organizações de grande porte, pelo volume financeiro que movimentam e pela maior complexidade de suas operações, exigem profissionais mais qualificados.

Quadro 3 – Distribuição das cooperativas segundo o faturamento anual e o nível de escolaridade dos diretores financeiros

| Classificação das cooperativas | Nível de escolaridade dos diretores-financeiros | | | |
|--------------------------------|---|---------|----------|-----------|
| | 1º grau | 2º grau | superior | (%) Total |
| Pequena | 5,26 | 21,05 | 26,32 | 52,63 |
| Média | 0,0 | 02,63 | 26,32 | 28,95 |
| Grande | 0,0 | 05,26 | 13,16 | 18,42 |
| Total | 5,26 | 28,95 | 65,79 | 100,00 |

6. Escolaridade dos diretores na estrutura administrativa

No Quadro 4, observa-se, em quarenta cooperativas pesquisadas, um total de 206 funcionários que ocupam cargos de diretor na estrutura administrativa, sendo que 44,66% têm até o segundo grau, 41,26% têm o 3º grau, e 14,08% têm pós-graduação.

É importante destacar que, dos onze diretores com o 1º grau de escolaridade, 81,81% pertencem a cooperativas classificadas como de pequeno faturamento anual.

Quadro 4 – Distribuição do número de funcionários das cooperativas com cargo de direção na estrutura administrativa segundo escolaridade

| Nível de escolaridade | Número de diretores | Número acumulado | Porcentagem (%) | Porcentagem acumulada (%) |
|-----------------------|---------------------|------------------|-----------------|---------------------------|
| 1º grau | 11 | 11 | 05,34 | 05,34 |
| 2º grau | 81 | 92 | 39,32 | 44,66 |
| 3º grau | 85 | 177 | 41,26 | 85,92 |
| Pós-graduação | 29 | 206 | 14,08 | 100,00 |
| Total | 206 | – | 100,00 | – |

Conclui-se que, do total das cooperativas pesquisadas, em 55,34% delas, os cargos de direção alocados na estrutura administrativa são ocupados por executivos que possuem o nível de escolaridade superior enquanto, especificamente para os cargos de diretor-financeiro, essa porcentagem sobe para 65,79%.

Com relação à especialização dos diretores das cooperativas, mensurada nessa pesquisa pela posse do diploma de pós-graduação, observa-se que apenas 14,08% possuem esse nível de escolaridade, com um pequeno acréscimo para os diretores-financeiros, situando-se em 15,79%.

Esses números atestam os argumentos de Requejo (1998:98), quando afirma:

A falta de profissionalismo do setor, associado ao gerenciamento inadequado e à pouca atenção dada ao capital social e a estrutura de capital, bem como a falta de programas educacionais e de motivação dos associados, são alguns dos fatores que juntos ou separadamente também contribuíram para aprofundar a crise do setor.

Eid Jr. (1995), analisando uma amostra composta de 161 grandes empresas brasileiras de 24 diferentes setores de atividade, constatou que, entre os seus diretores, apenas 4,9% possuíam nível de escolaridade inferior ao 3º grau completo, e a maioria absoluta, ou seja, 95,1%, possuía curso superior ou pós-graduação.

Dessa forma, conclui-se que o setor cooperativista necessita melhorar urgentemente a qualificação de seus executivos.

7. Decisões sobre estrutura de capital

Foram propostos quatro critérios que a direção das cooperativas poderiam utilizar na decisão de captar novos recursos. Eles foram definidos como:

A _ Existe um limite de endividamento previamente determinado que a direção da cooperativa deve respeitar, ou seja, uma meta, uma taxa que defina de quanto deve ser o montante de recursos próprios e de terceiros (Modelos de Relação Estática).

B _ A orientação é seguir uma ordem de preferência com relação ao tipo de recurso a ser captado, ou seja, a cooperativa, por exemplo, preferencialmente deve utilizar as sobras líquidas, depois os empréstimos bancários e, por último, o aumento de capital via cooperados (*Pecking Order Hypothesis*).

