

VALUATION DE COOPERATIVAS AGROPECUÁRIAS E VALORES DE ADESÃO À SOCIEDADE

Bruno José Canassa

Graduando em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP-USP).
bjcanassa@fearp.usp.br

Lucas Batista dos Santos

Graduando em Economia Empresarial e Controladoria pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP-USP).
lucas.batistasantos96@gmail.com

Davi Rogério de Moura Costa

Professor Doutor no curso de Ciências Contábeis na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP-USP).
drmouracosta@gmail.com

Grupo de Pesquisa: 8. Cooperativismo e Associativismo no Meio Rural e nos Agronegócios

Resumo

No Brasil o setor agropecuário é uma importante fonte de recursos, sendo as cooperativas significativamente contribuintes da formação do PIB do setor. Cooperativas são organizações que possuem uma diferente estrutura de capital em relação a outras organizações, já que nessas organizações o investidor é dono e usuário da estrutura da cooperativa. Assim, o objetivo do trabalho é investigar se o preço das quotas-partes determinadas no capital social diferenciam-se do valor “justo” da quota parte medido pelo Market Value Added (MVA), técnica de avaliação de ativo amplamente utilizada entre as diversas empresas existentes no mercado. Utilizando dados do Estado de São Paulo, a presente pesquisa encontrou destruição de valor em praticamente todas as cooperativas da amostra. Independente da estratégia, não há incentivo para aportes de capital por parte dos cooperados, pois a remuneração em comparação ao esperado é baixa. Ainda, a projeção pelo MVA permitiu a estimação do valor de mercado das cooperativas, estando todas abaixo do capital investido pelo cooperado, corroborando a falta de incentivo por parte dos cooperados em participar ativamente da cooperativa.

Palavras-chave: cooperativas agropecuárias, gestão de valor, valuation, Market Value Added.

Abstract

In Brazil the agricultural sector is an important source of funds, and the cooperative organizations contribute significantly to the formation of GDP of these sector. Cooperatives organizations have a different capital structure compared to firms, since investors of these organizations are also their owners and users. Thus, this paper aims to investigate if shares of cooperatives differ from the “fair value” measured by the Market Value Added (MVA), an asset valuation technique widely used within the various existing companies on the market. With data of cooperatives from São Paulo state, the research found value destruction in nearly all cooperatives of the sample. Regardless of the strategy, there is no incentive for capital supply by members, since the remuneration compared to the expected is low. Still, the projection by MVA allowed the estimation of the market value of cooperatives, with all below the capital invested by the member, confirming the lack of encouragement for members to participate actively in the cooperative.

Key words: agricultural cooperatives; value management; valuation; Market Value Added.

1. Introdução

A gestão baseada em valor direciona a administração de uma empresa a seu principal objetivo que é a criação de valor aos proprietários (ASSAF NETO, 2013). No entanto, em organizações de propriedade coletiva, como, por exemplo, as cooperativas agropecuárias, os proprietários são simultaneamente usuários dos produtos e serviços gerados pela mesma. Esta particularidade torna importante o estudo da criação ou destruição de valor por estas empresas.

Adicionalmente, as operações das cooperativas Brasileiras são reguladas pela Lei 5764/71 primariamente. Este instituto impõe às cooperativas a obrigatoriedade de atuar com base no princípio de preços de custos, uma vez que as define como organizações sem finalidade de lucro (BRASIL, 1971). Em outras palavras, a lei impede que a cooperativa vise o lucro nas suas transações com os cooperados.

Esta imposição legal somada ao fato do cooperado ser proprietário e usuário dos produtos e serviços gerados pela cooperativa torna o resultado gerado ao cooperado a variável-chave na função objetivo a ser maximizada pelos gestores das cooperativas. Para Bialoskorski Neto (1994) as cooperativas Brasileiras fazem isto de duas formas: gerando produtos e serviços a preços diferentes do mercado e distribuindo sobras. O termo diferente do mercado deve ser interpretado, por exemplo, como preço maior que o do mercado no caso de vendas de produtos e menor no caso de compra de insumos.

As sobras a serem distribuídas seriam apurações de redução na previsão dos custos de funcionamento da cooperativa. Por exemplo, se no processo de comercialização do produto a cooperativa cobrou uma taxa de prestação de serviços, mas que ao longo do ano não foi utilizada totalmente, então a diferença seria devolvida ao cooperado no final do exercício (BIALOSKORSKI NETO, 1994).

Além do exposto acima, merece destaque três aspectos que diferenciam as cooperativas das demais empresas: forma de distribuição dos resíduos, forma de exercer o controle e características dos direitos de propriedade (HANSMANN, 1996). Nas cooperativas, o direito ao fluxo de caixa líquido ou sobras é distribuído em proporção às operações que o sócio realiza com a cooperativa e o direito ao controle se manifesta na forma de “um homem,

um voto” (COBIA, 1989). Ainda, nestas empresas o direito de propriedade é resgatável, ao invés de ser comercializável (CHADDAD; COOK, 2004).

Estas características trazem desafios adicionais aos gestores das cooperativas no que se refere ao processo de consolidação. Por exemplo, o fato do direito de propriedade não ser comercializável e, por consequência, não apreciável faz com que este direito se torne vagamente definido, nas palavras de Cook (1995). A medida que isto ocorre, cinco problemas afetam a capacidade de investir e a gestão das cooperativas: carona, portfólio, horizonte, controle e custos de influência. Os três primeiros afetam o potencial de investimento e os dois últimos dificultam o processo de governança¹.

Deste modo, para Bialoskorski Neto e Marques (1998), são justificados os problemas de capitalização nas cooperativas. Para o autor, a principal maneira de solucioná-los é a entrada de novos associados integralizando ao capital social uma quantia descrita no Estatuto Social (BIALOSKORSKI NETO, 2012).

Entretanto, se a capitalização é considerada como um investimento pelo sócio, então as características dos direitos de propriedade afetarão o incentivo a investir. Neste sentido, Besley (1995) aponta o investimento como uma função direta da segurança dos direitos de propriedade. Em outras palavras, se o ativo pode ser dado em garantia, ser transacionado e não há riscos de sua expropriação haverá maior disposição dos investidores em ter a sua propriedade.

