COOPERATIVAS:
ECONOMIA, CRESCIMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL.

SIGISMUNDO BIALOSKORSKI NETO
Engenheiro Agrônomo

Orientador: Prof. Dr. **PEDRO VALENTIM MARQUES**

*Tese apresentada à Escola Superior
de Agricultura "Luiz de Queiroz",
da Universidade de São Paulo, para
a obtenção do título de Doutor em
Ciências, Área de Concentração:
Economia Aplicada*

PIRACICABA
Estado de São Paulo - Brasil
Junho - 1998

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
DIVISÃO DE BIBLIOTECA E DOCUMENTAÇÃO - Campus "Luiz de Queiroz"/USP

Bialoskorski Neto, Sigismundo

Cooperativas: economia, crescimento e estrutura de capital / Sigismundo

Bialoskorski Neto. -- Piracicaba, 1998.

257 p.

Tese (doutorado) -- Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, 1998.

Bibliografia.

1. Agribusiness 2. Análise econométrica 3. Capital (Economia) 4.
Cooperativa agrícola 5. Economia agrícola I. Título

CDD 334.683

COOPERATIVAS:
ECONOMIA, CRESCIMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL.

SIGISMUNDO BIALOSKORSKI NETO

Aprovada em: 15.06.1998

Comissão julgadora:

Prof. Dr. Pedro Valentim Marques	ESALQ/USP
Prof. Dr. Pedro Carvalho de Melo	ESALQ/USP
Prof. Dr. Marcos Sawaya Jank	ESALQ/USP
Prof. Dr. Décio Zylbersztajn	FEA/USP
Prof. Dr. Paulo Furquim de Azevedo	DEP/UFSCar

Prof. Dr. Pedro Valentim Marques
Orientador

Dedicatória:

"Koan"

*Quando um peixe nada,
continua nadando sem que a água acabe.*

*Quando uma ave voa,
continua voando e o céu não tem fim.*

*Jamais o peixe nadou até sair da água,
nem uma ave voou até sair do céu.*

Mas,

*Se existisse um pássaro que quisesse
verificar primeiro o tamanho do céu,*

*ou um peixe que quisesse
conhecer a extensão da água,*

*e somente depois tentassem nadar ou voar,
Jamais encontrariam o caminho...*

*Quando descobrimos onde estamos,
a prática vem a seguir...
e esta é a compreensão da verdade.*

*O caminho não é
nem o mesmo nem o outro.
Nunca tinha existido antes
e não vai começar existir agora.
Simplesmente, é como é.*

Dogen,
Mestre Zen (Sec. XIII)

*À todos os Socialistas
chamados de “Utópicos”
que com seus sonhos
continuam a auxiliar a construção
de uma sociedade mais justa e igualitária
por meio da cooperação*

*À
Clê*

dedicada companheira

e aos meus dois filhos

Yuri e Isis

*que porventura possam no futuro desfrutar de uma sociedade
mais justa, igualitária e fraterna.*

*Ao meu tio **Edgard**,
verdadeiro amigo de todas as horas*

*a **Irina***

*In memoriam de meus pais
Emgard e Sigismundo*

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Departamento de Economia e Sociologia Rural da ESALQ/USP e ao Prof. Dr. Pedro Valentim Marques pela oportunidade de continuar os meus estudos no curso de pós-graduação - Doutorado.

Ao Prof. Phd. Murray Fulton, Diretor do Centre for the Study of Co-operative - CSC da University of Saskatchewan - Canada, pela atenção, carinho, e paciência com que procedeu a todas as discussões, bem como, pelas importantes contribuições teóricas para esta Tese.

À Profa. Phd. Lou Hammond Ketilson - Diretora em exercício do CSC e Vice-Chairman do Research Committee da Aliança Cooperativa Internacional, pela atenção com que recebeu meu trabalho colocando o CSC a minha inteira disposição durante minha estada no Canada.

Ao Prof. Phd. Mike Cook pelo carinho com que me recebeu na University of Missouri, e pela oportunidade da discussão da Nova Economia Institucional, que muito contribuiu teoricamente com este trabalho.

Ao Prof. Dr. Décio Zylbersztajn, Coordenador do PENSA - Programa de Estudos dos Negócios do Sistema Agroindustrial, e a Profa. Dra. Elizabeth M.M. Querido Farina, Coordenadora Adjunta, pela atenção com que em varias oportunidades discutiram, colaboraram, incentivaram e se dispuseram a toda ajuda neste meu trabalho de Tese.

Aos Professores Doutores Paulo Furquim de Azevedo e Marcos Sawaya Jank pela colaboração na leitura e discussão do "draft" desta Tese, com paciência, tempo e atenção.

Agradeço ao Sr. Dick Carlos de Geus - Presidente da BATAVO, pela confiança em depositada em minha pessoa, pela disposição e atenção com que me recebeu, respondeu, e forneceu todas as informações necessárias para este estudo.

Agradeço, ao Sr. Murray Bryck, Assistente Executivo da Presidência, ao Sr. Leroy L. Larsen - Presidente, ao Sr. Marvin Wiens - Vice-Presidente, ao Sr. Mitchell Demyen - Diretor da Policy & Economic Research Division, ao Sr. Vern Mebs - Manager of Member Relations Division, e atenciosamente ao Sr. Paul Bonnet - Manager of Business Planning & Development, da Saskatchewan Wheat Pool, pelo imenso carinho com que me receberam em Regina no Canada, contribuindo de modo fundamental para a realização do estudo de caso da SWP.

Ao Prof. Dr. Pedro Carvalho de Melo - Diretor da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, pela atenção com que em conjunto com sua equipe se dispuseram a discutir vários detalhes iniciais deste trabalho.

À Sra Patrícia Cruz Gonçalves e ao Sr. Carlos Henrique Tibiriça Miranda, da Fundação Getúlio Vargas - Instituto Brasileiro de Economia, pela colaboração no fornecimento dos dados financeiros, sem os quais este trabalho jamais seria realizado.

Agradeço ao Sr. José Roberto Mubarak - Assessor da Bovespa, Sra Moema Unis - Projetos Especiais da Bovespa, Paulo Favaret Filho - Gerente do BNDES, Sra Maria Carmem Westerlund Montera - Gerente do BNDES-Par, e ao Sr. Carlos Eduardo Sussekind - Chefe de Gabinete da Presidência da CVM, pela disponibilidade nas entrevistas realizadas.

Agradeço ao Governo do Canada e ao Consulado Geral do Canada no Brasil, em especial a atenção da Sra Silvia Reis, pelo financiamento de meus estudos no Canada.

Ao Programa de Estudos dos Negócios do Sistema Agroindustrial - PENSA e ao Prof. M. Cook da University of Missouri pelo financiamento da parte Norte Americana de meus estudos.

À Fundação Getúlio Vargas - IBRE, pelo fornecimento gracioso dos dados utilizados nesta pesquisa.

À CAPES pela Bolsa PICD que possibilitou esta jornada de estudos.

Aos Professores Drs Reynaldo Fernandes - Coordenador da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP "campus" de Ribeirão Preto e Milton Barossi Filho, Coordenador do Departamento de Economia, pela compreensão e pelo apoio fundamental para a elaboração da parte internacional das pesquisas.

À Cristina, Cida, Andreia, e toda equipe de apoio da FEA-RP pela prontidão e ajuda, facilitando todos os procedimentos administrativos na Universidade de São Paulo.

À Mirna, Eliana, Cristina, e Iremar pela simpatia e prontidão na correção ortográfica e das referências bibliográficas deste trabalho.

Ao Luis Requejo que dos EUA auxiliou de forma despojada e pronta na revisão bibliográfica.

Em especial:

Aos amigos, Professores Décio e Beth que me receberam no seio do PENSA em uma época delicada e difícil de mudança de minha carreira profissional, me alavancando, apoiando, e incentivando em todas as situações, demonstrando muita ternura, desprendimento e grandeza nas horas difíceis de encaminhamento desta pesquisa.

Ao Fábio Chadad - membro do PENSA em Missouri, pela maneira atenciosa com que me recebeu em Columbia, verdadeiramente agradável.

À toda equipe do PENSA e aos amigos, Samuel Giordano, Claudio P.M. Filho, Marcos Neves, Sergio Lazzarini, Valter Galan, e a Luciana, pelo apoio e pela disposição com que prontamente me ajudaram e me substituíram nos encargos do Programa, em decorrência de minha ausência nas horas árduas de elaboração desta Tese, sempre e sem exceção com simpatia e solicitude - uma verdadeira e grande equipe, estou agradecido.

À Marianne Taillon - Office Manager do Centre for the Study of Co-operatives da University of Saskatchewan pelo carinho com que me recebeu em Saskatoon, fazendo com a sua delicada atenção com que eu surpreendentemente me sentisse “em casa” durante os meus trabalhos no Canada.

Ao fim, de forma muito especial, a Maria A Maielli Travalini - Secretaria do CPG do DESR, meu verdadeiro “anjo da guarda” durante todos os 8 anos de meus estudos nos cursos de Mestrado e Doutorado no DESR-ESALQ-USP.

À todos os amigos e colaboradores que eu porventura, em mais uma de minhas falhas, tenha omitido involuntariamente destes agradecimentos. Agradeço e me desculpo.

SUMÁRIO

	Página
LISTA DE FIGURAS.....	xiii
LISTA DE TABELAS.....	xviii
RESUMO.....	xix
SUMMARY.....	xxii
1. APRESENTAÇÃO.....	1
1.1 Hipótese e objetivos.....	13
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	15
2.1 A Nova Economia Institucional e a firma.....	15
2.1.1 A Economia dos Custos de Transação.....	21
2.1.2 “Agency Theory”.....	34
2.1.3 Pressupostos semelhanças e diferenças.....	42
2.2 Os determinantes da estrutura de capital.....	45
2.2.1 Considerações iniciais.....	47
2.2.2 A abordagem da Economia dos Custos de Transação.....	51
2.2.3 A visão da “Agency Theory”	59

3. A ECONOMIA DA COOPERAÇÃO.....	66
3.1 O cooperativismo.....	66
3.1.1 História e doutrina.....	68
3.1.2 O ambiente institucional no Brasil.....	82
3.2 A natureza da firma cooperativa.....	87
3.2.1 Características econômicas.....	88
3.2.2 A natureza institucional.....	93
3.2.3 Particularidades da estrutura de capital.....	102
4. A ECONOMIA APLICADA.....	110
4.1 A aplicação da Economia dos Custos de Transação.....	111
4.1.1 Construindo o modelo e os pressupostos.....	117
4.1.2 Análises e resultados.....	127
4.2 Estrutura de capital e “Agency”.....	138
4.3 Considerações da aplicação da ECT e AT.....	148
5. ESTUDOS DE CASO.....	156
5.1. Introdução e método.....	157
5.2. A Batavo.....	160
5.2.1 Introdução.....	160
5.2.2 Negócios.....	162
5.2.3 Estratégias.....	172
5.2.4 Discussão.....	179

5.3 Saskatchewan Wheat Pool - a experiência canadense.....	184
5.3.1 Introdução.....	184
5.3.2 Negócios.....	185
5.3.3 Estratégias.....	195
5.3.4 Discussão.....	201
6. DISCUSSÃO: A EXPERIÊNCIA CANADENSE.....	208
6.1 A eficácia do método e da teoria.....	210
6.2 A estrutura de capital.....	216
6.3 As formas de mudanças - no Brasil e no Canada.....	222
6.3.1 No Brasil.....	222
6.3.2 No Canada.....	223
6.4 Tendências e ambiente institucional comparado: Brasil-Canada.....	226
7. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	234
7.1 Conclusões.....	235
7.2 Recomendações.....	238
7.3 Considerações finais.....	239
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	241
ANEXO.....	254

LISTA DE FIGURAS

Página

- Figura 1.** Formas de governança em função dos atributos das transações, frequência e especificidade (Williamson, 1985). 26
- Figura 2.** Curvas de custo de transação em função da especificidade de ativos, dada uma determinada estrutura de governança das empresas, onde: $M(k)$ - mercado; $H(k)$ - hierárquica; e $X(k)$ - forma intermediária mista (Williamson, 1991). 28
- Figura 3.** Funções de lucro e níveis otimizados de produção em decorrência dos custos de governança (Riordan e Williamson, 1985). 31
- Figura 4.** Nível de lucro esperado em função da governança e do nível de especificidade de ativos (Riordan e Williamson, 1985). 32
- Figura 5.** Intensidade de incentivos ao agente em função dos benefícios marginais advindos deste incremento de esforço (Milgrom e Roberts, 1992) . 39
- Figura 6.** Quadro comparativo dos pressupostos de análise da “Agency Theory” e da Economia dos Custos de Transação (ECT), de acordo com Williamson (1988). 45

- Figura 7.** Curvas de custo de governança financeira de empresas em função das especificidades de ativos, onde $D(k)$ - financiamento; $E(k)$ - abertura de capital. 58
- Figura 8.** Valor da firma e nível de benefícios não-pecuniários da gestão (Jensen e Meckling, 1976). 62
- Figura 9.** Proporção de financiamento por meio da abertura de capital em função dos custos de "Agency" (Jensen e Meckling, 1976). 64
- Figura 10.** Matriz de pagamentos para os jogadores A e B, respectivamente, primeiro e segundo valores entre parênteses, segundo as estratégias possíveis, não cooperar e cooperar ("dilema do prisioneiro"). 94
- Figura 11.** Quadro comparativo do custo de governança financeira, em função da especificidade de ativos e dos direitos de propriedade, onde (-) representa o menor custo e (+++), o maior. 113
- Figura 12.** Curvas de custo de governança financeira de empresas em função das especificidades de ativos, onde: $D(k)$ - financiamento; $E(k)$ - abertura de capital; e $M(k)$ - forma intermediária mista. 115
- Figura 13.** Custos de governança financeira de empresas cooperativas e não-cooperativas em função das especificidade de ativos. 116
- Figura 14.** Gráfico do exigível de longo prazo em função do ativo imobilizado, em reais, apresentando os pontos reais encontrados ELP-r e os pontos estimados pelo modelo econométrico ELP-e, para as cooperativas agropecuárias. 135

- Figura 15.** Gráfico do exigível de longo prazo em função do ativo imobilizado, em reais, apresentando os pontos reais encontrados **ELP-r** e os pontos estimados pelo modelo econométrico **ELP-e**, para as empresas não-cooperativas ligadas ao setor de alimentos. 136
- Figura 16.** Gráfico do exigível de longo prazo em função do ativo imobilizado, em reais, apresentando os pontos estimados pelo modelo econométrico **ELP-e**, para as cooperativas agropecuárias e para as empresas não-cooperativas do setor de alimentos. 137
- Figura 17.** Gráfico da proporção, em reais, do exigível de longo prazo e do patrimônio líquido em relação ao ativo imobilizado, apresentando os pontos encontrados **ELP-r**, para as empresas não-cooperativas do setor de alimentos. 140
- Figura 18.** Gráficos da proporção, em reais, do exigível de longo prazo e do patrimônio líquido em relação ao ativo imobilizado, apresentando os pontos encontrados **ELP-r**, para as empresas não-cooperativas do setor de alimentos e para as cooperativas agropecuárias. 141
- Figura 19.** Proporção de estrutura de capital em função dos custos de "Agency", para as cooperativas. 142
- Figura 20.** Histograma de frequência das empresas não-cooperativas de acordo com a proporção na estrutura de capital. 144
- Figura 21.** Histograma de frequência das empresas cooperativas de acordo com sua estrutura de capital. 145
- Figura 22 .** Nível de lucro esperado em função da governança e do nível de especificidade de ativos (Riordan e Williamson, 1985). 151

- Figura 23.** Gráficos para as empresas cooperativas e não cooperativas, que representam: a) as curvas de benefícios após os custos de produção, em função da especificidade de ativos e tamanho da empresa, b) as curvas de custo de transação da governança financeira, em função da especificidade de ativos, c) as curvas de benefícios líquidos, benefícios menos custos de governança financeira, em função da especificidade de ativos.
152
- Figura 24.** Evolução do recebimento de leite de 1993 a 1996 pela Batavo.
164
- Figura 25.** Produtividade média em kg/vaca/ano na produção de leite e ganho percentual anual, de 1991 a 1995 na Batavo.
166
- Figura 26.** Negócios com aves: composição do “mix” de produção de 1995 a 1996, na Batavo.
167
- Figura 27.** Informações financeiras, evolução dos Ativos Fixos, Passivos de Longo Prazo e Resultados da Cooperativa Central de Laticínios do Paraná Ltda.
169
- Figura 28.** Evolução do Índice de Liquidez Corrente da Cooperativa Central de Laticínios do Paraná Ltda..
170
- Figura 29.** Concentração do faturamento de mercado no Sistema Agroindustrial do Leite de 1981 a 1996.
173
- Figura 30.** Organograma anterior do sistema Batavo.
176
- Figura 31.** Organograma atual do sistema Batavo.
177

Figura 32. Organograma do sistema da Wheat Pool Saskatchewan Wheat Pool	186
Figura 33. Diagrama de relações e controle de empresas da SWP	188
Figura 34. Informações financeiras, evolução dos ativos fixos, passivos de longo prazo e resultados da Saskatchewan Wheat Pool de 1991 a 1995	192
Figura 35. Evolução do índice de liquidez corrente da Saskatchewan Wheat Pool de 1991 a 1996	193
Figura 36. Esquema da abertura de capital da Saskatchewan Wheat Pool	199
Figura 37. Relações de “Agency” na SWP onde <i>x</i> , <i>y</i> , <i>z</i> identificam as relações e os custos de “Agency”	206

LISTA DE TABELAS

Página

Tabela 1. Relação das cooperativas agropecuárias analisadas, e respectivos valores do Imobilizado e Exigível de Longo Prazo em R\$.	128
Tabela 2. Relação das empresas não-cooperativas analisadas, e respectivos valores do Imobilizado e Exigível de Longo Prazo em R\$.	129
Tabela 3. Resultado da regressão, apresentando as relações entre a variável dependente Ln ELP e a variável explicativa selecionada para cooperativas agropecuárias.	131
Tabela 4. Resultado da regressão, apresentando as relações entre a variável dependente Ln ELP e a variável explicativa selecionada para as empresas não-cooperativas.	131
Tabela 5. Cálculo das elasticidades para pontos arbitrariamente escolhidos para as funções estimadas das cooperativas e das “firmas de capital”	134
Tabela 6. Dados selecionados e indicadores financeiros da Batavo, para o período de 1994 a 1996, em milhares de Reais.	170
Tabela 7. Dados selecionados e indicadores financeiros da Saskatchewan Wheat Pool, para o período de 1994 a 1996, em milhares de Dólares Canadenses.	193

COOPERATIVAS:
ECONOMIA, CRESCIMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL

Autor: Sigismundo Bialoskorski Neto
Orientador: Prof. Dr. Pedro Valentim Marques

RESUMO

A presente Tese discute a natureza da firma cooperativa, de acordo com a análise das relações contratuais, utilizando-se do instrumental teórico da Nova Economia Institucional, particularmente sob o ponto de vista da Economia dos Custos de Transação - ECT, e da "Agency Theory" - AT.