C _ Não existe uma meta de endividamento predeterminada nem uma ordem de preferência na captação dos recursos, a cooperativa capta os recursos que se encontram disponíveis no momento e que ofereçam vantagens sob o ponto de vista econômico. O limite, nesse caso, seria sua capacidade de pagamento (Oportunismo).

D _ Nenhuma das alternativas anteriores.

A seguir, apresentam-se, no quadro 5, os resultados da pesquisa.

Quadro 5 – Distribuição das cooperativas segundo critérios na captação de novos recursos

| Critério na captação de novos recursos | Número de cooperativas | Porcentagem (%) |
|---|-------------------------------|------------------------|
| A | 04 | 09,52 |
| B | 11 | 26,19 |
| C | 27 | 64,29 |
| Total | 42 | 100,00 |

Observa-se, no quadro 5, que 9,52% das cooperativas escolheram o critério A para orientar a captação de novos recursos; 26,19% escolheram o critério B; e 64,29%, o critério C.

Esse resultado demonstra que a maioria das cooperativas utilizam o critério C nas decisões que irão determinar sua estrutura de capital, qual seja, aproveitam uma determinada oportunidade de mercado pela qual possam captar os recursos que no momento se apresentam disponíveis e viáveis.

O critério A, apontado por vários autores como uma forma adequada para explicar as decisões sobre estrutura de capital, postula a idéia da relevância com relação a proporção entre recursos próprios e de terceiros.

Essa estrutura ótima, que minimiza o custo médio de capital e, por conseguinte, maximiza o valor da cooperativa, parece não influenciar a decisão dos gestores financeiros, uma vez que apenas 9,52 % deles escolheram esse critério.

O critério B tem seu fundamento teórico baseado no conceito de assimetria de informações, em que se acredita que os gestores de uma organização possuem informações privilegiadas sobre potenciais de investimentos que os investidores não possuem.

Em função dessa hipótese, as organizações tomariam suas decisões sobre estrutura de capital, seguindo uma certa hierarquia predeterminada, em que os recursos seriam captados na seguinte ordem: utilização de lucros retidos, empréstimos bancários ou emissão de débito e, finalmente, emissão de ações.

A emissão de ações como forma de obtenção de novos recursos coloca-se em último lugar na preferência dos gestores pelo fato de que as informações retidas por eles definiriam um desempenho futuro superior às expectativas do mercado e portanto, nessas condições, as ações sempre estariam subavaliadas, não motivando a sua emissão.

No quadro 6, procurou-se classificar as respostas quanto ao critério de decisão na obtenção de novos recursos pelo tamanho das cooperativas e constatou-se que, para as três categorias pré-determinadas (pequenas, médias e grandes), o critério C foi apontado como a opção preferencial pelas cooperativas.

Entre as pequenas cooperativas, 35,71% optaram pelo critério C; 11,90% optaram pelo critério B; e 7,14%, pelo critério A. E, entre as médias cooperativas, 16,67% optaram pelo critério C; 11,90% optaram pelo critério B; e nenhuma optou pelo critério A. E, finalmente, entre as grandes cooperativas, 11,90% optaram pelo critério C; 2,38% optaram pelo critério B; e 2,38%, pelo critério A.

Quadro 6 – Distribuição das cooperativas segundo o faturamento anual e o critério na captação de novos recursos

| Classificação das cooperativas | Critérios de captação de novos recursos | | | (%) |
|--------------------------------|---|-------|-------|--------|
| | A | B | C | Total |
| Pequena | 7,14 | 11,90 | 35,71 | 54,76 |
| Média | 0,00 | 11,90 | 16,67 | 28,57 |
| Grande | 2,38 | 02,38 | 11,90 | 16,67 |
| Total | 9,52 | 26,19 | 64,29 | 100,00 |

No quadro 7, apresenta-se a distribuição dos critérios utilizados na captação de novos recursos segundo o nível de escolaridade dos diretores-financeiros das cooperativas.

É importante destacar que o critério C foi escolhido por 42,11% dos diretores de cooperativas que possuem nível de escolaridade superior e por 23,68% dos diretores de cooperativas que possuem nível de escolaridade até o 2º grau.