Diante do exposto, estudar o processo de criação/destruição de valor contribui para expandir o conhecimento sobre as estratégias de capitalização que estas cooperativas deveriam adotar. Por exemplo, identificar se o cooperado considera o valor gerado (criação ou destruição) pelos gestores no momento de aderir a sociedade auxiliaria na precificação do valor de adesão a sociedade. Isto é, no preço e quantidade de quota-parte a ser aportado ou subscrito para se tornar sócio.

Embora o conceito de valor criado ao cooperado possa ser apontado como diferente, uma vez que é possível que os sócios podem visualizar apenas benefícios não pecuniários gerados pela cooperativa, neste trabalho, a definição de valor adotada foi a mesma que é tradicionalmente usado em finanças. Isto é, o valor monetário gerado ao sócio com base no montante financeiro investido na sociedade². Assim, assume-se como pressuposto neste trabalho que o proprietário da cooperativa maximiza o valor esperado, em termos monetário, das transações financeiras que realiza com a cooperativa. Note que este pressuposto é fundamental, pois permite assumir que, independente da cooperativa distribuir resultados na forma de sobras, se espera que as cooperativas não destruam valor; sua ocorrência implicaria dizer que se tornar proprietário de uma organização que destrói valor não seria um bom negócio no longo prazo.

Tendo em vista as dificuldades e particularidades apontadas, o objetivo deste trabalho é iniciar uma agenda de pesquisa sobre direitos de propriedade e investimento nas

¹ Aos interessados em entender cada um destes problemas é recomendado a leitura de Cook, Mike. The Future of U.S. Agricultural Cooperatives: A Neo-Institutional Approach. *American Journal of Agricultural Economy*, n. 77, p. 1153-1159, 1995.

² Assume-se que qualquer benefício não pecuniário gerado pela cooperativa é consumido por aqueles que estão no controle da organização. Embora seja um pressuposto forte, ele encontra respaldo em Jensen & Meckling (1976).

cooperativas. Portanto, pretende-se investigar se o atual preço de adesão à sociedade, representado pelo valor contábil da quota-parte estabelecida no Estatuto Social, reflete o valor das atividades da cooperativa aos associados e se considera o fato dos gestores da cooperativa estarem criando ou destruindo valor monetário.

A relevância do trabalho está no fato de iniciar uma discussão pautada em termos teóricos sobre economia e gestão de organizações cooperativas e contribuir para o conhecimento sobre determinação de valor da cooperativa, considerando sua singularidade. Há limitações no trabalho, talvez a maior delas seja o fato de não ser possível estender o resultado para o Brasil, devido haver na amostra apenas cooperativas agropecuárias localizadas no Estado de São Paulo.

Este trabalho contém outras quatro partes: a primeira é o referencial teórico, uma revisão da literatura sobre estrutura de capital em cooperativas e modelos de *valuation* tradicionais; a segunda trata da descrição amostra recolhida e da metodologia utilizada para alcançar o valor de mercado e da quota considerada “justa”; a terceira apresenta e discute os resultados obtidos; e a quarta as conclusões.

2. Referencial Teórico

As cooperativas são organizações econômicas de propriedade coletiva, cujos direitos de propriedade têm características próprias que as diferenciam das demais empresas (COSTA; CHADDAD; AZEVEDO, 2013). Bialoskorski Neto (2012) destaca que a estrutura de capital das cooperativas é diferente se comparado com outras formas de organização. Segundo o autor estas organizações têm como função-objetivo a distribuição de resultados através da prestação de serviços.

Para Sexton e Iskow (1988), o papel das cooperativas na economia é promover ao cooperado o acesso ao mercado, por meio de estratégias de integração vertical. Isto é, estender as operações do produtor até uma etapa adicional do processo produtivo para fins de agregação ou captura de valor. Por exemplo, industrialização, compra em conjunto de insumos ou mesmo a venda em comum de seus produtos. Desta maneira, é factível pensar que as cooperativas são criadas para solucionar falhas de mercado – assimetria de informação e poder de mercado. Staatz (1987) corrobora esta visão ao apontar a ação coletiva como mecanismo de contrabalanceamento do poder de mercado. A entrada da cooperativa geraria competição e, portanto, aumento de bem-estar dos cooperados e dos demais produtores da região.



Figura 1: Total financiado x PIB agropecuário brasileiro
Fonte: Observatório do Cooperativismo FEARP/USP

A Figura 1, demonstra a crescente alavancagem das cooperativas agropecuárias ao longo dos anos dado o aumento da oferta de crédito. Este fato corrobora com Jensen e Meckling (1976), no qual o aumento da alavancagem financeira da empresa estimula os detentores de capital a implementarem estratégias mais arriscadas. Em caso de sucesso, torna os detentores de capital bem sucedidos pela estratégia assumida, porém, em caso de fracasso, dado a alienação da dívida, apenas os credores receberão as receitas, sendo os detentores de capital próprio protegidos devido a sua responsabilidade limitada.

Há tempos, discussões no meio acadêmico questionam sobre a existência ou não de uma estrutura ótima de capital nas empresas. Modigliani e Miller (1958) atestam que o valor de uma firma não se altera seja qualquer a sua proporção de estrutura de capital, dado uma série de pressupostos. No entanto, estes pressupostos de constância no valor da empresa, independentemente da combinação entre suas fontes de financiamento, foram modificados dado a existência de elementos que atuam sobre o comportamento das firmas e afetam suas decisões de financiamento (SOBREIRA, 2005).

Em termos de decisões sobre financiamento, Myers e Majluf (1984) apontam que a emissão de títulos, dado a informação privilegiada da gerência, pode sinalizar uma notícia ruim, tornando a contratação de empréstimos a melhor opção para financiamento dos projetos de uma empresa. Neste mesmo sentido, Ross (1977) afirma que a assimetria de informações existente no mercado provoca reações nos agentes externos, depreciando o valor da empresa.

Para Assaf Neto (2013), o capital próprio se constitui na forma de capitalização mais dispendiosa para as organizações, pois dado o risco de falência das mesmas, tem-se que os últimos a receberem algo em troca em condição de insolvência são os acionistas. Assim, para atingir uma estrutura ótima de capital é recomendada a inclusão de capital de terceiros, cujo custo, devido à grande oferta de recursos disponíveis no mercado, seria mais barato. O autor afirma ainda que a estrutura ótima de capital é alcançada por meio de um equilíbrio entre o capital próprio e de terceiros, onde a inclusão de dívidas deve ser almejada até o limite em que os benefícios de sua aquisição superem os riscos e o custo de liquidação, dado os benefícios fiscais de se obtê-la.