O objetivo deste estudo é analisar o crescimento da firma cooperativa, sua capacidade de adaptação, e os custos de governança financeira, como indutores de problemas para o crescimento das firmas com eficiência econômica.

Verifica-se que a empresa cooperativa, devido ao custo de oportunidade do capital próprio e aos custos da estrutura de governança financeira, apresenta maior viabilidade quando é uma empresa menor com baixa especificidade de ativos. O necessário processo de crescimento da firma faz crescer os custos de transação e de "agency" mais do que em outros tipos de arquitetura organizacional, como das sociedades anônimas.

É apresentada uma revisão teórica sobre a economia da cooperação e a natureza da firma cooperativa, desde as bases doutrinárias

da cooperação, a visão neoclássica, as relações contratuais, até a descrição do ambiente institucional no Brasil.

Análises gráficas mostram que quando cresce a especificidade de ativos, os custos de transação da governança financeira também crescem. Por causa destas relações e da proporção dos fatores de produção - capital e trabalho - a empresa cooperativa tende a apresentar maiores custos de transação da governança financeira, e portanto uma estrutura maior de passivos.

Uma aproximação econométrica, com dados financeiros de empresas cooperativas e não cooperativas do setor de alimentos, compara os custos de governança financeira e a especificidade de ativos. O modelo de regressão mostra que a função estimada tem o mesmo comportamento da aproximação teórica da ECT, e que as cooperativas tem maiores custos de transação da governança financeira, do que empresas não cooperativas, quando cresce a especificidade de ativos.

Para completar a análise econométrica dois estudos de caso são elaborados: um sobre a BATAVO, uma cooperativa brasileira de derivados de leite, que transforma a sua estrutura de capital estabelecendo uma aliança estratégica - joint venture - com uma firma não cooperativa, objetivando crescer nos mercados, e decrescer os seus custos da governança da estrutura de capital; e outro sobre a Saskatchewan Wheat Pool - SWP, uma cooperativa canadense que abre a sua estrutura de capital vendendo ações no mercado financeiro - Toronto Stock Exchange - objetivando sobreviver em mercados globais e ganhar eficiência econômica, mas mantendo a base doutrinária do cooperativismo - um homem um voto.

Os estudos de caso mostram que o mercado e o sistema de preços são importantes para incrementar o monitoramento e o incentivo

nas relações de “Agency” no interior da organização cooperativa, e também que é possível abrir a estrutura de capital da empresa cooperativa sem modificar as bases doutrinárias do cooperativismo.

Discute-se também sobre a experiência canadense no processo de mudança da estrutura de capital das cooperativas. No Canada a experiência da SWP e a Nova Geração de Cooperativas mostram que por meio de uma nova arquitetura organizacional é possível diminuir os custos de governança financeira e incrementar o monitoramento e os incentivos nas relações de “Agency”, objetivando a necessária eficiência e agilidade de negócios na economia globalizada, respeitando a base doutrinária do cooperativismo.

Por outro lado, pode-se também concluir que a aproximação teórica da Economia dos Custos de Transação é um instrumento eficiente para explicar a estrutura de capital das empresas agrícolas do setor de alimentos, em função da especificidade de ativos.

Neste estudo é possível observar sob o aspecto teórico que: a) a ECT e da AT explicam o problema; b) o modelo econométrico e as elasticidades, generalizam e mostram a situação; e, c) os estudos de caso confirmam a conclusão de que quando a empresa cooperativa cresce, e cresce a especificidade de ativos, crescem também os custos de transação da governança financeira, mais que em outros tipos de organizacionais de empresas, e são necessárias mudanças em sua estrutura de capital.

Então, ao fim, é possível formular a conclusão que os custos de governança financeira dependem da especificidade de ativos e é necessário mudar o ambiente institucional no Brasil para ser possível recomendar a abertura da estrutura de capital das cooperativas nos mercados financeiros.

CO-OPERATIVES:
ECONOMICS, GROWTH AND CAPITAL STRUCTURE

Author: Sigismundo Bialoskorski Neto
Adviser: Prof. Dr. Pedro Valentim Marques

SUMMARY

This thesis discusses the nature of cooperative enterprise, in accordance with contractual relationships utilizing the New Institutional Economics theoretical approach, particularly the Transactions Costs Economics – TCE, and Agency Theory – AT points of view.

The objective of this study is to analyze cooperative enterprise growth, adaptation capacity, and financial governance costs, like inducing problems to the firms' growth with economic efficiency.

It has been verified that cooperative enterprise, because of the opportunity costs of ownership capital and the costs of the financial governance structure, presents more viability when the cooperative is one small enterprise with a few assets specificity. The necessary growth process increases the cost of transactions and the "agency", more than other enterprise form organizations, like Investor Owned Firms.

A theoretical review has been elaborated about the cooperative economics and the nature of the cooperative enterprise, from

the doctrinal bases of cooperation, the neoclassical approach, the contractual relations to the description of institutional environment in Brazil.

Graphic analyses show that when the specificity of the assets grows, the transaction costs of financial governance rise too. Because of these relations and the proportion of productions factors – capital and labor – the cooperative enterprise has a tendency to have more transaction costs of financial governance, and therefore a debt structure more expansive than other organizations.

An econometric approach with financial data about Brazilian food and agricultural cooperative enterprises and non-cooperative enterprises compares the costs of financial governance in the function of the specificity of the assets of a theoretical TCE approach and that cooperative firms have greater costs of financial governance than other non-cooperative firms when the specificity of the assets grows.

In order to complete the econometric approach, two case studies have been elaborated: one about BATAVO, a Brazilian dairy cooperative that transforms its capital structure establishing a strategical alliance – joint venture – with investor owned firms, aiming the growth in markets and decreasing the costs of capital structure governance; and another about the Saskatchewan Wheat Pool, - SWP, a Canadian cooperative that opens its capital structure sending shares to financial markets – Toronto Stock Exchange – objecting survival in global markets and gaining financial efficiency, but maintaining the doctrinal cooperative basis – one-man, one-vote.

These case studies show that the market and price systems are important to increase the monitoring and incentive in the agency relations inside the cooperative organization, and also that it is possible to

open the cooperative capital structure without modifying the doctrinal basis of cooperativism.

Analyses are also made about the Canadian experience in the process of change in the cooperative structure. In Canada, the SWP experience and the new generation of cooperatives show that through a new organizational architecture, it is possible to diminish the financial governance costs and increase incentives and monitoring in agency relations, objecting the necessary economic efficiency and business agility in the global economy, respecting a doctrinal cooperative basis.

On the other hand, it is possible to conclude that the Transaction Costs Economics theoretical approach is an efficient instrument to explain the capital structure of food and agricultural enterprises in the function of the specificity of the assets.

In this study, it is possible to notice under a theoretical point of view, the following: a) TCE and AT explain the problem; b) The econometric model and elasticity generalize and show the situation, and, c) The case studies confirm the conclusion, that when cooperative enterprise grows, the asset specificity grows, and the costs of financial governance structure rise more than other organizational firms, and it is necessary to change the capital structure.

Finally, it is also possible to formulate conclusion that costs of governance structure depend on the specificity of the assets and that it is necessary to change the institutional environment in Brazil so recommendations to open cooperative capital structure in financial markets are possible.

1 APRESENTAÇÃO

As mudanças nos padrões de comércio, por meio da abertura de mercados e da formação de grandes blocos comerciais, têm o efeito de provocar uma nova relação de custos e preços que influi diretamente na competitividade das firmas.

Esta situação faz com que a questão da adaptação da firma a estes novos padrões seja de crucial importância para a sobrevivência da empresa e dos negócios, e conduz os sistemas agroindustriais - SAG's¹ a um necessário processo de ajustamento que só vai acontecer com sucesso se houver, como pré-requisitos, uma estrutura de produção e tecnologia com custos compatíveis com os padrões internacionais e uma estrutura de coordenação articulada e eficiente.

A boa condução desse processo de adaptação propicia, a todo o sistema agroindustrial, ganhos em eficiência e competitividade, palavras-chave e “condições de primeira e segunda ordem” para o êxito de negócios.

¹ SAG - Sistema Agroindustrial - conceito que envolve a idéia de análise de todo um encadeamento de ações, negócios e relações contratuais ao longo de uma seqüência de operações no agribusiness.

É condição necessária para a eficiência do SAG uma estrutura de coordenação - governança² - composta de relações contratuais que possibilitem uma estratégia financeira articulada das atividades, bem como os investimentos ao longo do sistema agroindustrial.

Para tanto, deve-se proceder a uma análise das implicações da estrutura de capital das empresas agroindustriais, tanto sobre o processo de adaptação quanto sobre a harmonização das estratégias financeiras de todo o SAG.

Este trabalho de tese focaliza, então, a estrutura de capital das empresas agroindustriais, tanto as estabelecidas como sociedades anônimas quanto as constituídas como sociedades cooperativas, visando à discussão da implicação dos custos dessas estruturas para a eficiência da governança financeira no agribusiness.

Utilizam-se o enfoque da Nova Economia Institucional - NEI, por meio de suas vertentes, a Economia dos Custos de Transação - ECT e a "Agency Theory" - AT, para considerar as especificidades de ativos³ e os custos de transação⁴ como variáveis condicionantes da estrutura de capital das firmas.

Esta abordagem foi escolhida por ser considerada a mais apropriada, uma vez que possibilita o estudo do problema por meio de pressupostos e instrumentos teóricos não considerados pela teoria neoclássica.

² O termo governança refere-se à coordenação ou ao governo de certo tipo de forma organizacional, em função de seus custos de transação e da especificidade de ativos.

³ Especificidade de ativos é um termo da ECT que se refere ao grau com que um ativo pode ser realocado para uso alternativo, por usuários alternativos, sem que sacrifique o seu valor produtivo Williamson (1996, p.59).

⁴ Custo de transação é o custo que está associado à elaboração de instrumentos e relações contratuais específicas, tanto no nível do mercado como fora deste.

Assim, serão consideradas algumas relações bastante conhecidas entre capital de terceiros e próprio na empresa, e o nível de capital investido ou imobilizado, que serão vistas sob uma ótica particular e construídas por meio de funções com pressupostos diferentes dos usuais.

Objetiva-se, assim, uma nova abordagem das implicações da estrutura de capital da firma na sua performance, considerando os custos de transação associados às operações financeiras e ao processo de abertura do capital, em função da especificidade de ativos.

Pode-se observar, nos agronegócios brasileiros, que não existe um número expressivo de firmas com seu capital aberto e negócios em bolsas de valores. Das 100 maiores empresas organizadas como sociedades anônimas do agribusiness, incluindo todos os setores, têm-se aproximadamente 38% com capital aberto. No setor específico de alimentos, têm-se 26% das empresas listadas entre essas 100 maiores com o seu capital aberto (Fundação Getúlio Vargas, 1996).

Esta inferência indica a necessidade de se discutir uma resposta para algumas indagações iniciais a respeito das razões dessa situação, isto é:

- a) Se esta realidade é uma consequência das políticas públicas e da regulamentação do setor; ou
- b) Se é devida a uma variabilidade da renda - por causa da sazonalidade da produção e do risco da atividade -; ou ainda,
- c) Se isso acontece em função da especificidade de ativos e dos custos de transação dessas operações.

Aliadas a esta constatação, há também as tentativas de abertura de capital efetuadas pelo setor cooperativado do agribusiness brasileiro e internacional. Observa-se que as cooperativas agropecuárias

estão posicionando-se nessa direção, incentivadas a procurar novas fontes de recursos para investimento e capitalização e a buscar uma forma mais apropriada de reestruturar seu passivo.

Indaga-se, nesta questão, se realmente esses motivos, a busca por recursos de investimento a custos mais baixos que os do mercado ou a possibilidade de dimensionar o passivo, são suficientes para explicar tal fato ou se existem outros determinantes, ainda não muito claros, para explicar esse comportamento das empresas.

Parece, de modo preliminar, que a simplificação do problema, à análise de investimentos, custos de oportunidade ou alavancagem financeira não são argumentações teóricas suficientes para explicar, no estágio atual do desenvolvimento da teoria econômica, essa realidade encontrada no agribusiness.

Pode-se analisar a firma de modo diferente, isto é, como um arranjo de relações contratuais como foi proposto por Coase (1937). Assim, relações contratuais e custos de transação passam a ser variáveis importantes nesse processo, que deve envolver algumas transferências de direitos de propriedade com implicações diretas no controle da empresa e na divisão de seus resultados.

No nível das empresas do agribusiness, há indicativos de que a governança financeira e/ou a capacidade de coordenação de investimentos parecem ser variáveis importantes nesta análise.

Essa situação é notada quando se observa o decréscimo sistemático de participação do Estado nas operações de crédito para as áreas rural e agroindustrial, ao lado da crescente resposta do agribusiness à demanda, por meio da produção de diversas supersafras. Assim, os sistemas agroindustriais, além das suas funções, vêm promovendo uma verdadeira revolução na coordenação de seus negócios financeiros.

Hoje, há várias operações de financiamento coordenadas ao longo dos SAG's, tanto por cooperativas como por S/A's, como é o caso do sistema de "troca-troca", em que os insumos agrícolas são adiantados para os produtores em troca de produto na época de safra. Esta operação somente é possível devido a uma "âncora" estabelecida nas operações de hedging nas bolsas de futuros, e pelo capital de giro do SAG.

Assim, as cooperativas e a agroindústria assumem um importante papel de agentes coordenadores de intrincadas operações de engenharia financeira do setor, em que a própria estrutura de capital dessas empresas será de fundamental importância para o sucesso dessa coordenação.

Uma vez justificado que as empresas do agribusiness constituídas como sociedades anônimas ou sociedades cooperativas devem ser analisadas sob outro foco de atenções, é necessário explicar o porquê de ser dada certa ênfase de análise comparativa entre as sociedades anônimas e as empresas cooperativadas.

Neste intento, deve-se observar que a cooperativa é uma forma particular de organização empreendedora. Nessa sociedade, não há uma intenção inicial de obtenção de lucros dos negócios, não há o recolhimento de imposto de renda e, ao final do exercício, são apresentadas apenas sobras operacionais, distribuídas *pro rata* e proporcionais às operações de cada um dos associados naquele exercício.

Nesse empreendimento, o associado é simultaneamente cliente e proprietário da mesma firma, o que induz a alguns problemas específicos de separação entre a propriedade e o controle, e a outros, de custos associados à necessidade de monitoramento das relações contratuais.

Estas características, entre outras, fazem dessa organização um tipo particular que merece abordagem específica, principalmente quando se trata de agronegócios.