Segundo essa classificação (nível de escolaridade), verifica-se que não existe associação entre a escolha do critério utilizado na captação de novos recursos e o grau de escolaridade dos diretores-financeiros das cooperativas. O teste de independência utilizado foi o qui-quadrado em 5% de significância.

Quadro 7 – Distribuição das cooperativas segundo o nível de escolaridade do diretores-financeiros e os critérios na captação de novos recursos

| Nível de escolaridade | Critérios de captação de novos recursos | | | (%) |
|-----------------------|---|-------|-------|--------|
| | A | B | C | Total |
| 1º grau | 2,63 | 0,00 | 02,63 | 05,26 |
| 2º grau | 2,63 | 5,26 | 21,05 | 28,95 |
| Superior | 2,63 | 21,05 | 42,11 | 65,79 |
| Total | 7,89 | 26,32 | 65,79 | 100,00 |

Os resultados apresentados nessa pesquisa confirmam as conclusões obtidas por Eid Jr. (1995), quando analisou as decisões tomadas sobre estrutura de capital em grandes empresas brasileiras (59% de sociedades anônimas, 35% de sociedades limitadas e 6% de associações e fundações).

Em palavras do próprio Eid Jr. (1995:7-8):

A idéia de uma relação estática, como proposta na maioria dos livros-texto de finanças, é ignorada pela grande maioria das empresas. Isto é, a hipótese de manutenção de uma relação fixa entre os montantes de capitais próprios e de terceiros pela empresa, tendo em vista uma minimização do custo médio de capital, não é considerada por quase 90% das empresas respondentes. A hipótese do aproveitamento de oportunidades de mercado e da manutenção de uma hierarquia de captação predeterminada é que são destaque entre as respondentes, com 47% e 40% para cada uma.

Finalmente, ao testar a hipótese básica dessa pesquisa, conclui-se que as cooperativas agropecuárias paranaenses, em sua maioria (acima de 50%), captam os recursos que, no momento, são economicamente mais vantajosos, ou seja, são oportunísticas.

Essa conclusão está fundamentada estatisticamente pelo teste de proporção monocaudal à direita, estabelecendo-se um nível de 5% de significância.

Observando-se os resultados apurados nessa pesquisa para o setor cooperativista, levantam-se dúvidas se, de fato, as decisões de financiamento e investimento, como proposto na teoria financeira, estão sendo avaliadas de forma independente.

Das 41 cooperativas pesquisadas, onze cooperativas escolheram o critério B como orientador na captação de novos recursos, isso significa que 26,19% das cooperativas consideram uma ordem de preferência *Pecking Order Hypothesis* em suas prováveis opções de captação.

No quadro 8, é apresentada a ordem de preferência das onze cooperativas que escolheram o critério B nas decisões de captar novos recursos.

Com relação às fontes de recursos, consideraram-se as seguintes opções:

ISL (Incorporação das Sobras Líquidas);

EB (Empréstimos Bancários); e

ACVIC (Aumento de Capital Via Incorporação de Novos Cooperados).

Quadro 8 – Distribuição conjunta das cooperativas que escolheram o critério B *Pecking Order Hypothesis* na captação de novos recursos

| Obtenção de novos recursos | Opções de cooperativas (%) | | |
|----------------------------|----------------------------|----------|----------|
| | 1ª opção | 2ª opção | 3ª opção |
| ISL | 90,90 | 0,00 | 09,10 |
| EB | 0,00 | 63,64 | 36,36 |
| ACVIC | 9,10 | 36,36 | 54,54 |
| Total | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

Observando-se os resultados do quadro 8, verifica-se que 90,90% das cooperativas escolheram como primeira opção o critério da incorporação de sobras líquidas; 63,64% escolheram como segunda opção o critério da obtenção de empréstimos bancários; e 54,54% escolheram como terceira opção o critério do aumento do capital via incorporação de novos cooperados.⁴