Em se tratando de financiamento do crédito para a atividade rural, o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR) cumpriu importante papel para expansão do crédito e consequente modernização das instalações técnicas e desenvolvimento da agricultura no campo. Leite (2001) acredita que a política de expansão do crédito rural, garantiu o crescimento da produtividade no setor agropecuário, a consolidação dos complexos agroindústrias e a integração do *funding* agropecuário em órbita ao sistema financeiro nacional.

Os recursos concedidos ao SNCR, em primeiro momento, de 1965 a 1985, era garantido pela emissão de títulos do tesouro nacional e forte atuação do Banco do Brasil como agente de intermediação. De 1985 em diante, a origem da captação dos recursos provém da poupança rural e da emissão de títulos privados, tais como as Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), que, segundo a CETIP, organização integradora do sistema financeiro, visa captar recursos aos participantes do agronegócio (SOUZA, 2007).

Para cooperativas, Lauschner (1984) constatou que a forma mais comum de capitalização se dava através da admissão de associados pela compra de quotas, integralizando estes títulos no capital social. Entretanto, de acordo com o autor, as retenções

de parte das sobras líquidas auferidas no exercício não distribuídas aos associados, por decisão da Assembleia Geral, seria a forma mais eficiente de capitalização de recursos próprios.

Bialoskorski Neto e Marques (1998) afirma que as cooperativas agropecuárias possuem uma estrutura de capital de alto risco financeiro, devido a existência de ativos específicos, dado a seus investimentos serem direcionados a um determinado grupo de cooperados definidos por região. Consequentemente, quanto maior a especificidade dos ativos maior o risco da atividade em si, e assim credores tendem a cobrar taxas mais elevadas na tomada de empréstimos, aumentando o risco não sistemático das cooperativas.

Neste horizonte existem diferentes concepções e teorias relacionadas à melhor estratégia competitiva para formação da estrutura de capital de uma firma. Assumindo que apenas há criação de valor, a gestão baseada em valor passa a exercer uma função importante nas estratégias assumidas pelas empresas, independentemente da maneira como estas se financiam (ASSAF NETO, 1999).

Há uma diferença conceitual entre “valor” e preço. O conceito de valor carrega consigo diversas concepções subjetivas, sendo associado ao tipo de ativo e ao risco do agente tomador de decisão. Já o preço, por sua vez, é definido pela interação entre oferta e demanda, sendo base de comparação entre bens e serviços semelhantes em determinado momento do tempo.

A partir desta diferenciação é possível discriminar técnicas de *valuation*, de forma a encontrar a melhor forma de avaliar o ativo de acordo com os riscos inerentes a sua precificação. Assim, o *valuation* busca alcançar o chamado valor “justo” de mercado (MARTINS, 2001). Merece destaque, entretanto, o fato de não existir o valor correto, pois os critérios de avaliação do avaliador e avaliado podem divergir.

A seguir, são apresentados três métodos de *valuation* que são considerados viáveis de serem aplicados em cooperativas.

Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O Fluxo de Caixa Descontado (FCD) estima a capacidade de gerar benefícios futuros através do fluxo contínuo do caixa operacional, sendo descontados a valor presente por uma taxa que reflita os riscos inerentes ao negócio e o custo do capital próprio (RAPPAPORT, 2001).

Para Braga e Marques (2000), o FCD é uma indicação da forma como os benefícios econômicos que entram na empresa são geridos. A elaboração do FCD necessita de três aspectos importantes: período de projeção dos fluxos, a taxa de desconto e da perpetuidade. Ainda, é preciso conhecer bem o negócio no qual a empresa atua (MARTINS, 2001).

De acordo com Assaf Neto (2013), além do período chamado “explícito”, com fluxos previstos, é preciso estabelecer um valor para a continuidade indeterminada após este período, a chamada perpetuidade. Desta maneira, é possível descrever o valor de uma entidade da seguinte forma:



$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCDE}{(1+WACC)^i} + \frac{\frac{FCDE_{n+1}}{(WACC-g)}}{(1+WACC)^n} \quad (1)$$

onde, o primeiro termo da somatória $\frac{FCDE}{(1+WACC)}$ representa o valor explícito da entidade; o

segundo $\frac{\frac{FCDE_{n+1}}{(WACC-g)}}{(1+WACC)^n}$ representa a perpetuidade.

Em (1) o termo FCDE refere-se ao fluxo de caixa descontado da empresa, WACC é o custo médio ponderado de capital, e g a taxa de crescimento anual esperada.

Entretanto, neste tipo de método de avaliação, devido à grande quantidade de variáveis e a assimetria de informação, a interpretação do resultado acaba sendo subjetiva devido ao grau de importância que cada usuário pode conceder valores a cada item do modelo.

Valor de Reposição (VR)

O método do valor de Reposição (VR) é muito utilizado para estimar o valor de uma empresa atualmente, com a limitação de não incluir projetos de expansão (PÓVOA, 2012). Nele o valor patrimonial da empresa é somado aos ativos, principalmente imobilizados e intangíveis, que são ajustados a valor “justo” e descontados ao passivo. Sua mensuração se dá conforme equação (2) abaixo:

$$VR = PL_{cont} + At_{reaval} - Pas_{reaval} \quad (2)$$

Em (2), tem-se que PL_{cont} é o patrimônio líquido ajustado, At_{reaval} refere-se aos ativos reavaliados e Pas_{reaval} o valor dos passivos reavaliados.

Para Póvoa (2012), este sistema de avaliação é relacionado aos fluxos atuais da empresa, sem considerar futuros benefícios econômicos que possam ser gerados, sendo adequado a avaliações de curto prazo.

Market Value Added (MVA)

O MVA é uma medida gerada a partir do *Economic Value Added* (EVA). O EVA é frequentemente utilizado como parâmetro de agregação de valor pelas empresas e introduz o conceito de valor econômico, aplicando o custo de oportunidade após a apuração do resultado operacional depois dos impostos.