A empresa cooperativa é um tipo importante de organização no setor primário da economia. A Organização das Cooperativas Brasileiras - OCB indica que existem 1.344 cooperativas agropecuárias que respondem por grande parte do leite, 38% da soja e perto de 1/3 do café produzidos no país, entre outros, e congregam aproximadamente um milhão de associados na área rural (Organização das Cooperativas Brasileiras, 1995).

As 30 maiores cooperativas agropecuárias do país apresentam uma receita operacional líquida total de R\$ 5,9 bilhões, de acordo com a Fundação Getúlio Vargas (Fundação Getúlio Vargas, 1996). As cooperativas participam com perto de 8,47% das receitas com exportações agrícolas totais e com aproximadamente 1,68% do total das exportações do Brasil, considerada a média de 1991 a 1994 (Organização das Cooperativas Brasileiras, 1995). Portanto, são empresas importantes e significativas no nível da economia e do universo do chamado agribusiness.

As cooperativas também favorecem as relações comerciais entre seus associados e o mercado, devido a sua concentração nessas estruturas, bem como articulam e coordenam todo um sistema agroindustrial, sob o ponto de vista contratual, de informações e estratégias (Bialoskorski Neto, 1994).

Atualmente, algumas transformações fazem-se sentir nesse setor. Como exemplo, temos a situação em que uma cooperativa no SAG da laranja vendeu sua unidade agroindustrial de processamento, ou ainda uma importante central cooperativa do SAG do leite também se desmobilizou por meio da venda de sua unidade de processamento.

Uma importante cooperativa do Paraná está reestruturando seu capital de forma a propiciar um controle diferente de suas agroindústrias, inclusive com a participação de capital de não-associados. No SAG do leite, uma cooperativa central no Estado do Paraná estuda a possibilidade de transformação para sociedade anônima. No Canadá e nos EUA, também há exemplos semelhantes a estes.

Como as cooperativas são empresas importantes no âmbito do agribusiness, inclusive apresentando uma performance de negócios apropriada, pode-se perguntar:

- a) Porque estão acontecendo essas modificações nas estruturas das empresas cooperativadas?
- b) Que fatores estão influndo a ponto de fazer com que essas cooperativas busquem novos caminhos?

Como é observável que as cooperativas são hoje, no setor primário da economia, uma forma organizacional relevante, este problema passa a ser particular para o setor agroindustrial e, em especial, para essa forma de organização empresarial.

A estrutura organizacional da cooperativa dá-se de acordo com preceitos doutrinários do cooperativismo, oriundos ainda da primeira cooperativa em Rochdale na Inglaterra em 1844⁵, como, a cada associado, um único voto e a ausência do objetivo de lucro na empresa. Estas características fazem com que seja muito delicado o processo de abertura e de acesso ao mercado de capitais.

⁵ Primeira cooperativa fundada no mundo, cujas formas de organização e preceitos doutrinários são as bases do cooperativismo moderno. Para mais detalhes, ver Lambert (1975).

Essa situação é polêmica, tanto que há debates em nível internacional, no meio acadêmico e empresarial, com algumas experiências diferenciadas em cooperativas de países como Canadá, Holanda e EUA.

No Brasil, esse problema faz-se sentir em decorrência do nível de endividamento das empresas cooperativas agropecuárias, que gera tentativas na direção de uma nova estrutura de capital por parte dessas empresas como forma de solucionar a dicotomia entre crescimento da firma e aumento de seus encargos financeiros, objetivando a possível reestruturação de seu passivo.

Este trabalho deverá analisar, também, as conseqüências econômicas para a firma decorrentes da estrutura institucional advinda da doutrina da cooperação, e avançar teoricamente nesse campo de estudos para fazer um paralelo entre a cooperação do fator de produção “trabalho”, que hoje existe na constituição da cooperativa, e a possibilidade de haver a cooperação doutrinária do fator “capital”.

Essa situação, esquecida no tempo, já foi proposta por Fourier, na França, nos primórdios do desenvolvimento da doutrina econômica proposta pelos socialistas utópicos associacionistas (Hugon, 1970), e deverá ser reconstruída durante esta tese com a preocupação da preservação da doutrina cooperativista.

Toda esta problemática é digna de um estudo mais aprofundado, em nível de tese, dadas algumas características relevantes como:

- a) A grande importância do agribusiness, que hoje representa cerca de 40% do PIB brasileiro, e as vantagens comparativas do Brasil nesse setor;

- b) As empresas agroindustriais apresentam pequena atratividade ao capital de terceiros e um pequeno nível de abertura de capital, possivelmente devido às políticas públicas, à regulamentação, aos riscos inerentes à atividade agrícola e a outras características como as relações contratuais que hoje podem ser melhor estudadas;
- c) Há uma maior importância dessas empresas no processo de coordenação financeira do setor, bem como no financiamento da atividade.
- d) A empresa cooperativa é alicerçada em toda uma arquitetura doutrinária que faz com que esse processo de adequação da estrutura de capital seja, para essa empresa, muito específico.

Além destas verificações da realidade de negócios e da possível futura aplicação das conclusões deste estudo, há uma outra vertente que é importante motivação para sua realização.

Esta é a oportunidade de analisar a firma por meio de uma nova teoria, a Nova Economia Institucional, e também de outro ponto de vista, ou seja, da estrutura de capital.

Portanto, faz-se necessária uma abordagem centrada na Economia dos Custos de Transação - ECT, auxiliada pelas idéias de "Agency"⁶. Mais pretensiosamente, espera-se que este estudo possa contribuir para uma nova abordagem dentro da concepção do agribusiness - ainda muito pouco explorada -, ou seja, a abordagem da governança financeira no SAG.

⁶ "Agency" é uma formulação teórica que leva em conta o agenciamento, ou seja, como um ator transfere a outro um direito de agir em seu interesse próprio.

Procura-se, também, discutir a formulação teórica, ou seja, a consideração e a análise de uma função de especificidade de ativos, aliada aos custos de transação e de “agency”, que estariam associados às formas de governança financeira, inclusive como restrição à atividade da empresa em casos particulares.

Para que este trabalho de tese possa discutir apropriadamente esse assunto é necessário, em um primeiro momento, edificar a teoria para, em um segundo momento, discutir em particular e teoricamente a governança financeira no agribusiness. E, ao final, particularizar o problema discutindo a abertura de capital das empresas cooperativas agropecuárias.

Deste modo, este trabalho foi dividido em quatro grandes partes. A primeira é composta por uma revisão bibliográfica do assunto, capaz de oferecer fundamentação teórica para as discussões. A segunda discute particularmente o cooperativismo e a cooperação, de modo a tecer a natureza da firma cooperativista. Na terceira, faz-se algumas aplicações dos conceitos para, ao final, na quarta e última parte, proceder-se às conclusões teóricas e considerações práticas.

Como o centro das atenções é dado pela premissa da importância que tem a estrutura de capital para a adaptação das empresas ao novo ambiente de negócios, constróem-se alguns pressupostos iniciais, como:

- a) Há uma mudança no ambiente de negócios, devido ao processo de abertura comercial, e de desregulamentação, que faz com que esse novo ambiente seja volátil;
- b) Para sobreviver nesse ambiente, é necessário um esforço constante de adaptação das firmas; e,

- c) A adaptação só é possível se houver uma estrutura financeira e de capital que venha a possibilitar essas estratégias de negócios.

Portanto, colocam-se algumas questões e problemas a serem respondidos ao longo deste trabalho, que são:

- a) Qual é, na verdade, a estrutura de capital ideal para determinado tipo ou tamanho de empresa?
- b) Quais são os fatores de custo e eficiência associados a essa estrutura?
- c) Qual é o papel das instituições, dos mercados financeiros, das bolsas ou do mercado de balcão nesse processo?

Para objetivar este estudo, optou-se por estruturar esta tese em capítulos, em cada uma das partes já descritas anteriormente, da seguinte maneira: após esta apresentação inicial, procede-se a uma revisão de acordo com um espectro teórico limitado à NEI. No segundo capítulo, procurar-se-á definir essa fronteira teórica, colocando os principais pressupostos, definições e modelos.

De modo inicial, tendo definido o referencial teórico e com a teoria colocada, será possível abordar o problema da estrutura de capital das firmas sob o enfoque da ECT e da teoria de "Agency", construindo-se, então, a formalização teórica deste trabalho.

Em seguida, no capítulo 3, serão desenvolvidos a questão da cooperação, sua história, a doutrina e o ambiente institucional no Brasil. Em seguida, será discutida a natureza da firma cooperativa sob o enfoque institucional.

Como, nesse momento, o problema já poderá ser exposto em sua total magnitude, no capítulo 4, a teoria será desenvolvida visando à construção de variáveis que possibilitem a elaboração de alguns testes econométricos, comparando a governança financeira nas cooperativas e nas sociedades anônimas, de forma a discutir, com dados empíricos, a teoria formulada anteriormente.

No capítulo 5, serão desenvolvidos alguns estudos de caso selecionados sobre a cooperativa “Wheat Pool” no Canadá, que abriu seu capital por meio do mercado financeiro de modo direto, e da BATAVO, cooperativa central que está buscando novos caminhos por meio da transformação das unidades de processamento em sociedade anônima (S/A).

Com o embasamento teórico específico da NEI, com a inferência generalizada dos testes econométricos e com as observações dos estudos de caso particularizados, poder-se-á discutir as transformações da estrutura de capital das empresas agropecuárias cooperativas, de modo a lhes possibilitar crescimento, investimento, adaptação aos mercados, premissas iniciais deste trabalho.

Nessa última parte, faz-se também algumas recomendações com o fim de contribuir para a formulação teórica, por meio da discussão de um instrumental, para a abordagem tanto da estrutura de capital das firmas como da governança financeira dos sistemas agroindustriais, e, somente assim, proceder a algumas conclusões deste trabalho.

Deve-se notar que há intenção de a formulação teórica caminhar paralelamente à prática, no esforço de essas “rotas” não se “descolarem” em nenhum momento, mas caminharem juntas.

Isto é, o caminhar ao lado da fronteira teórica, sem deixar de visualizar o âmago do problema prático do dia-a-dia daqueles que constroem a nossa economia por meio dos agronegócios.

É importante frisar que este trabalho de tese pretende desenvolver uma análise de acordo com a Nova Economia Institucional, utilizando-se para isso de instrumentos de análise financeira. É a intenção inicial de oferecer uma nova análise do problema, escapando deliberadamente e intencionalmente das análises tradicionais na área financeira. Portanto este trabalho não é uma discussão de finanças, mas sim um exercício de aplicação da Nova Economia Institucional utilizando-se variados instrumentos de análise.

Expostas as intenções e as premissas iniciais, é possível determinar a hipótese e os objetivos gerais e específicos a serem perseguidos e detalhados ao longo do desenvolvimento do trabalho de tese.

1.1 Hipótese e objetivos

Hipótese:

A forma de governança financeira, que permita uma solução ótima de minimização dos custos de transação em função da especificidade de ativos, é uma variável importante para ser considerada no processo de crescimento e adaptação das empresas cooperativas e não cooperativas do setor agroindustrial.

Objetivo Geral:

Analisar a governança financeira e a adaptação da firma, em especial a cooperativa agropecuária, em função da especificidade de ativos e da estrutura de capital. Verificar as barreiras institucionais - doutrinárias no caso das cooperativas - que impedem a inserção das firmas ao processo eficiente de capitalização e de abertura de capital.

Objetivos específicos:

- a) Descrever e analisar teoricamente as estruturas de governança financeira no setor agroindustrial de alimentos, de acordo com a especificidade de ativos, custos de transação e problemas de "agency".
- b) Estimar os fatores determinantes para que esse processo de coordenação financeira se dê com eficiência, comparando as formas arquiteturais das organizações.
- c) Discutir as formas adequadas de melhor governança financeira dos SAG's, como também, em especial, para as cooperativas, de onde a abertura de capital não conflite com a estrutura doutrinária determinada pela Aliança Cooperativa Internacional - ACI.
- d) Identificar a modificação no ambiente institucional e nas instituições, de modo a permitir desenvolvimento coordenado das estruturas de governança nas organizações em nível do setor agroindustrial.
- e) Contribuir teoricamente para o estabelecimento de um método analítico da eficiência da governança financeira nas organizações do agribusiness.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo inicial tem por objetivo introduzir o leitor aos principais pressupostos teóricos que serão utilizados durante o desenvolvimento deste trabalho. Para tanto, há uma introdução à Nova Economia Institucional - NEI e, após, explana-se sobre a economia dos custos de transação e a “Agency Theory”.

Na segunda parte deste capítulo, aplicam-se esses conhecimentos ao estudo da estrutura de capital das empresas.

2.1 A Nova Economia Institucional e a Firma

A firma é vista tradicionalmente como uma unidade econômica em que há um processo de transformação e de produção de mercadorias. Isto é, há a transformação de insumos em produtos de acordo com as regras técnicas específicas de uma função de produção.

Esta função expressa-se por meio de uma relação matemática entre quantidades de insumos adquiridos e produtos produzidos, sujeitos às

relações de transformação de acordo com uma abordagem marginalista, ou seja, de ganhos marginais decrescentes (Henderson e Quandt, 1958).

Este conceito geral é descrito por uma única função contínua, com derivadas de primeira e segunda ordens também contínuas, que explica de modo genérico o processo de produção de determinado bem e o comportamento de maximização do empresário.

Esse processo de otimização ocorre por meio da maximização de resultados que leva em consideração a função de custos. Nesta abordagem, há três pontos importantes: primeiro, o da presença de preços nesta análise matemática; o segundo é que há uma restrição a esse processo dada pela estrutura de custos; e o terceiro é que isso é definido para os mercados.

Henderson e Quandt (1958) descrevem a maximização da produção sujeita a uma restrição de custos, em que o ponto ótimo existirá quando a razão do produto marginal for igual à razão dos preços, obedecidas as condições de segunda ordem.

Da mesma forma, é descrita a maximização condicionada à receita de um empresário, dada uma limitação de custos de determinado insumo, a qual expressa que a taxa de transformação do produto será igual à razão de preços no ponto ótimo da função.

Portanto, em uma situação de plena informação entre os agentes econômicos, o empresário estará sempre buscando o máximo resultado, sinalizado pelas relações de preços que ocorrem no mercado competitivo.

O comportamento maximizador do empresário e, por extensão, da firma parece existir em qualquer condição de mercado; a função de produção, que explica parte dessa situação, também parece

existir desta forma, seja qual for a situação de mercado, pois expressa uma condição tecnológica de transformação entre quantidades.

Mas a restrição de custos, que será a função responsável por sinalizar o ponto de maximização por meio da relação de preços, parece ser inicialmente simplificada para resolver o problema de otimização em questão, uma vez que há outros fatores determinantes da eficiência da firma.

Na concorrência imperfeita, a teoria neoclássica afirma que o processo de maximização dos lucros vai ocorrer da mesma maneira básica, por meio da análise das receitas e dos custos marginais. Neste caso, os preços passam a ser determinados pela firma e, portanto, a maximização ocorre quando os custos marginais são iguais à receita marginal, e não iguais aos preços como nos mercados competitivos.

Portanto, tudo parece explicado quando se tem determinado tipo de mercado aliado a um claro sistema sinalizador de preços, que será o responsável por alocar recursos em diversas alternativas determinadas pelo comportamento otimizador do empresário.

Esta abordagem conhecida mostra-nos a interface entre a firma e o mercado e explica matematicamente - em um excelente nível de generalização e abstração - a função do sistema de preços como alocador de recursos.

Mas, quanto à teoria da firma, parece ainda haver uma lacuna na teoria tradicional, isto é, sobre o que acontece em seu interior em função desse processo de alocação de recursos. Isto é, parece que o "inside" da firma é negligenciado e é colocado, de forma aparente, totalmente flexível às exigências externas do sistema de preços da teoria neoclássica.

Coase (1993a, p.19), em 1937 preocupado com essa situação, escreve que, dentro da firma, as transações de mercado são eliminadas e, no lugar de estruturas complicadas de trocas, o empresário coordenador dirige os processos de produção. Esse ator econômico, ao qual Coase se refere, será o responsável por direcionar a alocação dos recursos, em nível interno à firma, no rumo sinalizado no nível externo pelo sistema de preços neoclássico.

Não há uma negação da teoria tradicional em si, mas um desenvolvimento no sentido complementar, que coloca não ser apenas esse sistema o responsável pelas atitudes de alocação de recursos. Há outras variáveis e condicionantes nessa direção.

O fato empírico é que, em certos arranjos entre diversos atores econômicos, ou entre diferentes firmas, não se constata o sistema de preços tradicional como elemento fundamental na alocação de recursos. Especificamente, esse sistema é substituído e até suprimido em determinadas condições.

Coase (1993b) também indica que há um custo, até então não considerado, que é exatamente aquele de se usar o mecanismo de preços. Esta perspectiva é assustadoramente óbvia, no momento em que se considera o custo de levar em conta a própria relevância dos preços do mercado, toda vez que se organiza a produção de uma firma por meio desse sistema.