A teoria da ordem de captação sustenta que a hierarquia de preferência na captação de novos recursos se inicia com a utilização de lucros retidos, vindo, na seqüência, a contratação de empréstimos e, finalmente, a emissão de ações. Essa ordem de prefe-

⁴ PÉREZ, em investigação empírica realizada na Espanha, comparando índices econômico-financeiros de sociedades cooperativas e sociedades anônimas durante o período 1988 a 1996, constatou-se que as sociedades cooperativas geralmente não têm distribuído dividendos aos seus associados. Quando o fazem, o valor é insignificante, não sendo superior a 0,1% da renda gerada. 1999.

rência foi constatada na investigação empírica de Pinegar & Wilbricht (1989) e nos estudos de Myers & Majluf (1984:187-221).

No caso dessa pesquisa, pode-se concluir que as respostas conduzem à mesma conclusão dos modelos teóricos propostos na seguinte ordem de preferência:

- a) os lucros retidos (no caso das cooperativas, as sobras líquidas);
- b) os empréstimos bancários;
- c) a emissão de ações (no caso das cooperativas, o aumento do capital social via incorporação de novos cooperados).

Eid Jr. (1995:7-9), pesquisando entre grandes empresas brasileiras, constatou que existe uma hierarquia predeterminada na captação de novos recursos, começando pela utilização de empréstimos bancários, na seqüência a emissão de ações ordinárias, e, como última alternativa, a utilização de lucros retidos.

Essa ordem de preferência contraria os postulados da teoria do *Pecking Order Hypothesis* que estabelece uma ordem de preferência, começando pelos lucros retidos, seguida de endividamento e, finalmente, a emissão de ações.

O autor questiona a escolha dos empréstimos bancários como primeira opção em virtude das altas taxas de juros praticadas no mercado financeiro brasileiro, mas acredita que a existência de fundos a taxas subsidiadas possam explicar essa opção.

Com relação à pouca utilização de lucros retidos, sua explicação baseia-se no fato de que nos últimos anos a lucratividade das empresas brasileiras foi extremamente baixa, em função dos graves momentos por que passou a conjuntura econômica nacional.

Explorando as respostas de trinta cooperativas que não escolheram a opção da *Pecking Order Hypothesis*, contudo apontaram uma ordem de preferência na provável necessidade de captar novos recursos, observa-se, no quadro 9, que os resultados são coincidentes, ou seja, a incorporação das sobras líquidas foi a primeira opção, seguida dos empréstimos bancários e, finalmente, o aumento de capital via incorporação de novos cooperados.

Quadro 9 – Distribuição conjunta das cooperativas que não optaram pelo critério B, mas definiram uma ordem de preferência numa provável captação de novos recursos

| Obtenção de novos recursos | Opções de cooperativas (%) | | | |
|----------------------------|----------------------------|----------|----------|----------|
| | 1ª opção | 2ª opção | 3ª opção | 4ª opção |
| ISL | 46,67 | 36,67 | 17,25 | 0,00 |
| EB | 20,00 | 33,33 | 34,48 | 22,22 |
| ACVIC | 23,33 | 20,00 | 34,48 | 27,78 |
| Outros | 0,00 | 10,00 | 13,79 | 50,00 |
| Total | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

Segundo o quadro 9, a ordem de preferência definida pelas respostas das trinta cooperativas que não optaram pelo critério B nas decisões de captar novos recursos é a seguinte: primeira e segunda opção, o critério ISL (Incorporação das Sobras Líquidas) com 46,67% e 36,67% das cooperativas respectivamente.

Como terceira opção, os critérios EB (Empréstimos Bancários) e ACVIC (Aumento de Capital Via Incorporação de Novos Cooperados) com 34,48% das cooperativas. Já, como quarta opção, foram considerados outros critérios, tais como: desmobilização, empréstimos de cooperados e financiamento via fornecedores.

A incorporação das sobras líquidas, cujo processo é denominado *autofinanciamento*, foi estudada por Panzutti (1997), quando procurou demonstrar que as cooperativas, simplesmente buscando uma dada estratégia de sobrevivência num mercado oligopolizado, podem transformar-se em unidades autônomas de acumulação.