O custo de oportunidade representa a melhor alternativa perdida pelo indivíduo que investiu o capital em determinada empresa, sendo chamado custo de capital próprio (K_e) (PÓVOA, 2012).

Para Assaf Neto (2013), o fundamento conceitual do EVA é o lucro residual das empresas. Isto é, o que resta após todos os custos, incluindo o de capital próprio, serem deduzidos. A equação (3) apresenta a forma de cálculo do EVA.

$$EVA = RO_{p_{di}} - (WACC \times CapTotInv) \quad (3)$$

Em (3), diferente de (1), o WACC é a média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, e CapTotInv o capital total investido - o passivo oneroso da empresa (ASSAF NETO, 2013).

Martins (2001) aponta que dado $EVA > 0$, o valor econômico da empresa supera o valor do capital investido, configurando uma geração de riqueza denominada *goodwill* ou MVA.

Assaf Neto (2013), diz que a riqueza (*goodwill*) é formada pela diferença entre o valor presente dos benefícios futuros e o valor do capital investido no projeto. Assim, também é possível, de forma prospectiva, projetando EVAs ao longo do tempo e descontando-os pelo K_e obter o MVA, que representa a riqueza gerada aos proprietários do capital. Em outras palavras, o MVA demonstra a capacidade da empresa gerar resultados acima de seu custo de oportunidade. A equação (4) apresenta a forma de mensurar:

$$MVA = \sum_{j=1}^n \frac{EVA_j}{(1+WACC)^j} \quad (4)$$

Para Damodaran (1999a), o EVA é diretamente relacionado com o valor presente líquido (VPL), assumindo que ambas as técnicas visualizam o crescimento de valor da empresa de acordo com os bons projetos em que ela se insere. Desta forma, a soma do capital total investido (KtI) – representado pelo Patrimônio Líquido (PL) e passivo oneroso – com o MVA oferece o valor de mercado da empresa (STEWART, 1991). Isto é:

$$VE = MVA + KtI \quad (5)$$

É importante destacar que Póvoa (2012) tece duas críticas ao MVA. A primeira é evidenciada pelo caráter de curto prazo, pois tem a medida trabalhada por ano. Também, constantes mudanças na estrutura de capital podem levar a dificuldades no cálculo do EVA devido a sua projeção.

Assaf Neto (2013) ainda acrescenta que o capital investido não acompanha o valor do dinheiro no tempo, deixando o MVA no longo prazo sobrevalorizado. Porém, para o objetivo do presente trabalho estas observações não necessitam consideradas, uma vez que nas cooperativas o cooperado pode resgatar seu capital sempre que desejar e que o caráter de longo prazo da cooperativa não está sendo considerado.

3. Metodologia e Descrição da Amostra

O presente trabalho utilizou o banco de dados do Observatório do Cooperativismo – convênio entre a Organização das Cooperativas Brasileiras (OCB) e a Universidade de São Paulo (USP), operacionalizada pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto (FEARP).

A partir de relatórios, estatutos sociais e atas de Assembleias Gerais Ordinárias (AGO) e Extraordinárias (AGE), foi criada uma base para a avaliação de 25 cooperativas do estado de São Paulo no ano de 2011. Devido a grande diferença de tamanho entre as cooperativas, a amostra foi dividida em três grupos de acordo com seu ativo. Para garantir a confiabilidade desta divisão, foram feitos testes de média que garantiram a diferença estatística entre os grupos.

A tabela 1 apresenta as características das cooperativas, considerando o tamanho do ativo. Os grupos 1, 2 e 3 separam as cooperativas em ordem decrescente.

A partir da tabela nota-se um alto desvio padrão do ativo total para os três grupos. Isto provavelmente indica a grande variabilidade de tamanhos das cooperativas dentro da amostra.

A estrutura de capital é representada pelo patrimônio líquido médio, composto pelo capital social, representação das quotas subscritas, e as reservas; e também pelo passivo oneroso, financiamentos de curto e longo prazos obtidos de terceiros. As grandes cooperativas apresentam, em média, maior endividamento com fontes externas em relação ao capital do cooperado, o oposto do grupo 2. O grupo 3 não demonstra vantagem expressiva para uma determinada forma. É importante destacar que duas cooperativas declararam estar isentas de capitais de terceiros no período em questão, sendo o mínimo valor descrito nos dois primeiros grupos.

No que se refere às sobras antes das destinações, vale ressaltar que cinco cooperativas apresentaram prejuízo, impactando no MVA, gerador de expectativas futuras a partir de um período pontual. Entretanto, por não se tratar de resultados fora da realidade, estas cooperativas foram mantidas na amostra.

Tabela 1: Estatística descritiva da amostra, 2011.

| | Média | Desvio Padrão | Máximo | Mínimo | |
|---------|------------------------------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| Grupo 1 | Ativo Total (R\$) | 482.415.313 | 412.953.776 | 1.332.355.388 | 111.863.000 |
| | PL Médio (R\$) | 146.905.095 | 138.710.658 | 461.663.431 | 16.094.690 |
| | Passivo Oneroso (R\$) | 207.255.489 | 232.859.005 | 622.542.549 | 0 |
| | Sobras Antes das Destinações (R\$) | 16.721.734 | 14.947.105 | 37.200.186 | (9.228.699) |
| | Nº de cooperados | 4.681 | 6.514 | 19.151 | 49 |
| Grupo 2 | Ativo Total (R\$) | 34.798.521 | 22.588.168 | 91.821.506 | 13.196.345 |
| | PL Médio (R\$) | 17.586.555 | 21.361.479 | 73.086.234 | 5.181.587 |
| | Passivo Oneroso (R\$) | 7.782.205 | 7.363.486 | 24.973.034 | 0 |
| | Sobras Antes das Destinações (R\$) | 866.903 | 2.204.145 | 4.760.961 | (2.283.774) |
| | Nº de cooperados | 633 | 845 | 2.541 | 43 |
| Grupo 3 | Ativo Total (R\$) | 6.739.407 | 4.237.762 | 12.171.043 | 868.166 |
| | PL Médio (R\$) | 1.860.629 | 1.082.908 | 3.588.437 | 674.507 |
| | Passivo Oneroso (R\$) | 1.458.339 | 1.573.711 | 5.070.271 | 18.000 |
| | Sobras Antes das Destinações (R\$) | 93.681 | 177.297 | 475.507 | (153.846) |
| | Nº de cooperados | 510 | 506 | 1.273 | 20 |

Fonte: elaborada pelos autores

O número de cooperados, por sua vez, é essencial para encontrar o valor “justo” das quotas, e não demonstrou padrão algum em relação ao tamanho da empresa. O primeiro grupo

tem cooperativas que variam de apenas 49 membros até quase 20 mil membros. Ainda que não cheguem a essa quantidade máxima de cooperados, os outros grupos também apresentam cooperativas que vão de dezenas até milhares de membros.