Portanto, os custos de estabelecer negociações e contratos devem ser levados em consideração. E são custos que também devem ser minimizados, dado o comportamento otimizador do empresário.

Mas pode-se perguntar, de acordo com estas evidências: não deveriam esses custos, uma vez identificados, estar presentes na função de custos tradicionais da teoria neoclássica, sendo apenas mais uma das

classes de custos a serem consideradas, ou realmente seriam outros determinantes da alocação de recursos no “inside” da firma?

A essência da relação contratual é uma transferência de direitos, ou uma troca de direitos preestabelecidos também com a função de reduzir incertezas. Deste modo, haverá um limite de ação ao qual o empresário estará sujeito, mas é nítido que, dentro dessa fronteira, o empresário continuará a alocar recursos de acordo com o sistema de preços.

Deste modo, pode-se averiguar que há um custo ao serem estabelecidos esses direitos ou essas fronteiras, minimizado como todos os outros, mas que também apresenta características, em essência, diferentes das daqueles considerados na função de custos tradicional, e portanto, deverá ser também contabilizado de maneira diferente¹³.

Outra questão a ser considerada é que a otimização abordada pela teoria neoclássica se dá, inclusive no caso de se analisar a situação de várias firmas, de modo alheio ao ambiente em que essa firma se localiza. Este nível de abstração - uma das qualidades na formulação teórica tradicional - não é adequado para considerar as diferentes alocações de recursos devido a certa interferência externa no sistema sinalizador de preços, isto é, o ambiente institucional.

North (1994) discute esta questão criticando a eficiência do instrumental neoclássico para abordar as questões de desenvolvimento econômico, pelo fato de este não levar em consideração o ambiente institucional em que as organizações estão inseridas. No desenvolvimento teórico, o mesmo autor define as instituições, como as leis, os costumes, e as normas de procedimento da sociedade, sendo estas também responsáveis pelos determinantes da performance econômica.

¹³ O modelo de Riordan e Williamson (1985), descrito na seção 2.2.2, mostra estas relações.

Assim, as instituições e outras características como o padrão tecnológico empregado e a natureza das relações contratuais podem determinar as transações, os custos de transformação e, portanto, em última análise, os custos de produção, que já não são mais tão simples quanto uma função de preços e quantidades.

Já as organizações são entendidas como grupos de atores econômicos que, juntos, buscam um determinado propósito ou objetivo de negócios. Assim, podem ser definidas de várias formas, como os corpos organizacionais políticos, ou seja, as estruturas executivas e regulatórias de governo; as formas organizacionais econômicas, em que estão localizadas as firmas; e aquelas entendidas como formas organizacionais educacionais, as escolas e as universidades.

De acordo com a matriz institucional, poderá haver ou não o desenvolvimento e uma melhor performance de determinada organização econômica, neste caso específico, as firmas.

A partir deste ponto da introdução teórica, podemos constatar um divisor de águas, isto é, o que estávamos chamando anteriormente simplesmente de firma passa a ser compreendido como uma organização entre organizações, inserida em um ambiente institucional específico.

A performance dessa organização agora depende não só dos fatores neoclássicos conhecidos, mas também, dos custos associados ao estabelecimento de uma relação contratual no “inside” da organização, dos custos de transação associados aos mercados e, ainda, do ambiente institucional em que se estabelece essa organização.

A teoria neoclássica, com o seu nível de abstração, é eficiente para determinar a forma comportamental da firma em um ambiente alheio a esses custos de transação e com matrizes institucionais constantes. Se há custos associados à operação no mercado e à percepção do sistema de

preços, e se há alguma volatilidade e variação na matriz institucional, parece que North (1994) tem razão: o instrumental neoclássico usado é abstrato e, até certo ponto, inadequado.

Estas constatações, de Coase e North, é que fundamentam um instrumental analítico novo, chamado de Nova Economia Institucional - NEI, que vai proporcionar, por meio de várias de suas vertentes, como a Economia dos Custos de Transação - ECT, a possibilidade de abordar o problema da firma de modo diferente.

Assim, novos pressupostos são construídos e a questão do desenvolvimento econômico, dos mercados e, principalmente, a questão clássica do crescimento da firma passam a ficar muito mais claras, gerando um instrumental mais adequado para explicar a organização econômica.

Por outro lado, dado seu estágio inicial de discussão, essa teoria ainda carece de uma formalização matemática mais apurada, capaz de permitir inclusive a quantificação de suas afirmativas de modo adequado.

2.1.1 A Economia dos Custos de Transação

Para edificar uma nova forma de analisar a firma, uma vez que a importância dos custos de transação e do ambiente institucional é reconhecida, é necessário detalhar suas características e, para tanto, alguns pressupostos básicos.

Williamson (1985) descreve que a transação deve ser considerada como uma unidade básica de análise na economia. Isto implica diretamente que esta abordagem vai ocorrer de modo microanalítico e

pontual, para cada um dos casos, e não da maneira genérica como esse problema é tratado na economia.

As formas com que essas transações ocorrem e seus atributos serão então mais uma variável de decisão na organização, ou seja, se devem ocorrer via mercado, como é considerado de modo comum no neoclassicismo, ou à margem deste de forma alternativa.

Zylbersztajn (1995) afirma alguns pressupostos fundamentais da economia institucional em comparação com a abordagem neoclássica. No ambiente institucional dos contratos, tem-se como premissa que o agente econômico procura sempre o seu próprio interesse de forma oportunística e não de forma passiva; também este agente sofre de certas limitações de entendimento e informação, ou seja, tem uma racionalidade limitada, em contraposição à hiper-racionalidade existente como pressuposto na economia neoclássica, na qual, por exemplo, o consumidor ou a firma detêm todas as informações necessárias e têm como decidir, de modo eficiente, o ótimo de seu bem-estar ou da produção.

Outro pressuposto diferente entre essas abordagens é que os direitos sobre a propriedade não estão devidamente definidos e claros; há custos e problemas em sua alocação e em sua transferência entre agentes, diferente da economia neoclássica, em que esses direitos são claramente definidos.

Neste nível microanalítico, os custos de transação, de acordo com Williamson (1985), estão associados à questão da organização, que será, em si, um problema específico de contratação. Estes custos ocorrem de forma anterior - *ex ante* - ao estabelecimento de uma transação, ou *ex post* a isso.

Anteriormente temos os custos associados à negociação, à redação e à elaboração de salvaguardas para uma transação.

Posteriormente, encontramos os custos de correção e adaptação do instrumento contratual firmado, os custos de negociação desses ajustes e os custos de administração e monitoramento dessas transações.

Pode-se verificar que estes custos estão diretamente associados à premissa de haver uma racionalidade limitada do agente econômico e, portanto, o processo de contratação é custoso. Por outro lado, como há também o entendimento de que este agente mantém ações oportunistas, há custos de salvaguarda ou de monitoramento do desenvolvimento dessas transações.

Sustenta-se, então, que estes custos serão determinantes para o processo de escolha da arquitetura organizacional da empresa. Williamson (1985, p.32) sustenta que a investigação sobre os custos de transação não objetiva sua medição direta, pelo contrário, preocupa-se em saber se as relações das organizações, como práticas contratuais e estruturas de governança, correspondem aos atributos das transações como prognostica a teoria.

Portanto, sabendo haver tais custos, o que importa é a modelagem de como eles, e seus atributos, estão influenciando diretamente sobre a empresa e sua performance. O comportamento continua sendo o de minimizar custos, entre estes também os custos de transação.

Assim, o crescimento da organização não estará sendo influenciado e movido diretamente pela intenção de obtenção de ganhos monopolísticos em mercados imperfeitos, mas sim, associado à necessidade de minimizar custos, tanto de produção, como já é devidamente estudado, como também, e principalmente, de transação.

O custo de transação dá-se em função da racionalidade limitada, do oportunismo dos agentes e do grau de especificidade de ativos,

que é a dimensão mais importante sobre a qual é edificada a teoria da ECT.

A especificidade de ativos está diretamente ligada ao fato de haver uma limitação de uso alternativo desse ativo, fazendo com que este perca seu valor produtivo e de transformação toda vez que seja realocado, terminando, assim, com as transações dele decorrentes. Não se pode confundir o conceito com um custo de oportunidade, “shadow price”, nulo. O conceito é mais profundo se traduzido na manutenção das relações decorrentes desse ativo com o intento temporal de geração de resultados para todo o grupo.

Devido a incertezas e a inversões em ativos econômicos não-comuns, as diversas partes de uma relação contratual operam um intercâmbio em que são necessárias a harmonização e a adaptação, visando à continuidade do processo ou da empreita. Assim, o inter-relacionamento desses agentes passa a ser uma fonte de valor econômico real no sistema toda vez que há a necessidade de continuidade temporal da inversão e a interdependência.

Tanto que Williamson (1985) refere-se à transformação fundamental, que é o fato de as transações freqüentes, conforme ocorrem com um número grande de agentes, gerarem inversões em ativos específicos por parte de alguns dos atores, fazendo com que, devido ao processo de adaptação, estes sejam reduzidos em número e as transações sofram modificações até que haja uma situação de relação bilateral, como está descrito na Figura 1.

Este processo é diretamente proporcional à adaptação e ao incremento da especificidade de ativos, assim, a especificidade não deve ser necessariamente definida como um “shadow price”, porque adquiriu ou

não valor econômico, como também não pode ser definida como um custo de oportunidade de investimentos.

Esta especificidade definida pode acontecer de várias formas. Assim, temos a especificidade de ativos físicos, como imóveis ou máquinas e equipamentos; a especificidade geográfica de ativos, quando o processo está intimamente ligado a uma localização geográfica, não existindo em outra situação; a especificidade de ativos de capital humano, em que a especialização, a habilidade e o conhecimento do recurso humano é fundamental; a especificidade temporal, quando a dimensão do tempo é relevada; e, por último, a especificidade de ativos dedicados, em que as inversões em ativos são efetuadas visando a um único grupo de relações de transação, ou determinado cliente.

A especificidade, interagindo com os outros atributos das transações, frequência e incerteza, é que irá determinar a forma de governança que minimiza os custos de transação no nível das organizações.

A governança, como função direta da especificidade de ativos, pode ser entendida como a forma pela qual os custos de transação são minimizados. Se por meio de relações que acontecem apenas no nível de mercado ou ainda evoluindo até o nível de relações de transação totalmente internalizadas nas fronteiras de uma mesma firma, isto é, dentro da fronteira de eficiência da firma. Em outras palavras, a governança é a forma pela qual a organização busca coordenar suas transações, ou ainda, a estrutura advinda do ambiente institucional, na qual os custos de transação deverão ser os mínimos possíveis.

Na definição de governança, agrega-se a idéia de custos de transação e da própria matriz institucional, que, juntos, possibilitam a caracterização do ambiente no qual as transações são realizadas e,

uma alta especificidade de ativos, o que pode ser também chamado de “integração vertical”¹⁴.

Mas, neste escopo, há tipos intermediários, em que temos definidas as formas de governança trilateral, na qual há as duas partes do contrato e um terceiro elemento institucional, o árbitro da transação. Este tipo de governança é o do contrato conhecido, isto é, há um instrumento contratual redigido que deve ser respeitado pelas partes em questão.

A governança bilateral é aquela em que as duas partes do contrato se relacionam intensamente - também chamado de contrato relacional - devido a inversões com certo grau de especificidade aliadas a transações que ocorrem de maneira usual. A autonomia entre as partes é preservada e o relacionamento intenso de transações ao lado das inversões específicas e da continuidade temporal podem levar à formação de estruturas distintas conjuntas, como uma sociedade específica para determinada empreita ou uma aliança estratégica.

Este modelo pode ser entendido também considerando a forma de governança como uma função da especificidade de ativos e dos custos de transação de maneira gráfica, como proposto por Williamson (1991), onde $M(k)$ é a forma de governança via mercado, $X(k)$ é a forma de governança mista e $H(k)$ é a forma de governança hierárquica. Os pressupostos são de, na ausência de especificidade de ativos, $k = 0$, termos as seguintes funções de custos associadas à governança:

$$M(0) < X(0) < H(0)$$

¹⁴ Termo usado para expressar a situação em que as transações ocorrem totalmente no interior da mesma empresa.

Quanto às funções, estas são definidas como exponenciais, convexas em relação à origem, e com as seguintes derivadas de primeira ordem em relação à especificidade:

$$d(M(k))/d(k) > d(X(k))/d(k) > d(H(k))/d(k)$$

Deste modo, Williamson (1991) define e expressa essas funções conforme é visto na Figura 2.

Figura 2. Curvas de custo de transação em função da especificidade de ativos, dada uma determinada estrutura de governança das empresas, onde: $M(k)$ - mercado; $H(k)$ - hierárquica; e $X(k)$ - forma intermediária mista (Williamson, 1991).

Assim, tem-se, entre k'' e k' , um nível intermediário de especificidade de ativos no qual a forma de governança está entre o mercado e a total integração das atividades de forma hierárquica.

Para possibilitar o melhor desenvolvimento destas idéias, é necessário analisar também o modelo matemático completo proposto por Riordan e Williamson (1985), chamado de “main model”.

A idéia fundamental do modelo é agregar a uma função de custos aqueles relativos às transações contratuais em diversas situações de governança.

Este modelo assume, inicialmente, que a firma, em diversas situações de governança, bem como o mercado, tem uma idêntica tecnologia e, portanto, também uma idêntica função de custos.

O rendimento é dado por $R = R(q)$, ou seja, uma função da produção q . Os custos são dados como $C = C(q, k, \alpha)$ onde k é definido como o nível de especificidade de ativos e α como um parâmetro de deslocamento da função. Um crescimento do valor de α induz a um decréscimo no nível de custos devido à especificidade de ativos.

Assume-se:

$$C'_q > 0; \quad C'_k < 0; \quad \text{e} \quad C'_{qk} < 0$$

O custo por unidade de especificidade de ativos é representado por γ , formulada uma equação de lucro, dada então por:

$$\pi(q, k, \alpha) = R(q) - C(q, k, \alpha) - \gamma k$$

Riordan e Williamson (1985, p.370) colocam que os custos de governança são omitidos desta função de lucro e que ela é definida de modo a haver pontos, resultantes da otimização, que obedecem às condições de primeira e segunda ordens de modo tradicional.

Considerando os custos da forma de governança, são definidos:

$$G^h = \beta + V(k) \quad \text{e} \quad G^m = W(k)$$

onde, G é um parâmetro de custos; G^h é o custo da governança do tipo hierárquica, unificada; G^m é o custo da governança via mercado; e β é um parâmetro positivo de custos fixos associados à forma de governança unificada, em que também as funções de custo são positivas e são definidas como $V'(k) < W'(k)$, de acordo com pressupostos anteriores de os custos da governança via mercado crescerem mais que proporcionalmente a os custos da governança unificada conforme cresce a especificidade de ativos.

É possível construir, então, duas funções de lucro, dependendo do tipo de governança que estabelecido.

$$\pi^h(q, k, \alpha) = R(q) - C(q, k, \alpha) - \gamma k - (\beta + V(k))$$

$$\pi^m(q, k, \alpha) = R(q) - C(q, k, \alpha) - \gamma k - W(k)$$

Procedendo-se às derivações parciais para obtermos os pontos de maximização de lucros, temos como resultado¹⁵:

$$\pi^{h, q} = R'(q) - C'(q) = 0 \qquad \pi^{h, k} = C'(k) - \gamma - V'(k) = 0$$

¹⁵ É pressuposto que as derivadas segundas garantam as condições usuais de otimização.

$$\pi^{m'}_q = R'(q) - C'(q) = 0$$

$$\pi^{m'}_k = C'(k) - \gamma - W'(k) = 0$$

Pode-se observar, nestes resultados, que a condição de primeira ordem relativa à produção é a mesma da função tradicional, e igual para os dois casos de governança.

Este modelo mostra que o nível ótimo de especificidade de ativos vai depender não só dos custos de produção, mas também dos custos de governança. Para cada forma de governança temos uma função específica, que poderá ser representada conforme é mostrado na Figura 3, respeitados os pressupostos iniciais.

Especificidade
de ativos - k

$$\pi^{q'} = 0$$

$$\pi^k = 0$$

$$\pi^{h'k} = 0$$

$$\pi^{m'k} = 0$$

Quantidade - q

Figura 3. Funções de lucro e níveis otimizados de produção em decorrência dos custos de governança (Riordan e Williamson, 1985).

Deste modo, percebe-se que há uma única região onde são locados os pontos ótimos das respectivas funções de lucros, em que a

receita marginal é igual ao custo marginal, para cada uma das formas de governança consideradas.

Conforme aumenta a quantidade produzida, ou é observada a escala de produção, pode-se deslocar ao longo da curva de lucro específica da forma de governança, ou, na mudança desta, pode ser alcançado um novo ponto em um nível diferente de especificidade de ativos. Nesta Figura, π'_k representa a função sem a consideração dos custos de governança.