Segundo Panzutti (1997), essa possibilidade é factível, sem contudo remunerar o capital investido e tampouco contar com a presença de um Estado fornecedor de recursos geralmente subsidiados.

Essa tese se contrapõe ao fato de que, em princípio, seria impossível uma cooperativa financiar seu processo de expansão, a não ser pela captação de recursos de terceiros, ou seja, alavancando seu processo de endividamento, em virtude de limitações doutrinárias e legais desse tipo de organização.

Com relação às limitações doutrinárias e legais, Bialoskorski Neto (1994) alerta que, na expectativa de maximizar os benefícios aos cooperados, esse tipo de gestão pode conduzir a cooperativa a um alto grau de ineficiência econômica, devido à ausência da busca constante pelo lucro.

Ainda sobre essa questão Panzutti (1997:78) afirma que:

Mesmo sendo empresa de pessoas e não de capital, esse torna-se fundamental para o seu desenvolvimento, pois um dos condicionantes do investimento é o capital próprio ou patrimônio líquido [...] na formação do patrimônio líquido da empresa cooperativa, a origem é o capital social variável e os fundos indivisíveis, sem remuneração. Enquanto nas empresas não cooperativas, o patrimônio tem sua origem no lucro e na captação de recursos remunerados [...] a empresa cooperativa terá que combinar a eficiência associativa e a eficiência econômica para não perder sua finalidade social. Esse procedimento é que se constitui numa de suas especificidades [...] da análise das empresas constatou-se que cada uma delas incorpora estratégias que as diferenciam entre si, pois tendem a interpretar, a partir de suas vivências, as oportunidades e os seus próprios limites de crescimento.

A maioria das respostas dessa pesquisa, indicando a preferência pelas sobras líquidas, contribui para reforçar a posição de Requejo (1998:96), quando afirma que “as cooperativas têm freqüentemente financiado seus investimentos com capital retido de associados ou dos resultados gerados no ano fiscal”.

Segundo Requejo (1998:102), o problema ocorre, quando os gerentes das cooperativas preferencialmente alocam toda sobra do exercício para as reservas e fundos indivisíveis e não para a conta do capital social. Isso contraria a doutrina cooperativista de operar a custo zero.

Sob o aspecto legal, apenas se exige uma destinação de 5% das sobras para o Fundo de Assistência Técnica e Social - Fates e 10% para as reservas legais, retornando o excedente do superávit para os cooperados.

Os gerentes argumentam que a conta capital social, por ser variável, sofre instabilidade, e poderia comprometer o processo de acumulação de capital necessário ao desenvolvimento da cooperativa, enquanto os fundos, por serem indivisíveis, são estáveis, o que diminuiria o nível de risco assumido pelos gestores.

Daí a explicação de que diretores e gerentes de cooperativas prefiram alocar as sobras do exercício fiscal aos fundos e reservas indivisíveis e não à conta capital social.

Além do mais, fica praticamente impossível o acompanhamento das aplicações dos recursos superavitários por parte dos cooperados, como também dos bancos, uma vez que se trata, nesse caso, de aplicações de recursos próprios e não capital de terceiros da qual os bancos são credores.

Se não bastasse, essa postura acaba provocando um distanciamento dos cooperados da gestão das cooperativas em função do total descontrole dos recursos que fazem parte desses fundos e reservas denominados *indivisíveis*.

Muitas vezes, existe uma crescente desmotivação por parte dos cooperados pela completa perda do sentido de propriedade em relação a sua cooperativa.

Esses recursos ficam sob o poder da cooperativa para aplicá-los em projetos que julguem convenientes, uma vez que, nem sempre, as assembléias gerais são realizadas de forma que os cooperados saibam detalhadamente em que estão votando.

É comum que as decisões mais importantes já sejam tomadas antecipadamente, restando ao cooperado apenas acreditar em que não haveria outra alternativa, a não ser aquela que foi encontrada de comum acordo.