O método de *valuation* escolhido foi o MVA, por se tratar de modelo consistente e que permite adaptações para a realidade das cooperativas. É importante destacar que o uso do EVA para fazer *valuation* de cooperativas não é usual. Isto porque na cooperativa o cooperado é simultaneamente proprietário e usuário (COBIA, 1989).

A particularidade apontada dificulta a análise por meio de uma aplicação direta de modelo que permite a percepção da real geração de valor e a remuneração devida do proprietário, em relação ao seu capital investido. Isto decorre do fato do benefício gerado pela cooperativa poder estar presente na forma de políticas de preços e serviços prestados.

Não obstante, as sobras geradas e distribuídas aos membros também se enquadram como forte fornecedora de bem-estar ao cooperado, assemelhando-se com o perfil de empresas de capital aberto maximizadoras de lucro. Baseado nisto, este trabalho considera o EVA e o MVA instrumentos que podem ser adaptados para cooperativas e utilizado conforme recomenda Hall e Geysler (2002).

Um dos principais obstáculos ao cálculo do EVA em cooperativas é estimar custo do capital próprio (K_e). Por refletir expectativas de rendas individuais, a forma mais correta seria questionar cada membro proprietário sobre sua esperança de rendimento sobre o capital investido, algo impraticável na atualidade.

Adicionalmente, o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), forma mais tradicional de estipular o K_e também não pode ser utilizado. Pois as cooperativas não têm ações disponíveis no mercado e o coeficiente β , essencial no cálculo, é encontrado através da correlação entre séries históricas de rendimento das ações e o rendimento do mercado. Visando transpor este problema para se estimar o valor de cooperativas, o USDA (1998) propõe o cálculo do K_e a partir do Modelo de Gordon. A fórmula de cálculo é apresentada em abaixo:

$$K_e = \left(\frac{Div_1}{P_0} \right) + g \quad (6)$$

onde, K_e é o custo de capital próprio; Div_1 é o dividendo antecipado do primeiro período; P_0 seria o valor teórico da ação e g a taxa de crescimento anual do lucro por ação.

À medida que se considera g constante é possível, de acordo com USDA (1998), definir-lhe conforme a equação abaixo:

$$g = ROE * (r) \quad (7)$$

Em (7) ROE representa o retorno sobre o patrimônio líquido e multiplicada r uma taxa de retenção do fluxo de caixa líquido a disposição dos proprietários para as reservas. Em termos de adaptação, se define o ROE:

$$ROE = \frac{SobLiq_t}{PL_{medio}} \quad (8)$$

Ainda, no caso de cooperativas é sugerido que r seja dado por:

$$r = 1 - \left(\frac{Sob_{dist}}{Sob_{ad}} \right) \quad (9)$$

Em (9) tem-se que Sob_{dist} e Sob_{ad} representam, respectivamente, as sobras distribuída e as sobras antes das destinações apresentadas no demonstrativo de resultados do exercício.

A medida que cooperativas não têm ações em mercado como empresas de capital aberto, outra modificação no modelo inicial deve ser feita. Ela se refere ao dividendo e preço das ações apontado em (6).

No caso das cooperativas, é possível estimar a rentabilidade do dividendo fazendo adaptações necessárias. USDA (1998) sugere a soma das distribuições de sobras e a devolução das quotas, pois são formas diretas de pagamento de capital ao cooperado. Este valor deve ser dividido pelo patrimônio líquido médio do período. Assim, tem-se que:

$$Div_1 = \frac{Sob_{dist} + Dev_{quo}}{PL_{med}} \quad (10)$$

A partir da substituição de (7), (8), (9) e (10) em (6) é possível reescrever a forma de cálculo de K_e , conforme (6a) abaixo:

$$K_e = \left[\frac{Sob_{dist} + Dev_{quo}}{PL_{med}} \right] + \left(\frac{Sob_{Liq_t}}{PL_{medio}} \right) \times \left[1 - \left(\frac{Sob_{dist}}{Sob_{ad}} \right) \right] \quad (6a)$$

No que se refere ao custo de capital de terceiros (K_i), necessário para o cálculo do EVA, neste trabalho foi empregada a razão entre as despesas financeiras do ano em relação ao total de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos. Isto é:

$$K_i = \frac{Desp_t}{TE + Fin_{clp}} \quad (11)$$

Encontrados o K_e e K_i , calculou-se o WACC a partir da ponderação entre os dois tipos de custos e a proporção utilizada pela cooperativa em sua estrutura de capital. Então, o EVA pode ser alcançado e, por fim, o MVA, utilizando o padrão temporal de 10 anos. Somado ao MVA, o total de capital investido (KtI) proporcionou o valor de mercado da cooperativa. Conforme equação (5).

O número de cooperados e o valor das quotas foram retirados de documentos como atas e estatutos atualizados para 2011. A quantidade de cooperados (N) foi importante para encontrar o chamado valor “justo” da empresa. Isto é, o valor da empresa para cada sócio (K_{mer}). Este valor foi obtido pela divisão de VE, dado por (5), pelo total de Sócios. A forma matemática é dada por:

$$K_{mer} = \frac{VE}{N} \quad (12)$$

O valor para cada membro, apontado por (12), foi comparado, em termos estatísticos com valor total capital social (K_s) necessário para se tornar sócio da cooperativa, estipulado no Estatuto Social. Para tanto foi testado a seguinte hipótese:

Ho: O capital social (K_s) necessário para se tornar sócio da cooperativa é igual ao valor de mercado da empresa K_{merc} .

Foi aplicado um teste de médias entre os grupos, considerando um grau de confiança de 95%, para verificar se o valor retirado do estatuto K_s seria estatisticamente equivalente ao valor calculado K_{merc} .