Assim, conforme há incremento no nível de produção, pode também haver, em alguns casos, aumento de especificidade, conforme está implícito no modelo, e mudança na forma de governança, para se obter uma nova região de ponto ótimo.

Este modelo de Riordan e Williamson (1985) também pode ser analisado colocando o lucro como função de especificidade. O problema é definir qual é o nível ótimo de lucro dadas uma governança e uma especificidade (Figura 4).

Figura 4. Nível de lucro esperado em função da governança e do nível de especificidade de ativos (Riordan e Williamson, 1985).

É possível observar que há um lucro ótimo associado a certa especificidade de ativos k' em uma governança de mercado, e um outro nível ótimo em k'' em uma governança unificada.

E que também se modificam, de acordo com a dimensão do β considerado, os custos fixos burocráticos associados à forma de governança.

Isso pode influenciar o lucro esperado, de modo que este seja menor do que em outra situação de menor especificidade sob outra forma de governança.

Os autores mostram, com este modelo, que é possível a inclusão dessas variáveis, como custos de transação e forma de governança, utilizando a modelagem e a lógica tradicional.

Williamson (1985, p98-102) desenvolve um modelo chamado de heurístico, e discute os custos de governança observando o comportamento da variável ΔG definida como:

$$\Delta G = \beta(k) - M(k)$$

Onde $\beta(k)$ são os custos burocráticos de governança hierárquica em função da especificidade de ativos, e $M(k)$ são os custos de governança via mercado em função da especificidade de ativos. Tendo-se como pressuposto que $\beta(0) > M(0)$ e que $M' > \beta'$.

De acordo com o autor, supondo que, $\beta(k, q) = H(k)q$ onde q é definido como quantidade, $H(0) > 0$, e $H(k)$ é entendido como os custos de governança na estrutura hierárquica - interna à empresa - por unidade de adaptação.

Da mesma forma, Williansom (1985) supõe que $M(k, q) = M(k) q$, onde $M(0) > 0$, e $M(k)$ é entendido como o custo de governança no mercado por unidade de adaptação no mercado. Substituindo, temos:

$$\Delta G = \{ H(k) - M(k) \} q$$

Portanto, quando ΔG é zero o nível de especificidade é independente de q - quantidade, e o valor de q faz apenas com que a função se desloque em torno do seu eixo, ou seja, em torno do valor de k para o qual $\Delta G=0$. Neste ponto ocorre que $H(k) = M(k)$ - definidos por unidade de adaptação - e definem uma fronteira a partir da qual existe a necessidade de mudança da forma de governança. Pode-se entender, por intermédio do modelo do autor, que a quantidade não influenciaria o grau de especificidade onde é indiferente para o empresário os dois custos considerados.

2.1.2 “Agency Theory”

Percebendo a firma como um arranjo de contratos, e o contrato como uma unidade de análise, a teoria de agenciamento aparece também como um importante instrumento explicativo das relações internas da firma e, em nosso caso, como auxiliar para a determinação da estrutura de capital das empresas.

Segundo Williamson (1988, p.567), colocando-se de lado a terminologia utilizada, a teoria da ECT e de “Agency” são duas perspectivas complementares que ajudam a entender a economia das organizações.

A teoria de agente e principal estuda as transações econômicas efetuadas individualmente entre atores, isto é, um contrato efetuado entre duas partes. Uma parte, chamada de principal, que é a responsável por contratar uma outra parte, chamada de agente, para que esta proceda em seu interesse direto.

Ricketts (1987, p.116) evidencia que, para o advogado, esta situação pode ser entendida da seguinte maneira: o agente é a pessoa investida com o poder legal de representar o principal nas relações com terceiras partes. Para o economista, o agente é a pessoa empregada para desenvolver alguma atividade de interesse de outra parte, o principal.

Estas duas abordagens são importantes e complementares para este estudo, dado que, no processo de abertura de capital de uma empresa, haverá transferências de direitos de propriedade, do ponto de vista legal, fazendo com que os detentores de ações, os proprietários, deleguem poder de decisão a outros atores para a gestão do empreendimento, sob o ponto de vista de relações econômicas e de emprego.

Estas relações de agência são caracterizadas por problemas de assimetria de informações, em que o principal pode deter menos informações a respeito do comportamento do agente do que o próprio agente, possibilitando então que este proceda a atitudes em seu próprio interesse particular, mesmo que em detrimento dos interesses iniciais do principal contratante.

Jensen e Meckling (1976), analisando este problema, afirmam que, como os atores econômicos buscam maximizar o seu bem-estar individual como pressuposto, dificilmente o agente procurará pelo interesse do principal em detrimento de seu próprio bem-estar, isto é, logicamente,

tentará sempre maximizar seus interesses particulares, mesmo em prejuízo ao principal.

Neste fato, concentram-se os problemas de “Agency” e a origem dos custos de agenciamento, analisados também como custos contratuais, que se apresentam como a somatória:

- a) do esforço de monitoramento das atitudes do agente, desenvolvido pelo principal, objetivando minimizar as perdas nas atitudes do agente em benefício particular em detrimento do benefício ao principal;
- b) dos custos contratuais de compromisso do agente para com o principal, ou seja, o esforço de manutenção das relações contratuais de agir por interesse de outra pessoa; e, por último,
- c) dos custos devidos à perda residual oriunda da redução de bem-estar do principal, motivada pelas divergências naturais de orientação e decisão entre as duas partes.

O problema do aparecimento desses custos contratuais, neste caso, é devido à elaboração de um instrumento contratual *ex ante* e ao fato de os contratos estabelecidos serem incompletos, em consequência de problemas de assimetria de informações, e sujeitos a alterações de comportamento entre os atores, caracterizados como oportunismos contratuais.

Estes problemas no estabelecimento e na manutenção das relações contratuais podem ser especificados e detalhados como “moral hazard” e “adverse selection”, que geram direitos residuais de propriedade

e controle, bem como a necessidade da separação entre a propriedade e o controle nas corporações.

O risco moral - "moral hazard" - é uma forma de oportunismo pós-contratual devido à não-constatação prática dos pressupostos neoclássicos nos instrumentos contratuais, como a especificação clara dos bens e serviços envolvidos no contrato, o entendimento pleno das condições e dos atributos, bem como os termos de transação que freqüentemente não são suficientemente expostos.

Este termo, surgido na indústria de seguros, revela que, quando não há cláusulas que prevêem perfeitamente todas as situações *ex post* nos contratos, podem surgir procedimentos e comportamentos oportunistas, por uma das partes, visando a um ganho maior e extra naquela determinada relação contratual, em detrimento da outra parte envolvida.

O risco moral ocorre devido à assimetria de informações e à racionalidade limitada nos instrumentos contratuais, isto é, mesmo que exista um esforço *ex ante* no estabelecimento do instrumento contratual, é impossível, *a priori*, prever todas as situações *ex post* possíveis. Assim, sempre haverá espaço para atitudes de comportamento oportunístico.

A seleção adversa - "adverse selection" - também acontece devido a níveis diferentes de informações nos contratos. Assim, anteriormente à elaboração do contrato, uma das partes já conta com um nível privilegiado de informações que lhe permite obter vantagens posteriores sem que a outra parte possa precaver-se contra essa situação.

Brickley, Smith e Zimmerman (1997, p.158) define que a seleção adversa refere-se à tendência de os indivíduos que detêm informações privilegiadas a respeito de determinada situação obterem

algumas vantagens nas relações de negócios em detrimento de seus parceiros.

Dadas estas características e este ambiente, o problema citado por Grossman e Hart (1983) é determinar o nível ótimo de relação entre o agente e o principal na presença do risco moral, da incerteza, da seleção adversa, ou seja, o nível ótimo aceitável de risco nesta dependência bilateral, e, conseqüentemente, os níveis minimizados de custos de “Agency” associados a essa relação.

Estas análises de situação de nível ótimo são elaboradas de forma a minimizar os custos decorrentes da relação contratual, por meio da redução das atitudes oportunistas dos atores, que pode ser efetuada diretamente por meio de incentivos que venham a modificar o comportamento das partes.

Pode-se modelar matematicamente a questão da intensidade de incentivos e sua relação com os custos de agenciamento, de modo a possibilitar um nível ótimo, de acordo com a abordagem efetuada por Milgrom e Roberts (1992).

Na Figura 5, podemos observar que os benefícios marginais b' , para o principal, decorrentes de unidades adicionais de intensidade de incentivos alocadas em certa relação de “Agency”, decrescem conforme aumenta a intensidade do incentivo β , concedida pelo principal ao agente.

Esta curva de benefícios marginais para o principal b' é definida pelos lucros marginais para o principal em decorrência do esforço do agente $p'(e)$ menos os custos marginais advindos deste esforço extra $c'(e)$.

Se esta expressão for multiplicada por um coeficiente de transformação da intensidade de incentivo em esforço do agente, $1/c''(e)$, temos a função representada em esforço do agente. Este multiplicador é

dado pelo inverso da inclinação da curva de custos marginais do esforço e do agente, em função da intensidade do benefício β .

Figura 5. Intensidade de incentivos ao agente em função dos benefícios marginais advindos deste incremento de esforço (Milgrom e Roberts, 1992) .

Definido que $\beta = c'(e)$ no ponto de maximização do esforço do agente, temos que a intensidade de incentivo será igual ao custo marginal do esforço adicional. Assim, substituindo, temos:

$$(p'(e) - \beta) / c''(e) = b'$$

O custo marginal de transação Ct' , na relação de "Agency", deve variar de modo diretamente proporcional à variação da intensidade do incentivo. Desenvolvendo, no ponto visualizado na Figura 5, ocorre que:

$$\beta = p'(e) - \{b' c''(e)\}$$

Como, no ponto indicado da Figura, temos que $b' = Ct'$, podemos então definir o ponto dado como:

$$\beta = p'(e) - \{Ct' c''(e)\}$$

Deste modo, é possível identificar alguns fatores determinantes deste nível ótimo expresso em quantidade de incentivo, isto é, o lucro adicional para o principal menos o resultado da multiplicação do custo marginal de transação pelo inverso do multiplicador, que agora transforma esforço do agente em unidades de incentivos.

É possível notar que uma mudança na inclinação da curva de custos marginais de transação leva a um nível ótimo diferente. Este desenvolvimento teórico mostra que, nas relações contratuais de agenciamento, a intensidade de incentivos modifica o nível de custos considerados para uma situação de nível ótimo.

Assim, os custos de "Agency", que deverão ocorrer em consequência da abertura de capital da empresa e da divisão de seus direitos de propriedade, também precisam ser considerados, de modo complementar à abordagem da ECT.

Eggertsson (1990) descreve que a teoria de "Agency" bifurca-se em duas correntes, aquela orientada matematicamente (não-empírica), em que a estrutura de preferência das partes, a natureza da incerteza e o ambiente de informação são os fatores relevantes, e aquela chamada de positiva (aplicada), em que o ambiente do contrato e as ações de monitoramento são considerados em função da intensidade do capital, do

nível de especialização dos ativos, dos custos de informação, do mercado de capitais e do próprio mercado de trabalho, isto é, variáveis que interagem determinando, na prática de negócios, tanto os contratos como os custos de monitoramento.

Os custos de “Agency” podem também determinar certa arquitetura organizacional de uma empresa. Fama e Jensen (1983) descrevem que a estrutura contratual pode ser combinada com a estrutura tecnológica de produção e com condicionantes legais externos na determinação de uma função de custos e de uma forma particular de organização.

Para tanto, em nível contratual, é necessária a determinação tanto dos direitos ao resíduo como da alocação do processo e dos direitos de decisão. Os direitos ao resíduo – “residual claims” - referem-se à diferença entre os pagamentos fixos e aqueles dependentes da performance na remuneração dos agentes, sujeitos, portanto, a uma variação estocástica do fluxo de caixa da organização.

Esta situação, em empresas fechadas e pequenas, esta sujeita à estrutura interna de decisão, mas, em uma companhia aberta e grande, é diferente, pois esses direitos podem ser alienados dos acionistas com grande facilidade, o que deve gerar custos de monitoramento e agenciamento. O mesmo acontece, nas cooperativas, entre o “board” e os associados.

Hart (1993) descreve os contratos incompletos e a teoria da firma e atenta para os direitos residuais de controle dentro de uma organização. Desta forma, como há um contrato incompleto, poderá haver um direito de decisão não-especificado, ou uma “sobra” de poder de decisão para uma das partes.

A definição deste conceito pelo autor é de que os direitos de uso de determinado ativo excedem, de alguma maneira, aqueles especificados inicialmente no contrato entre as partes.

Este conceito é importante para definir *ex ante* um nível de investimentos, uma arquitetura da empresa, e deverá apresentar também um nível ótimo.

A teoria de “Agency” complementa a ECT, dado que esclarece as relações contratuais entre atores, em um ambiente de assimetria de informações e incompletude contratual, gerando direitos residuais de controle e sobre o resíduo da empresa, peças de fundamental importância para a análise da situação em que haverá a transferência de direitos de propriedade, induzida pela modificação da estrutura de capital nas empresas.

Apesar de essas duas teorias - ECT e “Agency” - serem complementares, é necessário discorrer sobre as semelhanças e as diferenças dos pressupostos de ambas as abordagens.

2.1.3 Pressupostos - semelhanças e diferenças

Quanto à ECT e à “Agency”, estas têm alguns pressupostos em comum. O primeiro, e claro, ponto em comum é que as duas abordagens renegam a simples maximização de resultados da economia da firma neoclássica, expondo o problema como uma relação contratual com ênfase nas estruturas de governança, no caso da ECT, e nos contratos entre um agente e um principal, no caso da “Agency”.

De acordo com Williamson (1988), a ECT assume que os atores econômicos estão sujeitos a uma condição de racionalidade limitada, isto é, os atores tentam ser racionais, mas não conseguem. O oportunismo é uma condição de comportamento em interesse próprio. Portanto, a incompletude dos contratos é uma condição derivada da racionalidade limitada e o risco moral dos contratos, do comportamento oportunístico.

As estruturas de governança proporcionam uma salvaguarda contra as atitudes de “moral hazard” e minimizam custos face à racionalidade limitada e o oportunismo. Esta situação é próxima nas duas teorias, onde a “Agency” refere-se aos custos de agenciamento devido ao “moral harzard” para descrever os custos advindos da assimetria de informações. A AT se refere ao “moral hazard” e ao custo de “agency” em vez de se referir ao oportunismo, mas a relação é a mesma, sendo meramente uma diferença de terminologia, Williamson (1996, p173).

As duas teorias preocupam-se com a eficiência das formas contratuais, sendo que a “Agency” tem uma análise focada no *ex ante* do momento de estabelecer-se uma relação contratual, enquanto a ECT a objetiva com ênfase no *ex post*, preocupando-se com as estruturas de governança a serem determinadas pelas relações contratuais.

Apesar de essas duas visões analíticas terem no contrato seu objetivo de estudo, há algumas diferenças entre ambas que podem ser evidenciadas. Enquanto a ECT tem na transação sua unidade básica de análise, a “Agency” preocupa-se com o comportamento do agente como unidade analítica.

Os custos de “Agency”, como já foi colocado, são associados ao monitoramento das relações, da perda residual quando o empresário

dilui seu direito de propriedade e ao custo de compromisso do agente na relação.

Já a ECT coloca como custos de transação aqueles referentes à má adaptação dos instrumentos contratuais, os custos de esforços bilaterais no realinhamento dos contratos, e por fim, aqueles associados à forma de governança estabelecida.

São, portanto, unidades de custos semelhantes quando se preocupam com o contrato, mas diferentes em seu enfoque microanalítico. Para a “Agency”, a firma tem certa arquitetura em função da distribuição e das características dos direitos residuais, aos resultados e ao controle, dada a separação entre propriedade e controle.

Para a ECT, a forma organizacional da empresa dar-se-á em função da hierarquia e da especificidade dos ativos. As diferenças entre as duas teorias podem ser melhor compreendidas na Figura 6, extraída de Williamson (1988).

Estas diferenças, no entanto, serão tratadas neste estudo de modo complementar. A tomada de decisão - *ex ante* - quanto à estrutura de capital de determinada empresa acontecerá em função dos custos associados à divisão da propriedade, considerando as perdas residuais deste processo, em paralelo às vantagens advindas desta nova estrutura financeira.

Por outro lado - *ex post* -, esta mesma decisão deverá impor uma nova estrutura de governança, que induzirá a uma composição de custos definidos em consequência do nível de especificidade de ativos na empresa.