Esse padrão de comportamento dos diretores-financeiros das cooperativas analogamente já foi analisado em Stulz (1990:3-27), quando constata que os executivos-financeiros, com poder de decisão sobre reter os resultados do período ou distribuí-los aos acionistas, preferencialmente decidem por reinvestir o resultado na própria empresa, contrariando assim os interesses dos acionistas, mesmo que, em dado momento, essa fosse a melhor opção.

Coloca-se, nesse particular, o que, na teoria da estrutura de capitais, denominam-se *custos de agenciamento* (*agency*), assunto ampla-

mente estudado por Jansen & Mecking (1976), Harris & Raviv (1990), Stulz (1990), Ross (1995), e Gitman (1997), todos citados na fundamentação teórica dessa pesquisa.

Analisando-se a segunda opção apontada pelas cooperativas que são os empréstimos bancários, pode-se chegar a duas conclusões:

- a) As cooperativas ficaram com a segunda opção em virtude das vantagens auferidas pelos diretores-financeiros das cooperativas, quando incorporam as sobras líquidas, principalmente, a reservas e fundos indivisíveis.
- b) No Brasil, as fontes de financiamento de longo prazo são praticamente inexistentes, principalmente, para financiar um setor de alto risco como o das cooperativas, que têm, na atividade agrícola, a sua atividade essencial.

Com relação à última opção, aumento do capital via incorporação de novos cooperados ou integralização de capital por parte dos cooperados atuais, pode-se afirmar que é uma prática bastante rara nas cooperativas brasileiras.

Isso se deve ao fato de que aos cooperados não é dado nenhum tipo de motivação para que integralizem mais capital, uma vez que não é comum, nas cooperativas brasileiras, um programa de restituição do capital social e porque também não existem mercados secundários em que o capital das cooperativas possa ser negociado, oferecendo liquidez aos seus proprietários.

Quanto à incorporação de novos sócios, o número é de pouca significância; não sendo suficiente para sustentar, pelo baixo volume de recursos integralizados, qualquer plano mais consistente de expansão.

8. Considerações finais

Quanto ao critério utilizado nas decisões sobre estrutura de capital, constatou-se que as cooperativas captam os recursos que, no momento, apresentam-se economicamente mais viáveis, ou seja, são oportunistas, não se orientam por uma estrutura meta de capital e nem seguem uma ordem de preferência na captação dos recursos.

Observando-se os resultados apurados nesta pesquisa para o setor cooperativista, levantam-se dúvidas se, de fato, as decisões de financiamento e investimento, como proposto pela teoria financeira, estão sendo avaliadas de forma independente.

Referências bibliográficas

- BIALOSKORSKI NETO, S. **Agribusiness cooperativo: economia, doutrina e estratégias de gestão**. Dissertação (mestrado em Economia Aplicada). Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz. Piracicaba, 1994.
- EID JR., W. **Como decidem os administradores financeiros sobre custo e estrutura de capital das empresas brasileiras**. Núcleo de Pesquisas e Publicações (NPP). Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 1995
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.
- HARRIS, M. & RAVIV, A. Capital structure and the informational role of debt. **The Journal of Finance**. v. 45, n. 2, p. 321-349, 1990.
- JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, outubro. p. 305-360, 1976.
- MYERS, S. C. & MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, junho, p. 187-221, 1984
- OCEPAR. Departamento Econômico. **O poder de troca na agricultura: a evolução dos preços pagos e recebidos pelos agricultores paranaenses, no período de 1985 a 1992**. Curitiba, 63 p, 1992.
- PANZUTTI, R. Estratégias de financiamento das cooperativas agrícolas no Estado de São Paulo. **Caso da Cooperativa dos Agricultores da região de Orlandia**. São Paulo: ICA, 1997.
- PINEGAR, J. M. & WILBRICHT, L. **What managers think of capital structure theory: a survey**. **Financial Management**. Winter, p. 82-91, 1989.
- REQUEJO, L. M. H. **Desafios para o gerenciamento financeiro das cooperativas brasileiras**. XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Organização das Cooperativas Brasileiras –(OCB). Brasília, p. 96-111, nov. 1997.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. & JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.
- STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**. v. 26, p. 3-27, 1990.