Na sequência, foi realizado outro teste (correlação de Person) para identificar a relação entre o valor do EVA e o valor contábil em cada grupo. O teste foi feito para verificar a possível relação entre criação ou destruição de valor com o preço da quota exigido para adesão, sendo esperada a correlação positiva entre os valores.

4. Resultados e Discussões

Nesta etapa do trabalho são apresentados e discutidos os resultados obtidos a partir dos dados apontados na metodologia.

O custo de capital próprio K_e para os grupos 1 e 2 foi semelhante, pouco menor que 5,5%, com desvio padrão também parecido. O Grupo 3, por sua vez, obteve em média 9,7% de K_e .

Notou-se uma forte relação entre o valor do K_e e o ROE encontrado nas cooperativas, com explicação no caráter de custo de oportunidade, pois o cooperado prefere investir seu capital em uma cooperativa à medida que o retorno se torna maior. O terceiro grupo, por ter menor ativo, leva a um retorno maior e a expectativa, pelo membro, de melhores resultados. O Grupo 1 demonstrou o menor custo de capital de terceiros da amostra, em torno de 7,8%, ratificando a afeição para este tipo de tomada de capital, que se torna mais negociável devido ao tamanho das empresas deste porte. Por sua vez, o Grupo 2 demonstrou o K_i alto - acima de 10% -, refletindo a proporção pequena de empréstimos e financiamentos em sua estrutura, enquanto o Grupo 3 obteve pouco mais e 8,5%. Não houve grande diferença no WACC entre os grupos, variando entre 6,25% e 7,64%, o que pode ser explicado pelo caráter ponderado em que é calculado.

Embora não faça parte do objetivo principal deste artigo, é merecedora de atenção a razão entre o total de capital de terceiros investido e o total de capital próprio, algo relacionado aos custos e a criação de valor. Cooperativas do Grupo 1, as maiores em ativo, apresentam passivo oneroso médio de R\$ 207.255.489 e patrimônio líquido médio de R\$ 146.905.095, numa razão de R\$ 1,41 de financiamento externo para cada real pertencente aos cooperados. Como detêm grandes posses para garantias, torna-se interessante a tomada de empréstimos de terceiros a custos menores; com efeito, para os ofertantes externos de capital, estas garantias são suficientes para tornar o acordo seguro. No Grupo 2 a razão encontrada foi de R\$ 0,44/R\$ 1,00, provenientes de um passivo oneroso médio de R\$ 7.782.205 e um PL médio de R\$ 17.586.555. O alto custo de capital de terceiros encontrado é reflexo desta preferência. Enfim, o terceiro grupo, composto pelas menores cooperativas da amostra, relatou a razão de R\$ 0,78 de terceiros para cada R\$ 1,00 próprio – os valores médios foram R\$ 1.458.339 e R\$ 1.860.629, respectivamente. Neste caso, ainda que haja inclinação ao capital do cooperado, a diferença não é muito significativa como nos outros grupos, causando a proximidade entre os dois custos mesmo que a ausência de grandes garantias não torne o

financiamento por fontes externas um exercício barato – o custo de capital próprio também é alto.

Tabela 2: Estatística descritiva das variáveis utilizadas.

| Variável | | Grupo 1 | Grupo 2 | Grupo 3 | Amostra |
|----------------------------------------|---------------|---------------|--------------|-------------|---------------|
| K _e | Média | 5,31% | 5,41% | 9,77% | 6,77% |
| | Desvio Padrão | 25,17% | 20,57% | 25,72% | 22,87% |
| | Máximo | 22,18% | 49,24% | 70,64% | 70,64% |
| | Mínimo | -55,14% | -26,45% | -16,46% | -55,14% |
| K _i | Média | 7,87% | 10,56% | 8,57% | 9,06% |
| | Desvio Padrão | 5,41% | 8,88% | 3,68% | 6,34% |
| | Máximo | 18,36% | 27,57% | 12,58% | 27,57% |
| | Mínimo | 0,75% | 0,00% | 2,03% | 0,00% |
| WACC | Média | 6,25% | 7,64% | 6,44% | 6,81% |
| | Desvio Padrão | 13,30% | 12,07% | 14,19% | 12,62% |
| | Máximo | 15,83% | 35,43% | 35,34% | 35,43% |
| | Mínimo | -25,75% | -6,99% | -15,87% | -25,75% |
| ROE | Média | 4,88% | 5,31% | 9,62% | 6,55% |
| | Desvio Padrão | 25,87% | 20,42% | 25,75% | 23,07% |
| | Máximo | 22,18% | 48,69% | 70,50% | 70,50% |
| | Mínimo | -57,34% | -26,45% | -16,79% | -57,34% |
| Passivo oneroso / PL médio (R\$) | Média | 1,41 | 0,44 | 0,78 | 1,03 |
| | Desvio Padrão | 0,83 | 1,11 | 1,01 | 0,96 |
| | Máximo | 2,22 | 3,56 | 2,64 | 3,56 |
| | Mínimo | 0,00 | 0,00 | 0,02 | 0,00 |
| EVA (R\$) | Média | (16.674.876) | (578.817) | 194.108 | (5.482.220) |
| | Desvio Padrão | 18.824.726 | 592.796 | 1.191.691 | 12.860.963 |
| | Máximo | (891.620) | 84.264 | 3.038.459 | 3.038.459 |
| | Mínimo | (56.512.101) | (1.559.315) | (920.940) | (56.512.101) |
| MVA (R\$) | Média | (128.191.988) | (4.146.127) | 2.607.659 | (41.679.591) |
| | Desvio Padrão | 123.045.762 | 4.531.801 | 10.195.478 | 90.166.198 |
| | Máximo | (6.885.548) | 1.276.099 | 27.670.910 | 27.670.910 |
| | Mínimo | (365.916.745) | (11.929.446) | (2.720.196) | (365.916.745) |
| Valor de mercado (R\$) | Média | 234.229.443 | 21.256.830 | 5.945.094 | 84.508.311 |
| | Desvio Padrão | 290.586.975 | 16.161.132 | 9.785.646 | 189.138.488 |
| | Máximo | 734.999.842 | 61.307.313 | 29.789.625 | 734.999.842 |
| | Mínimo | (198.597.818) | 8.174.274 | (134.949) | (198.597.818) |
| Valor da empresa para cada sócio (R\$) | Média | 566.552 | 136.517 | 14.541 | 235.096 |
| | Desvio Padrão | 1.156.655 | 151.106 | 15.445 | 674.067 |
| | Máximo | 2.885.717 | 498.322 | 37.392 | 2.885.717 |
| | Mínimo | (476.254) | 5.746 | (4.998) | (476.254) |
| Valor da quota no estatuto (R\$) | Média | 3.084 | 556 | 1.552 | 1.675 |
| | Desvio Padrão | 5.078 | 1.030 | 1.459 | 2.793 |
| | Máximo | 12.000 | 2.100 | 4.000 | 12.000 |
| | Mínimo | 100 | 20 | 12 | 12 |