	"Agency Theory"	Economia dos Custos de Transação (ECT)
Unidade de análise	<i>individual</i>	<i>transação</i>
Dimensão Focal	<i>?</i>	<i>ativo específico</i>
Apuração de Custos	<i>perdas residuais</i>	<i>má adaptação</i>
Foco Contratual	<i>ex ante alinhamento</i>	<i>ex post governança</i>

Figura 6. Quadro comparativo dos pressupostos de análise da “Agency Theory” e da Economia dos Custos de Transação (ECT), de acordo com Williamson (1988).

2.2 Os determinantes da estrutura de capital

Nesta seção, pretende-se utilizar os conhecimentos teóricos desenvolvidos na seção anterior para aplicá-los diretamente na explicação da estrutura de capital das firmas, sob a ótica dos custos de transação e de “Agency”.

Procura-se, deste modo, um caminho alternativo às análises usuais na observação da estrutura de capital de uma empresa, que podem ser caracterizadas por algumas situações básicas, como:

- a) aquela em que há o aporte de capital, por meio de empréstimos bancários, e em que os direitos de propriedade e decisão não se modificam;
- b) aquela em que há a emissão de ações da companhia, havendo, assim, uma modificação no direito de propriedade e de decisão entre atores econômicos; e
- c) aquela que será uma forma intermediária entre as duas anteriormente expostas, em que parte dos investimentos é financiada via bancária e parte, via subscrição de capital.

Na primeira e segunda situações, isoladamente, parece que os custos de transação são um parâmetro fundamental para a análise e, neste caso, a explicação da estrutura de capital poderá ser trabalhada de acordo com a ECT em função da especificidade de ativos e do conceito associado de governança financeira.

Na segunda e terceira alternativas, os parâmetros de análise deverão ser complementados pela teoria de “Agency”, devido ao fato de haver uma transferência de direitos e, como consequência, o aparecimento de uma situação em que o direito de propriedade é de um ator, mas quem tem a decisão e procede a gestão na empresa, maximizando os resultados, é outro ator econômico, o que leva a determinados custos de agenciamento.

Assim, esta seção estará dividida em três partes. Na primeira, haverá uma consideração preliminar do problema, para após ser trabalhado o tema objetivo da estrutura de capital das firmas de acordo com as óticas da teoria de “Agency” e da ECT.

2.2.1 Considerações iniciais

A estrutura de capital das empresas, entendida como a proporção entre o capital financiado por bancos, chamado de “debt”, e o capital proveniente do mercado, por meio da colocação de títulos ao público em geral, ações, chamado de “equity”, foi analisada inicialmente em um trabalho de referência de Modigliani e Miller (1958), no qual há três proposições básicas.

Estes autores diagnosticam, em sua primeira proposição, que o valor da firma no mercado independe de sua estrutura de capital, sendo uma consequência dos retornos esperados descontados a uma taxa de juros apropriada. Na segunda proposição, os autores analisam que o rendimento de ações da empresa é igual à capitalização do investimento a uma taxa apropriada mais um prêmio ao risco financeiro do negócio, que dependerá da proporção entre “debt” e “equity”. Na terceira, colocam que o processo de capitalização e de investimento dependerá da taxa considerada e não do tipo de instrumento usado no negócio.

Nesta análise, trabalha-se em um mundo de incertezas, computando risco e taxas como únicas variáveis que determinam a decisão do investimento e a própria estrutura de capital. A decisão interna da firma depende apenas de taxas e riscos, o tamanho da firma ou o tipo de ativos não são levados em consideração.

Este estudo é importante porque considera que a modificação na estrutura de proporção entre o capital próprio e de terceiros não modifica o valor da empresa, isto é, mesmo que o capital de terceiros seja mais barato, quanto maior for a proporção deste capital na firma, mais arriscado se torna o capital próprio e mais custoso este se mostra, fazendo com que uma parte compense a outra, na análise.

Deste modo, o quociente entre capital de terceiros e capital próprio parece não interferir diretamente no valor da empresa e alguns setores da economia acabam tendo firmas com quocientes próximos, mas diferentes entre setores.

Copeland e Weston (1992, p.497), comentando as proposições de Modigliani e Miller, colocam que as observações sobre a estrutura de capital das empresas norte-americanas não são consistentes com a teoria colocada, tanto que, como exemplo, no setor elétrico e na indústria do aço, encontra-se uma alavancagem financeira alta, enquanto, no setor de serviços, a estrutura de capital é diferente e há uma ausência de passivos de longo prazo.

Desta forma, observa-se uma proporção, ou certa estrutura de capital, em cada um dos diferentes setores da economia. Assim, esta proporção não parece ser aleatória, mas sim, uma escolha que depende de algumas variáveis importantes ainda não consideradas nesta análise inicial.

Os mesmos autores afirmam que, apesar de a explicação teórica ainda não ser totalmente satisfatória, parece haver um nível ótimo de proporção de capital dado pelo custo marginal deste. Na firma, há uma proporção a ser otimizada que representaria a minimização dos custos do capital em sua estrutura financeira.

Milgrom e Roberts (1992) sugerem, inclusive, que essa análise pode ser ampliada com o objetivo de maximizar o valor da firma no mercado, uma vez que há diferentes interesses entre proprietários, gestores e investidores em uma empresa, e que este tipo de relação é influenciado pelo arranjo financeiro e, portanto, pode determinar um valor diferente para o empreendimento considerado.

Deste modo, a assimetria de informações e a própria estrutura de capital influenciam o desempenho dos “papéis” de determinada

empresa, bem como fatores institucionais. Os mesmos autores desenvolvem teoricamente a conclusão de que estas evidências causam dúvidas a respeito das proposições de Modigliani e Miller, levantando, inclusive, a questão de como a estrutura de capital das empresas se comporta em essência.

Vários autores, neste ambiente de discussão, citam o trabalho clássico de Modigliani e Miller, mas consideram a possibilidade de haver um nível ótimo de estrutura de capital, já que as proposições apresentadas não explicam adequadamente a realidade encontrada.

Baumol e Makiel (1967) argumentam que as proposições iniciais são fundamentadas, mas que, com a simples agregação de custos de transação e de variáveis institucionais, o resultado é diferente e poderia gerar uma análise de combinação ótima na estrutura de capital.

Esta situação, inclusive, é considerada importante na prática de negócios das empresas, que tratam sua estrutura de capital de modo detalhado, sendo que a decisão sobre a composição de tal estrutura não é, de maneira nenhuma, aleatória, e sim, influenciada pelo desempenho da empresa, pelas variáveis de custos de transação e de comportamento de gestão.

Assim, uma empresa com determinada estrutura de capital oferece, a seus acionistas, determinado nível de rendimentos. Se a decisão de crescimento se der por aumento substancial no capital de terceiros - "debt" -, a expectativa de lucros pode diminuir, a proporção da estrutura de capital, ser diferente, e, conseqüentemente, cair a expectativa de rendimentos das ações. Portanto, há uma razão de combinação dependente de custos de transação e de custos marginais nas operações de "debt" e de "equity". Isso proporcionaria uma otimização da estrutura.

Titman e Wessels (1988) também sustentam que há um nível ótimo na composição da estrutura de capital. Em suas conclusões, evidenciam que os custos de transação são uma variável importante na determinação da estrutura de capital, e que o endividamento de curto prazo tem um comportamento inverso ao tamanho da empresa, mostrando que há um provável incremento de custos de transação para pequenas empresas.

Marsh (1982) descreve que a empresa é influenciada por condições de mercado na escolha do nível ótimo de sua estrutura de capital, e que o tamanho da firma, o risco de falência e a composição de ativos são importantes na determinação de um nível de proporção entre débitos de curto e longo prazos.

Todos estes diferentes autores e argumentos nos levam a considerar, inicialmente, que há algumas evidências pouco trabalhadas e que merecem uma atenção mais detalhada. Deste modo, podemos nos referir às argumentações de:

- a) Copeland e Weston (1992), evidenciando que a proporção da estrutura de capital ocorre de modo semelhante dentro de alguns setores da economia, e de modo diferente entre setores;
- b) Baumol e Makiel (1967), que afirmam a importância dos custos de transação;
- c) Milgrom e Roberts (1992), trazendo à tona as variáveis de gestão da empresa na definição da composição de seu capital; e

- d) Marsh (1982), que agrega a estas discussões o tamanho da firma e a composição de ativos como variáveis importantes na determinação da estrutura de capital.

Assim, é compreensível a necessidade de se rever o assunto munido de novos instrumentos de análise e, inclusive, considerando o ambiente institucional, pouco explorado pelos autores citados.

2.2.2 A abordagem da Economia dos Custos de Transação (ECT)

Williamson (1988) analisa a questão da estrutura de capital das firmas, e desenvolve sua análise em função dos custos de transação e da especificidade de ativos.

Na ECT, temos uma abordagem baseada na característica dos ativos envolvidos no processo de transformação da produção. Williamson (1988, p.579) esclarece que a análise nas finanças das corporações elaborada pela Economia dos Custos de Transação examina os projetos de investimentos de acordo com as características de especificidade de ativos, como também, as principais estruturas de governança decorrentes dessa estrutura financeira das empresas.

Para o desenvolvimento desta análise, deve-se assumir, por simplificação, que exista uma estrutura de capital caracterizada pela situação de abertura de capital da firma por meio da emissão de ações, ou, no outro extremo, a situação em que o financiamento da empresa é efetuado exclusivamente por meio de empréstimos e do débito com terceiros.

A estas duas situações opostas deve-se associar a idéia de governança financeira. Assim, tem-se uma governança via mercado, quando a firma se financia por meio de empréstimos, chamada “debt”, e uma governança via hierárquica devido ao processo de abertura de capital, na qual os recursos necessários são obtidos de forma interna à empresa, isto é, por meio de sócios proprietários de uma parcela dessa empresa, chamada de “equity”.

No caso da governança via mercado - “debt” -, observa-se que o agente financeiro estipula determinada taxa de juros para o negócio, que é um custo do capital no qual estão embutidos os custos de transação da operação. Neste caso, este agente deve considerar o período de pagamento do empréstimo, a liquidez do negócio, e as garantias, para que, no caso de falta de pagamento, a operação possa ser devidamente honrada.

Pode-se considerar que, para determinado grupo de empresas, os parâmetros macroeconômicos e os custos operacionais dos agentes financeiros, que definem parte do custo do capital, são os mesmos. A diferença aparece quando são considerados os parâmetros que dependem dos negócios e da eficiência da empresa, montante e riscos da operação, e os custos de transação e de “Agency” associados.

Dados os pressupostos, o que apresenta variação são os parâmetros que dependem das características tanto dos negócios como da empresa que obtém o empréstimo, entre estes, o risco da operação, bem como o custo de reaver os investimentos efetuados por meio da venda dos ativos no caso de falência ou liquidação da empresa.

Esta última característica é importante porque, quanto maior é a especialização do negócio efetuado, provavelmente maior deverá ser a especificidade de ativos utilizados no processo de transformação. Isto

implica, diretamente, certo grau de impossibilidade de uso desse ativo em outras atividades e, portanto, em um nível menor de liquidez no mercado.

Isto é, no caso de haver necessidade de se dispor desse ativo, este provavelmente terá um valor menor que o seu valor real financiado, pois não poderá ser usado em atividades alternativas com um mesmo grau de utilização e geração de renda. No caso de inadimplência ou falência da firma, esse ativo comportar-se-ia como uma garantia não-efetiva do negócio, podendo necessitar, inclusive, de complementação, em função desse diferencial de valor e da incerteza da situação.

Deste modo, se considerarmos um mercado financeiro competitivo, em que os agentes detêm custos operacionais próximos, e, *a priori*, uma situação econômica estável, globalizada e também competitiva, as firmas de determinado setor da economia também apresentam níveis de rentabilidade próximos.

Assim, a operação financeira de empréstimo diferencia-se por seus custos, entre outros aspectos, devido à incerteza do não-recebimento do montante financiado, função direta da liquidez das garantias e, portanto, da especificidade de ativos.

Esta análise é inicialmente simplificada, por meio destes pressupostos de mercado, para que possa ficar clara a importância da especificidade de ativos como um dos determinantes dos custos financeiros e de transação dessas operações.

Pode-se afirmar, portanto, que os custos de uma governança financeira por meio de mercados - "debt" - é positiva e cresce proporcionalmente ao crescimento da especificidade de ativos, ou seja, inversamente proporcional à liquidez das garantias. Definindo estes custos como $D(k)$, temos:

$$d(D(k))/d(k) > 0$$

Por outro lado, considerando a situação oposta, uma governança financeira totalmente interna à empresa, isto é, o financiamento por meio da abertura de capital, com a divisão dos direitos de propriedade e dos riscos do negócio, a composição dos custos de transação é diferente.

A importância da especificidade de ativos na determinação dos custos de transação é diluída em consequência do número maior de investidores interessados, *a priori*, na participação proporcional na rentabilidade do negócio. Como nesta situação os montantes de investimento são reduzidos - divididos entre muitos -, também são reduzidos os custos, devido tanto à incerteza da operação quanto à possibilidade de insucesso da empresa.

Esta característica somente existe porque o processo de abertura de capital por meio do lançamento de ações pode modificar os direitos de propriedade e decisão internos da empresa.

Pode haver a transferência de um direito ao investidor, o de influenciar diretamente os caminhos da empresa, por meio do monitoramento periódico da eficiência de sua empresa ou da participação em decisões estratégicas.

Este processo implica, também, a transparência dos negócios da empresa para o mercado. Portanto, o investidor poderá ser também responsável pelo sucesso dos negócios e pela rentabilidade da empresa em questão.

A estrutura de capital "equity" implica, então, características distintas da forma de governança como:

- a) O status de direitos residuais dos investidores sobre a rentabilidade;
- b) os contratos (ações), que são de longa duração, com a expectativa da própria vida do empreendimento - o que tende ao indeterminado temporal -;
- c) a gestão que é efetivada por meio de um "board" proporcional à participação no capital;
- d) o poder de substituição de diretores e gerentes de acordo com o desempenho da empresa;
- e) o acesso aos dados de performance da firma;
- f) a possibilidade de se concretizarem auditorias freqüentes nas contas da empresa;
- g) a possibilidade de influenciar diretamente na política de crescimento e investimentos estratégicos da corporação, entre outros.

Deste modo, tanto pela argumentação de Williamson (1988) como de Fama e Jensen (1983), pode-se aferir que, conforme crescem a especificidade de ativos, a especialização da empresa e o tamanho dos negócios – escala -, pode haver uma estrutura de capital mais apropriada de acordo com os aspectos dos custos de transação e das relações contratuais na empresa.

Podemos considerar que, na estrutura chamada de "equity", os custos de transação crescem proporcionalmente ao crescimento da especificidade de ativos, assim:

$$d(E(k))/d(k) > 0$$

Comparando as duas estruturas estudadas, “debt” e “equity”, temos que ambas crescem conforme acontece com a especificidade de ativos, mas podemos observar algumas diferenças.

Quando a especificidade de ativos é muito pequena ou nula, há uma alta liquidez de mercado dos mesmos devido à existência de $n+1$ possibilidades de aplicações alternativas em vários setores econômicos diferentes, bem como é muito pequena a incerteza quanto ao diferencial entre o valor desses ativos, o investido e o de mercado, o que implica um alto nível de segurança para a operação.

Estas características fazem com que os custos financeiros sejam reduzidos. Como consequência, a operação poderá ser mais adequada, apresentando custos menores que o capital próprio, que, em muitos casos, pode encontrar outras aplicações de maior rentabilidade.

Deste modo, pode-se aferir que:

$$D(k) < E(k) \quad \text{quando} \quad k=0$$

Assim, quando a empresa tem um nível baixo de especificidade de ativos, a estrutura “debt” é mais eficiente sob o ponto de vista dos custos de transação. Conforme cresce esta especificidade, os custos das estruturas “debt” e “equity” se modificam, e se comportam da seguinte maneira:

$$d(D(k))/d(k) > d(E(k))/d(k)$$

Os custos de transação associados à estrutura de capital “equity” crescem proporcionalmente menos do que os custos financeiros e

de transação de uma estrutura baseada apenas no financiamento bancário, quando varia a especificidade de ativos.

Williamson (1988, p.581) comenta que ativos que apresentam alto potencial de reutilização serão financiados com empréstimos - “debt” – e aqueles que não podem ser reutilizados para outras atividades alternativas, com capital próprio – “equity” -.

Por outro lado, há alguns custos fixos no processo de abertura de capital, como os de “underwriting”, lançamento, registros oficiais, operação em bolsa, publicação de balanços etc., que só serão viáveis a partir de determinado volume de negócios e de diferencial de custos de operações entre os juros de financiamento bancário e fixos de abertura de capital em função da especificidade de ativos.

Esta situação pode ser visualizada na Figura 7, onde se tem a representação da variação dos custos de transação em função da especificidade de ativos, dado certo nível de governança financeira. Quando $E(k) = D(k)$, há um valor da especificidade de ativos k' que representa um limite entre as estruturas de governança financeira “debt” e “equity”.

Nesta Figura, é possível identificar o ponto sugerido por Williamson e, portanto, uma fronteira de eficiência em termos de estrutura de capital das corporações.

Há também, o que parece ser nítido em uma primeira análise, uma situação de governança financeira intermediária em que a estrutura de capital é uma forma mista, ou seja, uma proporção entre o financiamento e o capital próprio.

Figura 7. Curvas de custo de governança financeira de empresas em função das especificidades de ativos, onde $D(k)$ - financiamento; $E(k)$ - abertura de capital.

Esta faixa intermediária¹⁶ pode apresentar uma variação de custos e um comportamento de suas derivadas entre as estruturas exclusivas de “debt” e “equity”, apresentando o mesmo comportamento geral.

Para determinados projetos, de baixa especificidade, há o financiamento via instituições financeiras, e para investimentos de longa maturação, de alta especificidade, a estratégia pode envolver o lançamento de ações e a subscrição de capital na empresa. Tal decisão é seletiva e condicionada a projetos específicos dentro da corporação, que convive com uma estrutura mista de capital, uma proporção de “Debt” e “Equity”.

Deve-se considerar que esta forma mista pode ser muito comum, uma vez que apresenta uma estrutura de custos mais reduzidos do

¹⁶ Esta situação intermediária é o caso de grande parte das empresas e é generalizado de forma gráfica para as cooperativas e empresas não - cooperativas na Figura 13, seção 4.1.

que a “equity” em situação de baixa especificidade de ativos, e também, por outro lado, não tão elevada como a de “debt” para situações de alta especificidade, reduzindo, portanto, as margens de erros gerenciais.

Como, de modo inicial, esta estrutura intermediária aparece investida de importância, mas pouco detalhada no nível da economia dos custos de transação, é necessário tecer novas considerações a respeito.

Na seção seguinte, será agregada a esta análise a ótica da “Agency Theory” de modo a possibilitar o detalhamento dessas situações.

2.2.3 A visão da “Agency Theory”

Jensen e Meckling (1976) analisam a estrutura de capital da firma de acordo com a abordagem dos direitos de propriedade e da teoria de “Agency”. O enfoque é o indivíduo como unidade de análise e suas relações de agenciamento, havendo uma transferência de poder de decisão por parte de um principal para outro ator econômico, o agente, para que este último venha a desenvolver ações de interesse do principal.

A idéia que norteia a teoria de “Agency” é ser impossível, para o agente, agir sempre de acordo com os interesses maiores do principal, uma vez que este tem um comportamento maximizador de seu bem-estar. Jensen e Meckling (1976) argumentam que é impossível para o principal, a custo nulo, induzir o agente de forma que este venha a tomar todas as decisões sob o ponto de vista do ótimo para o principal.

Assim, há custos de agenciamento, compostos pelos custos de monitoramento entre as atividades dos atores, pela perda residual devida à presença de “Agency” e por um custo do agente em manter-se nesta relação. Estes custos de agenciamento tendem a crescer toda vez

que cresce também o nível ou a situação de interdependência, como no caso da cooperação.

A relação entre acionistas e dirigentes de uma empresa é uma relação nítida de "Agency", bem como a relação dos associados de uma cooperativa, como veremos oportunamente.

O problema básico consiste na indução do agente para que tenha ações de acordo com os verdadeiros interesses do principal, nas sociedades anônimas, ou o inverso, o problema da separação entre a propriedade e o controle nas sociedades cooperativas.

Fama e Jensen (1983, p.303) chamam a atenção para este detalhe, sob outro ponto de vista, o de que os direitos ao resíduo dos acionistas podem ser alienados sem restrições. A estas organizações chamamos corporações abertas, que se distinguem das fechadas pelo fato de, nestas últimas, geralmente haver um direito ao resíduo, restrito às decisões internas da corporação.

Isto é, a distribuição dos direitos sobre os ganhos residuais, no caso de corporações abertas, é diferente e implica diferentes graus de restrição ao processo de decisão devido à separação entre o controle e a propriedade do negócio. Em empreendimentos grandes e de maior especialização, esta é uma característica também importante para a gestão e para o sucesso dos negócios, consequência da sua estrutura de capital.

Os custos de "Agency" podem determinar a estrutura de capital da firma, bem como sua proporção ideal. Para tanto, é necessário construir um modelo de análise.

Alguns pressupostos são necessários para a construção inicial da análise. Assim, tem-se que o processo de abertura de capital de uma empresa ocorre apenas por meio da colocação no mercado de ações preferenciais sem direito a voto; que, neste processo, não há possibilidade

de créditos alternativos; que o horizonte intertemporal não existe; que a firma é dirigida por um único empresário.

Definindo um vetor x de benefícios não-pecuniários advindos da gestão da firma, com uma utilidade marginal positiva, $C(x)$ como o custo desses benefícios, $P(x)$ como o valor positivo, para a firma, do incentivo à produção deste vetor de benefícios não-pecuniários, temos $B(x) = P(x) - C(x)$, ou seja, o resultado líquido desses benefícios. Ignorando outras influências deste vetor no nível dos salários e da utilidade do gestor, poderemos ter o nível ótimo definido como:

$$d(B(x))/d(x) = d(P(x))/d(x) - d(C(x))/d(x) = 0$$

Este será definido como x^* . Quando $x \geq x^*$, ou seja, quando há um nível de benefícios maior que o nível dado como ótimo, temos: $F \equiv B(x) - B(x^*) > 0$, que é a medida do custo, para a empresa, de um aumento no nível de benefícios não-pecuniários além do nível ótimo definido.

Dadas estas definições iniciais, podemos construir a Figura 8, na qual há uma relação entre o valor da firma no mercado e o montante de benefícios não-pecuniários na gestão.

Nesta Figura, descrita em Jensen e Meckling (1976), observa-se uma restrição dada pela linha VF ; quando F é zero, há um nível ótimo de dispêndio com recursos não-pecuniários e o valor da firma é o mais alto possível.

Esta restrição e a determinação deste ponto dependerão do tamanho da firma, do nível de investimento e de seu fluxo de caixa, assumidos como constantes e dados neste caso.

A inclinação desta restrição irá condicionar o montante de redução do valor da firma para cada incremento nos benefícios não-pecuniários que excedam o ponto ótimo.

No ponto **D**, temos um nível ótimo de F e V determinado por uma curva de indiferença u^2 do proprietário e gestor da empresa, isto é, há um nível de substituição, determinado pela sua função de utilidade, entre o valor da firma - a sua riqueza - e benefícios outros, não-pecuniários, que este empresário pode obter de sua empresa. No caso de venda da firma, o preço seria V^* .

Figura 8. Valor da firma e nível de benefícios não-pecuniários da gestão (Jensen e Meckling, 1976).

Poderemos supor que uma parte da firma seja colocada à venda no mercado $(1 - \alpha)$, onde $0 < \alpha < 1$, por meio de ações preferenciais, e

que o proprietário fique com α dessa empresa. Definida a inclinação de P^1 como $-\alpha$, o proprietário tentará maximizar a sua utilidade, passando para uma curva mais elevada em que, no ponto **A**, terá uma proporção maior de benefícios não-pecuniários e, em consequência disto, o valor da firma também cairá para V^0 .

Dada a restrição da linha P^2 e de VF , o proprietário tem um novo equilíbrio em **B** com uma curva de utilidade menor e também um menor nível de apropriação de recursos não-pecuniários da firma, acima do ponto ótimo.

Como no mercado há expectativas racionais, os investidores não pagarão $(1-\alpha) V^*$ pelas ações da empresa, pois esperam o comportamento descrito do proprietário-gestor, dado que os acionistas não teriam direitos de decisão sobre a firma nem como monitorar o gestor.

A diferença entre estes pontos e um possível novo ponto que seria determinado pelo monitoramento externo, efetuado pelos acionistas nas atividades do gestor, objetivando coibir a apropriação de recursos não-pecuniários e elevar o valor da firma no mercado, resultaria no valor dos custos e/ou benefícios de "Agency".

Esta análise pode ser estendida também para o caso em que é necessário monitorar ações para objetivar uma melhor performance da firma.

Para continuar estas relações, podemos observar um outro gráfico elaborado por Jensen e Meckling (1976), Figura 9, na qual perceberemos as relações entre os custos de agenciamento, dada uma proporção de abertura de capital da empresa. Temos representado $A(E)$, ou seja, os custos de "Agency" em função de E definido como $\{S_0 / (B+S_0)\}$, onde B representa o financiamento por meio de débitos para com terceiros,

S_0 são as ações colocadas no mercado de capitais pela empresa, capital próprio, e E^* representa a proporção ótima.

Custos

de "Agency"

Figura 9. Proporção de financiamento por meio da abertura de capital em função dos custos de "Agency" (Jensen e Meckling, 1976).

Esta Figura expressa que há um ponto ótimo E^* , quando é minimizado $A_t(E)$, que existe em determinada proporção entre financiamento por meio de débitos e da participação do capital de acionistas.

Este ponto deve ser diferente para cada caso de empresa, implicando que as variações de $A_{s0}(E)$ e $A_b(E)$ comportem-se de modo

diferente em função, provavelmente, dos arranjos nos direitos de propriedade no nível interno da empresa. Mas, de certo modo, é possível definir que:

$$d(A_{so}(E))/d(E) > 0 \quad \text{e} \quad d(A_b(E))/d(E) < 0 \quad \text{e que,}$$

$$|d(A_{so}(E))/d(E)| \neq |d(A_b(E))/d(E)|$$

A idéia é que, havendo uma proporção ideal na estrutura de capital, o próprio monitoramento efetuado pelos acionistas na gestão da empresa esteja diminuindo e diluindo os riscos e custos de agenciamento nas operações de financiamento, ou seja, nos débitos da empresa.

Mas, se esta proporção cresce em demasia, também os custos de monitoramento voltam a crescer com intensidade, devido à própria diluição nos direitos de propriedade.

Há, portanto, uma interação cruzada entre as duas variáveis, que deve estar mais bem conceituada e modelada. Esta particularidade será desenvolvida quando compararmos as sociedades cooperativas e as sociedades anônimas em função da sua abertura de capital, bem como do tamanho da firma.

3 A ECONOMIA DA COOPERAÇÃO

Este capítulo pretende discutir as características do empreendimento cooperativo. Para tanto, inicialmente, deve-se discutir o cooperativismo, sua história e doutrina, e o ambiente institucional no Brasil. Após, é elaborada uma análise da natureza da firma cooperativa com a ótica da abordagem institucional. Ao final, são descritas as particularidades da estrutura de capital dessas empresas, determinada por variáveis institucionais, como a oriunda da doutrina e da legislação em vigor no Brasil.

3.1 O cooperativismo

A associação, entre os atores econômicos, é uma situação que existe desde os primórdios da história da humanidade. Há descrições sobre a cooperação e a associação solidária em tribos indígenas e antigas civilizações, isto é, desde a pré-história (Gayotto, 1976).

Mesmo considerando que há uma continuidade e certa conexão no desenvolvimento dessas formas associativas, não se pode ignorar que a consolidação da empresa cooperativa se dá no ambiente capitalista do século XIX, iniciando o chamado movimento cooperativista a partir da experiência de cooperação efetuada em 1844 em Rochdale, localidade próxima a Manchester, na Inglaterra.

É importante notar que a cooperação se consolida, neste final de século, por meio da disseminação de empresas construídas sob a égide doutrinária do cooperativismo, e se organiza em nível mundial por meio de organizações como a International Cooperative Alliance - ICA, presente nos cinco continentes, congregando diferentes tipos de empreendimentos cooperativistas, como nos setores agropecuário, de consumo, de trabalho, de crédito etc..

Observa-se, também, que emergem hoje vários tipos de cooperação entre empresas, por meio das chamadas alianças estratégicas de negócios, que, apesar de não serem caracterizadas como um empreendimento cooperativo, de acordo com a fundamentação doutrinária, não deixam de ser experiências em que a cooperação é uma das pilstras de sustentação.

Portanto, parece haver uma gradual transformação na postura econômica e de negócios, que evolui para alcançar um nível maior de eficiência por meio da cooperação entre os agentes econômicos e não mais exclusivamente por meio da concorrência.

A solução ótima, possivelmente, pode não ser apenas um único e isolado ponto na função de produção da firma, mas um resultado de interações entre agentes e de um nível ótimo para todo um grupo específico de firmas.

A própria abordagem desta situação, como já foi visto anteriormente, não se limita apenas a uma função de produção e de custos, mas engloba, além destes conhecimentos, toda uma problemática institucional de relações contratuais.

No caso particular do movimento cooperativista, há uma arquitetura do empreendimento, por meio de relações contratuais em que o ambiente institucional, caracterizado pela doutrina da cooperação, será uma restrição à otimização de resultados econômicos e sociais. /

Estas relações substituem as "mãos invisíveis" do mercado, em determinados momentos. Assim sendo, a análise microeconômica deve preocupar-se diretamente com a questão dicotômica entre competição e cooperação. Esta discussão, apesar de antiga, volta a fazer-se necessária nos dias de hoje, quando parece nítida a substituição da concorrência pela cooperação em diversas situações particulares.

Para discutir estas observações iniciais e, após, o problema da abertura ao capital da empresa cooperativa, é necessário recorrer a alguns autores de forma a analisar a idéia da cooperação ao longo do tempo com o objetivo de construir os determinantes doutrinários e institucionais e estabelecer uma nova abordagem do tema.

3.1.1 História e doutrina

A cooperação e o próprio cooperativismo são discutidos, inicialmente, por uma linha determinada de pensadores econômicos, os socialistas chamados de utópicos, ou associacionistas.

Estes pensadores, como os socialistas científicos, reagem contra as injustiças sociais que acontecem na Europa durante a revolução

industrial, no século XIX, em que os trabalhadores são explorados de forma brusca pela indústria emergente, e indicam que a existência do lucro e da propriedade privada são os principais motivos econômicos para a exploração desses trabalhadores.

Fourier, pensador francês, chega a colocar: *"O mal de que sofre o homem, sobretudo quanto às suas condições de vida, consiste na ausência de liberdade econômica, embora, por estranha ironia, seja em nome desta liberdade que defende o estado social existente"* (Hugon, 1970, p.175).

Os socialistas consideram o liberalismo econômico como algo pernicioso à sociedade e pregam certa igualdade social de oportunidade e de condições, ou seja, a cada um a sua oportunidade, de acordo com suas necessidades e na proporção de seu trabalho.

Na tentativa de alcançar este objetivo de justiça social e de igualdade é que as diversas correntes socialistas se diferenciam. Os socialistas científicos consideram que estes ideais são atingidos quando suprimidas as propriedades privadas sobre os meios de produção e de consumo.

Assim, tornam-se comum os meios de produção e consumo, e os indivíduos organizam-se economicamente em estruturas verdadeiramente comunitárias, chamadas de comunas, em que o Estado centraliza o planejamento da atividade.

Este grupo advoga que a participação dos indivíduos tem de ser obrigatória, e é a partir desta que se dá a construção de um novo sistema econômico igualitário e justo. O materialismo histórico trabalha com a tese de que somente as transformações materiais e do sistema de produção serão capazes de transformar as relações sociais existentes e, portanto, propiciar a formação de uma nova sociedade. Este socialismo é identificado como

científico, mas, enquanto as mesmas idéias dependem de ideais voluntários para a modificação social, o socialismo é chamado de utópico.

A idéia socialista nasce e é pensada por meio de alguns traços característicos que irão diferenciá-la das outras correntes de pensamento econômico da época. O principal traço é a igualdade de oportunidades, que será o tema principal de discussão de todos os socialistas.

Para alcançar o objetivo socialista, da justiça social e da igualdade, o meio necessário será a supressão tanto da propriedade privada quanto da “extrema liberdade”¹⁷ econômica de mercado, ou seja, a situação em que as curvas de oferta e demanda irão ajustar-se mesmo que às custas da exploração do fator de produção “trabalho”.

O que separa as duas correntes, utópicos e científicos, será a forma pela qual a propriedade e a liberdade de mercado devem ser suprimidas da sociedade. Os utópicos advogam que será possível a substituição do mercado por instrumentos de cooperação, bem como, que a propriedade privada deverá ser extinta por meio de um regime de co-propriedade dos meios de produção.

Esta co-propriedade será necessariamente voluntária, tendo a liberdade de cooperação como traço fundamental, sendo, portanto, ideal para transformar a sociedade. Aqui é clara a diferença das posturas dessas duas correntes socialistas, em que os utópicos negam a tese do materialismo histórico, a obrigatoriedade de participação, a propriedade coletiva e comunitária pela força, da produção ao consumo, e os métodos violentos de cisão social com o objetivo de busca de uma sociedade mais justa.

¹⁷ Este termo é usado para tentar diferenciar, no caso dos socialistas utópicos, a liberdade expressa como necessária para o funcionamento dos instrumentos de auto-ajuda e cooperação.