Fonte: dados da pesquisa

De modo geral, apenas três cooperativas não destruíram valor. Destas, uma apresentou perdas no período, implicando em ROE menor que zero e interferindo no K_e, de forte relação ao resultado esperado. O Grupo 1 teve EVA negativo médio de R\$ 16.674.876 e nenhuma cooperativa agregando valor. Apenas uma adicionou valor no Grupo 2, porém muito baixo em comparação ao tamanho de seu ativo; para este grupo, em média a destruição foi de R\$

578.817. As cooperativas de pequeno porte foram as que obtiveram melhores resultados proporcionais ao seu tamanho, com média positiva de EVA. Duas acrescentaram valor, sendo uma a única de toda a amostra a ter valor expressivo. Entretanto, esta empurrou a média de todo o grupo e explica o alto desvio padrão encontrado. Pela métrica do EVA e a projeção do MVA, cooperativas são organizações com forte disposição à queima de valor investido pelos membros.

A tabela 3 apresenta o teste de médias que visou conferir se o valor da quota especificada em estatuto condiz com o valor exercido pela atividade da cooperativa. O Grupo 1, composto por cooperativas de grande porte, aceitou a hipótese nula, ao retornar um valor-p de 0,2101, muito acima do alfa estipulado em 0,05. O mesmo ocorreu ao Grupo 3, de pequenas cooperativas, ao encontrar um valor-p de 0,0510. Entretanto, a mesma hipótese foi rejeitada no segundo grupo, de cooperativas médias, que apresentou um valor-p de 0,0278. Portanto, para grandes e pequenas cooperativas pode-se afirmar que novos membros pagam quotas que realmente refletem o valor do retorno a seu investimento.

Tabela 3: Teste de médias para cada grupo.

| | Grupo 1 | | Grupo 2 | | Grupo 3 | |
|--------------------|-----------------------|------------|-----------------------|-----------|-----------------------|-----------|
| | Valor para cada sócio | Quota | Valor para cada sócio | Quota | Valor para cada sócio | Quota |
| Média | 566.552 | 2.218 | 136.517 | 1.347 | 14.541 | 1.487 |
| Variância | 1.337.849.893.090 | 19.383.907 | 22.832.874.390 | 2.131.933 | 238.537.372 | 4.524.444 |
| GL | 7 | | 8 | | 7 | |
| Stat t | 1,3800 | | 2,6835 | | 2,3506 | |
| valor-p (bicaudal) | 0,2101 | | 0,0278 | | 0,0510 | |

Fonte: elaborada pelos autores

O segundo teste, sobre a correlação entre a criação de valor, especificada pelo EVA, e o preço da quota no estatuto, está demonstrado na tabela 4. O resultado esperado era que o EVA influenciasse no valor da quota de forma positiva, porém em todos os grupos a correlação se deu de forma negativa. Ainda que exista a destruição de valor, os benefícios encontrados podem ser em forma não pecuniária, como a externalidade gerada pela presença da cooperativa naquele mercado. Também, o EVA afetado por outras formas tradicionais de benefícios da cooperativa, como uma política de preços favorável e serviços prestados, que atingem o resultado do período interferindo na métrica utilizada.

Tabela 4: Correlação entre o valor da quota e o EVA.

| | Grupo 1 | | Grupo 2 | | Grupo 3 | |
|-------|---------|-----|---------|---------|---------|---------|
| | Quota | EVA | Quota | EVA | Quota | EVA |
| Quota | 1 | | Quota | 1 | Quota | 1 |
| EVA | -0,0198 | 1 | EVA | -0,5823 | EVA | -0,2028 |

Fonte: elaborada pelos autores

5. Conclusões

O aumento da alavancagem conferida às cooperativas agropecuárias nos últimos anos, em junção a importância destas no PIB nacional, eleva cada vez mais a importância dos debates quanto as melhores estratégias para o capital a serem destinadas pelos gestores de forma a mantê-las competitivas e proporcionar benefícios a seus membros.

A eficiência da gestão é relevante ao fornecer bem-estar ao cooperado em diversas formas, de distribuição de sobras a garantias de relevância e influência no mercado. Este artigo apresenta contribuições neste contexto, ao calcular o valor econômico agregado no ano de 2011 e verificar se a quota considerada “justa” gerada pelo valor de mercado da cooperativa apresenta distorções em relação à cobrada em estatuto.

Os três grupos discriminados apresentaram formas próprias de montar a estrutura de capital: grandes cooperativas tendem a buscar financiamento em fontes externas, encontrando custos menores decorrentes destes empréstimos. As cooperativas de tamanho intermediário, entretanto, têm preferência pelo financiamento por capital próprio, criando independência dos terceiros. As cooperativas pequenas, por sua vez, não detêm padrão claro, sendo em média semelhantes nas quantidades de capital de terceiros e próprio.

Utilizando a metodologia do EVA como medida do valor econômico a ser agregado, verificou-se destruição em praticamente todas as cooperativas da amostra. Conclui-se que, independente da estratégia para tomada de capital empregada, não há incentivo para aportes de capital por parte dos cooperados pela ótica das finanças, pois a remuneração em comparação ao esperado é baixa.

Aparentemente, a inexistência de um mercado para quotas, que refletiria o preço de forma semelhante ao mercado de capitais para empresas abertas, dificulta a visualização pelo cooperado da desvalorização de seu capital.

O MVA permitiu chegar ao *valuation* e ao valor da empresa para cada membro. Apesar da destruição de valor encontrada, para grandes e pequenas cooperativas o preço para entrada é justo tendo em vista os benefícios proporcionados pelas suas atividades. Para as cooperativas de médio porte, porém, a hipótese foi rejeitada.

A correlação entre o resultado do EVA e o preço da quota pelo estatuto se deu negativamente. Apesar de destruir o capital dos membros, este fato não é acompanhado pelo valor da quota.

A singularidade da organização cooperativa pode explicar diversos resultados. A destruição encontrada leva ao pressuposto do cooperado não ter seu capital investido devidamente remunerado. Porém, este pode retirar benefícios a partir de serviços oferecidos pela cooperativa e pela política de preços favorável. Ainda, estes dois benefícios interferem no resultado do período, base para o cálculo do EVA e do MVA, o reduzindo.

A tomada de ação coletiva, neste caso na forma de uma cooperativa, também oferece ao produtor associado a possibilidade de proteção no mercado em que está inserido. Assim, o capital investido, mesmo não sendo financeiramente bem remunerado, pode se tornar apropriado devido ao poder de mercado existente pela presença de uma cooperativa.

Por outro lado, o fato de ter seu investimento desvalorizado pode levar o membro a pouco se interessar na participação das atividades da cooperativa.

Portanto, sugere-se para trabalhos futuros que novos indicadores sejam acrescentados, de forma a conseguir identificar mais precisamente os benefícios gerados pelas atividades da cooperativa, muitas vezes encontrados de forma não pecuniária e que não são representados

por técnicas de finanças. Em junção ao *valuation* empregado, estes indicadores podem oferecer o valor oferecido pela cooperativa mais abrangentemente.

6. Bibliografia

- ASSAF NETO, A. **A contabilidade e a gestão baseada no valor**. Ribeirão Preto: FEA/USP, 15 p., 1999. (Texto para discussão)
- ASSAF NETO, A. **Métricas de valor & avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2013.
- BARTON, D. G. What is a Cooperative? *In*: COBIA, David (ed.). **Cooperatives in Agriculture**. New Jersey: Regents/Prentice Hall, 1989. cap. 1, p. 1-20.
- BESLEY, T. Property Rights and Investment Incentives: Theory and Evidence from Ghana. **Journal of Political Economy**, v. 103, n. 5, p. 903-937, 1995.
- BIALOSKORSKI NETO, S. **Agribusiness cooperativo: economia, doutrina e estratégias de gestão**. Dissertação de mestrado, Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz (ESALQ-USP), 1994.
- BIALOSKORSKI NETO, S. **Economia e Gestão de Organizações Cooperativas**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2012. 231 p.
- BIALOSKORSKI NETO, S.; MARQUES, P. V. Agroindústria Cooperativa: um ensaio sobre crescimento e estrutura de capital. **Revista Gestão e Produção**, v. 5, n. 1, p. 60-68, 1998.
- BRAGA, R.; MARQUES, J. A. Medidas de avaliação de empresas: uma evidência de suas relevâncias no caso da Companhia Paranaense de Energia – COPEL. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 07, n. 4, 2000.
- BRASIL, Lei no 5.764, de 16 de dezembro de 1971. Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências. República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 16 dez. 1971. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5764.htm >. Acesso em: 31 mar. 2014.
- CHADDAD, F. R.; COOK, M. L. Understanding New Cooperative Models: An Ownership-Control Rights Typology. **Review of Agricultural Economics**, v. 26, n. 3, p. 348-360, 2004.
- COBIA, D. W. **Cooperatives in Agriculture**. New Jersey: Prentice-Hall, 1989.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Interpretação técnica ICPC 14: Cotas de Cooperados em Entidades Cooperativas e Instrumentos Similares**. nov. 2010.
- COOK, M. L. The Future of U.S. Agricultural Cooperatives: A Neo-Institutional Approach. **American Journal of Agricultural Economy**, n. 77, p. 1153-1159, 1995.
- COSTA, D. R. M. **Propriedade e Decisões de Gestão em Organizações Cooperativas Agropecuárias Brasileiras**. Tese de doutorado, Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EESP), 2010.
- COSTA, D. R. M.; CHADDAD, F.; AZEVEDO, P. F. The Determinants of Ownership Structure: Evidence from Brazilian Agricultural Cooperatives. **Agribusiness**, v. 29, p. 62-79, 2013.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999a.
- GEYSER, M; LIEBENBERG, I. **Creating a new valuation tool for South African agricultural co-operatives**. Working Paper, University of Pretoria, 2002.
- HANSMANN, H. **The Ownership of Enterprise**. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press, 1996. 372p.

- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LAUSCHNER, R. Agroindústria cooperativa. *In*: PINHO, D.B. org. **Tipologia cooperativa – manual de cooperativismo**. São Paulo: CNPQ, v. 4, p. 76-84, 1984.
- LEITE, S. **Políticas Públicas e Agricultura no Brasil**. Porto Alegre: Editora da Universidade, 2001.
- MARTINS, E. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, n. 48, p. 261-297, 1958.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S.; Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors that not have. **Journal of Finance Economics**, n. 13, p. 187-221, 1984.
- PÓVOA, A. **Como Precificar Ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. São Paulo: Atlas, 2001.
- ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. **Bell Journal of Economics**, n. 8, p. 23-40, 1977.
- SEXTON, R. J.; ISKOW, J. Factors critical to the success or failure of emerging agricultural cooperatives. **Giannini Foundation Information Series No. 88-3**. Davis, CA: University of California, Davis, 1988.
- SOBREIRA, R. Estruturas de Capital e Estratégias Competitivas. **Cad. EBAPE.BR**, v. 3, n. 4. Rio de Janeiro, 2005.
- SOUZA, J. V. P. **Novas Estratégias de Financiamento do Agronegócio: Uma Análise Sobre a Viabilidade de Emissão do CDCA pelas Cooperativas**. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto (FEARP-USP), 2007.
- STAATZ, J. M. **The Structural Characteristics of Farmers Cooperatives and their Behavioral Consequences**. Washington, D.C.: USDA, 1987, 28p.
- STEWART, G. B. **The quest for value: the EVA management guide**. New York: Harper Business, 1991.
- USDA. **Cost of capital for agricultural cooperatives**. Rural Business Cooperative Service. RBS Research Report 163. 1998. Disponível em: < <http://www.rd.usda.gov/files/rr163.pdf> > Acesso em: 4 mar. 2015.