Estes pensadores indicam que a solução para uma melhor repartição não está apenas na supressão da propriedade privada, mas sim, em uma transformação do regime de propriedade por meio da associação e da cooperação. Propunham uma modificação do sistema econômico por meio da cooperação e, especificamente, por meio das empresas cooperativistas, sejam elas de produção, de consumo ou de crédito.

Os socialistas associacionistas procuram substituir a livre concorrência no mercado, a qual seria a responsável pela má repartição das riquezas, sem prejudicar ou suprimir, contudo, a liberdade dos agentes.

“O indivíduo isolado, célula econômica do mundo clássico, seria substituído pela associação, constitutiva do novo meio ambiente. Por esta forma, o antagonismo dos interesses privados, oriundos da concorrência, seria substituído, nos setores da produção e da repartição, pela colaboração destes mesmos interesses, decorrentes da associação” (Hugon, 1970, p.168).

Neste movimento, encontramos alguns expoentes importantes por sua obra prática, e outros por sua obra filosófica. Robert Owen¹⁸ é um exemplo de socialista associacionista realizador, não produziu trabalhos intelectuais de importância, mas realizou uma significativa obra prática.

Em suas fábricas, reduziu a jornada de trabalho de 17 para “apenas” 10 horas diárias, e, imbuído de espírito socialista, recusou o emprego de crianças com menos que 10 anos, além de ter criado condições mínimas de trabalho como refeitórios e outros benefícios.

¹⁸ Robert Owen (1772-1858) nasceu no País de Gales, Inglaterra, foi importante industrial da fiação e sua principal obra é *“The Book of The New Moral World”*, de 1820 (Hugon, 1970, p.170).

Ele tentou criar colônias associativistas que acabaram por não ter sucesso, bem como, organizar um sistema de trocas em bolsa objetivando eliminar os lucros e instituir o justo preço, que também não encontrou sucesso. Tentou a organização do associativismo em nível mundial, que acabou sendo um embrião da organização hoje existente, a ICA. Neste exemplo, é possível imaginar as condições de trabalho na época que tanto revoltaram alguns economistas e a importância da obra de Owen, tanto como exemplo prático de tentativas do que era possível fazer para modificar a economia como pela transformação das relações de trabalho que ele iniciou em suas fábricas.

Charles Fourier¹⁹, ao contrário de Owen, produziu na França um rico material teórico, no qual descreve o “falanstério”, um tipo de colônia socialista comunitária em que as pessoas poderiam viver com suas famílias e produzir. O problema da justiça social é, para ele, mais um problema de produção do que de repartição do produto.

Um detalhe importante em sua obra é, em especial, a colocação da cooperação, não só no nível do fator de produção “trabalho”, mas também, no nível do fator de produção “capital” e do talento²⁰ - capital humano -. Assim, há uma fórmula de repartição do produto da sociedade que seriam, de acordo com o autor, cinco doze avos para o trabalho, três doze avos para o talento e quatro doze avos para o capital (Lambert, 1975).

Na associação livre e universal, a propriedade passaria de privada para societária. Haveria, portanto, uma modificação no direito de propriedade, com uma transformação na vertente individualista da propriedade dos meios de produção para uma situação societária em que a cooperação do capital é considerada.

¹⁹ Charles Fourier (1772-1837) nasceu na França, foi autodidata e sua principal obra é “*Le Nouveau Monde Industriel et Sociétaire*”, de 1820 (ibid., p.174).

²⁰ Pode-se entender como talento a habilidade e a especialização no conhecimento ou na atividade.

Na concepção de Fourier, o ideal seria uma organização em que:

“A sua constituição é livre: proprietários, capitalistas, operários são “convidados” a pôr em sociedade suas terras, seus capitais, seu trabalho, realizando, por esta forma, a associação voluntária dos três fatores de produção. Cada um receberá, em troca, um número de ações proporcional ao valor da sua contribuição” (Hugon, 1970, p.176).

Pode-se observar que Fourier, neste sistema, suprime o salário, fazendo com que o trabalhador receba proporcionalmente ao seu trabalho, e assim advoga que estes seriam mais interessados tanto em seu trabalho como em sua própria empresa. Isto, de algum modo, antecipa o que acontece hoje, de modo comum, no mercado de trabalho.

Este tipo de empreendimento cooperativista, descrito por Fourier, foi concretizado, sem sucesso, por um discípulo seu no século passado, mas pode, de alguma forma, guiar-nos a um novo caminho para o cooperativismo na próxima década.

A discussão que visa à implantação de uma nova ordem econômica, baseada na cooperação, tem outras abordagens, nas quais os autores preocupam-se com esta questão de forma considerada autoritária, isto é, as estratégias de implantação deste novo sistema dependem de uma intervenção autoritária na economia por parte do Estado ou dos agentes envolvidos. Estes autores são chamados de corrente associacionista autoritária.

Louis Blanc²¹ critica a livre concorrência, alegando que este regime leva ao esmagamento das pequenas empresas e à formação de monopólios, reduzindo os trabalhadores a assalariados. *“E se essa livre concorrência é perniciosa, prossegue Louis Blanc, é tão somente por acarretar, para a maioria dos homens, a privação à liberdade”* (Hugon, 1970, p.182).

Para que esta liberdade seja alcançada, é necessária a posse do direito de propriedade por todos os cidadãos. No campo econômico, isto deveria efetivar-se por meio da posse dos instrumentos de produção. Neste ponto, o Estado tem a função de facilitar e de financiar os trabalhadores para que, por meio da associação, estes possam estabelecer “oficinas sociais”.

O ponto considerado fraco dessas teorias é o fato de não haver uma proposta clara de como seria estabelecido e mantido um novo sistema em substituição ao mecanismo de preços da economia, eliminado pela exclusão da concorrência.

Para esta discussão, é importante notar que a arquitetura da firma associada é considerada, por Louis Blanc, superior a outros tipos de empresas, uma vez que, neste empreendimento, há economia na aquisição de insumos necessários ao processo de produção, e por outro lado, os trabalhadores dedicam-se com maior perseverança às suas atividades, dado que dependem diretamente do resultado econômico da empresa.

Assim, este sistema é superior à economia de mercado, e as “oficinas sociais”²² associadas têm condições plenas de, em regime de liberdade, sobrepujar a livre concorrência agora representante de um arranjo de firmas mais ineficientes, naturalmente excluídas do sistema. *“Trata-se de*

²¹ Louis Blanc (1812-1882), francês, era historiador, jornalista, e escreveu *“L’Organisation du Travail”* em 1839 (Hugon, 1970, p.181).

²² Empresa cooperativa de produção incentivada pelo Estado.

fazer desaparecer a concorrência, usando como arma a própria concorrência" (Blanc, citado por Hugon, 1970, p.184).

William King²³ discute a cooperação unicamente como um ato voluntário e admite que o sucesso de um sistema como este está intimamente conectado ao processo de educação para a cooperação.

Também advoga a tese de que a transformação do ambiente econômico deveria dar-se pelo estabelecimento de cooperativas de consumo que acumulariam recursos suficientes para, em um segundo momento, construir um sistema cooperativo de produção. A idéia expressa-se pela frase de sua autoria: *"Trabalhadores! Sois produtores. Mas não sois mais que isto? Não sois consumidores? Então!"*. Neste poder, e na hegemonia do consumidor, acreditava King estar a ação mais efetiva de transformação da economia pela classe trabalhadora.

Em suas idéias, e nas cooperativas inspiradas por ele, já se encontram o retorno *pro rata* de operações e a neutralidade política e religiosa necessária para congregar o maior número possível de pessoas nas associações cooperativas.

Sob a influência direta destas idéias, um grupo de trabalhadores, em Rochdale, Inglaterra, em 1844, fundaram a primeira organização cooperativa que fundamenta, por meio de seus estatutos, alguns princípios gerais que propiciam forma para todo o movimento cooperativista mundial.

É importante notar que este evento é considerado o início do movimento cooperativista contemporâneo, que, apesar de influenciado por esses pensadores econômicos, é constituído e fundamentado por humildes trabalhadores, por meio de uma experiência prática concreta, ou seja, a formação de uma cooperativa de consumo.

²³ William King de Brighton é considerado o pai da cooperação na Grã-Bretanha (Lambert, 1975, p.42).

Charles Gide²⁴ considera importante o fato de o cooperativismo ser a única doutrina econômica que nasce diretamente da prática de trabalhadores, e não do exercício de pensamento de intelectuais.

Esta experiência é descrita em Bialoskorski Neto (1994, p.27), em que a seqüência de fatos decorridos com pobres tecelões na Inglaterra, após uma fracassada greve por melhores salários, fez com que este grupo de operários julgasse várias hipóteses de solução para seu estado de desesperança, como a possibilidade de emigração para outros países ou de maior participação política com intenções revolucionárias.

No entanto, estes pobres homens, influenciados pelos socialistas associacionistas ou utópicos, resolveram juntar o pouco dinheiro que tinham e estabelecer, em 1844, uma nova forma de empreendimento, uma cooperativa de consumo chamada de Rochdale Society of Equitable Pionneers, lançando as bases do cooperativismo que conhecemos atualmente.

É interessante notar que esta forma e esta doutrina não são estabelecidas por pensadores econômicos ou filósofos importantes, mas sim, nascem diretamente da experiência popular de associação de interesses e de cooperação em situação de adversidade.

Este empreendimento cooperativista é erigido de acordo com alguns princípios gerais, mais tarde ditos doutrinários, que caracterizam a forma organizacional cooperativada até os dias de hoje. Estes podem ser listados como:

- a) A democracia;
- b) A adesão livre e voluntária;

²⁴ Charles Gide (1847-1932), pensador e professor francês, fundou a escola de "nimes" no pensamento cooperativista (Lambert, 1975, p.120).

- c) A neutralidade política e religiosa da empresa;
- d) O fomento à educação cooperativista;
- e) O retorno *pro rata* das sobras das operações;
- f) A intenção de modificar a ordem econômica.

Este último princípio já não faz mais parte da doutrina cooperativista atual, mas o fez por muito tempo, inclusive com propósito próximo ao revolucionário.

A organização cooperativa é caracterizada por princípios discutidos pelos socialistas utópicos associacionistas, influenciados também pelo pensamento da época, em que o ideário da fraternidade, da igualdade, de liberdade e da solidariedade são colocados de modo muito nítido.

A igualdade é expressa pela democracia e pela neutralidade política e religiosa; a liberdade, pela livre entrada e saída da organização cooperativista; a solidariedade é manifestada pelo retorno *pro rata* das operações; e a fraternidade, por meio do princípio de educação cooperativa.

No estatuto da primeira cooperativa é expressa, como objetivo da sociedade, a organização das forças da produção, de distribuição, de educação e de governo, ou, em outras palavras, o estabelecimento de uma colônia auto-suficiente que prestará ajuda no estabelecimento de outras colônias deste tipo (Lambert, 1975).

Nestes estatutos, a arquitetura básica do empreendimento cooperativo é edificada. A organização tem uma assembléia geral como órgão máximo de decisão, como expressão da democracia, em que cada homem tem apenas um único voto; há a formação de um fundo para a educação; são livres a entrada e a saída da associação; não é permitido haver qualquer discriminação política e religiosa; ao capital, é paga uma taxa de juros limitada;

o resíduo das operações é rateado a cada associado na proporção destas mesmas operações.

É indiscutível que a pretensão inicial é transformar o sistema econômico de livre mercado por meio da cooperação, imbuída do pensamento de que somente o mercado não basta para assegurar o preço considerado como justo.

Pensadores econômicos como Leon Walras, Vilfredo Pareto e Arthur Pigou consideram isso importante e escrevem sobre a cooperação como um complemento do sistema econômico de mercado.

Eschenburg (1988) descreve o pensamento destes autores, como o de Walras, no qual se discute que apenas as empresas cooperativas médias são uma forma de organização com condições competitivas, dada a necessidade de tamanho da produção para a competição com outras empresas participantes do mercado. Também de acordo com o mesmo autor, isto depende das condições internas da empresa aliadas às condições socioeconômicas externas ao empreendimento cooperativista.

O mesmo autor comenta que Pigou considera as cooperativas como formas que têm efeitos positivos na economia por superarem os conflitos entre os fatores de produção “capital” e “trabalho”.

Também considera que as cooperativas podem diminuir os custos sociais devidos aos monopólios na economia, bem como são eficientes para a difusão vertical das inovações tecnológicas.

No mesmo trabalho de Eschenburg (1988), encontra-se o pensamento de Pareto, que constata que as cooperativas de produção são organizações empresariais não-competitivas e menos eficientes que as empresas não-cooperativas, dadas as suas particularidades de estabilidade de emprego e participação, em que os atores têm uma atitude de utilização

subótima dos fatores de produção, diminuindo a capacidade de adaptação da empresa cooperativada e influenciando diretamente em sua eficiência.

Por outro lado, são possíveis, por meio da empresa cooperativa, a redução de custos empresariais, a manutenção e a diminuição do nível de preços, a possibilidade de realização de plantas múltiplas, de economia de escala e escopo, bem como a superação de dificuldades e imperfeições de mercado.

Lambert (1975) descreve o argumento de Gide, que afirma que, devido ao progresso socioeconômico e às condições complexas de mercado, a dependência mútua entre os agentes aumenta e, portanto, o bem-estar de um indivíduo depende com maior intensidade do bem-estar de outros indivíduos, de maneira que a solidariedade e a cooperação desenvolvem-se de maneira natural.

Por este motivo, a evolução da empresa cooperativa seria pacífica e sem expropriações, e seria suficiente para, a partir do consumidor organizado, modificar todo o regime econômico e social, transformando-o em um ambiente em que reinaria somente o preço justo.

Esta é conhecida como a “hegemonia do consumidor”, na qual o autor defende a transformação social a partir da organização do consumo.

Eschenburg (1988) descreve as considerações de Marshall de que a cooperação, pelo fato de representar uma limitação à ação maximizadora individual, limita a competência; a questão é se as vantagens da cooperação superam ou não as desvantagens da diminuição de eficiência econômica.

Portanto, a cooperação apresenta vantagens e desvantagens econômicas; ao prevalecerem as vantagens, esta é construtiva, e ao prevalecerem as desvantagens, é destrutiva.

Os benefícios sociais marginais de uma organização empresarial sobrepõem os benefícios marginais privados e individuais se esta oferecer oportunidades melhores de estabelecer-se e se desenvolver a capacidade empreendedora dos atores econômicos envolvidos.

A forma cooperativa só é vantajosa se a coordenação das atividades econômicas de seus agentes resultam em vantagens maiores que os custos da renúncia a uma condição de livre mercado.

A questão colocada é a de que, em determinadas situações de imperfeições de mercado, dependendo das plantas industriais, a cooperação pode ser uma forma eficiente de coordenação, inclusive substituindo a própria coordenação de mercado.

Não se trata de discutir unicamente a empresa cooperativa como uma empresa de trabalho como nós a conhecemos, mas sim, de abordar a cooperação como uma forma de organização empresarial e econômica mais ampla, que pode estar propiciando uma melhora do bem-estar de diversos agentes ou grupos em determinadas situações específicas de mercado.

Deste modo, parece ser a imperfeição dos mercados um fator determinante para o aparecimento das formas de cooperação, nos níveis das empresas ou dos contratos entre agentes.

Williamson (1985) analisa estas situações e julga que o nível de especificidade dos ativos envolvidos no processo de produção é determinante para o processo de coordenação de atividades, no qual, necessariamente, o conceito de "cooperação"²⁵ está diretamente envolvido por meio de relações contratuais entre os atores econômicos.

²⁵ A cooperação, neste caso, não se refere à doutrina cooperativista, mas às alianças contratuais entre atores econômicos.

É interessante notar que, atualmente, há diversas formas de cooperação, diferentes das construídas doutrinariamente em Rochdale e reconhecidas como cooperativas pela Aliança Cooperativa Internacional, mas que continuam a perpassar tanto o ideário de substituição da concorrência pela cooperação quanto a idéia de substituição do mercado competitivo pela relação estável da associação em diversos graus.

Estas situações são descritas pela Nova Economia Institucional, em que a unidade analítica “transações” é o elemento que pode caracterizar, influenciado por determinado ambiente institucional, o grau de cooperação contratual entre atores na economia.

O ambiente econômico e os objetivos do empreendimento é que determinam como se dão as formas organizacionais, em particular as cooperativas. Assim, em um ambiente institucional favorável, a empresa cooperativa encontra meios de desenvolvimento e de crescimento.

Este ambiente é dado pelo conjunto da legislação e das relações entre os agentes econômicos, e varia de acordo com localidade, país e comportamento étnico de origem, que também podem determinar a ética nas relações e associações de interesses.

Assim, é necessário analisar os ambientes institucional e legal, nos quais a empresa cooperativista atua, para que seja possível agregar à discussão os limites de performance dados pela doutrina e determinados pela legislação.

3.1.2 O ambiente institucional no Brasil

No Brasil, a sociedade cooperativa organiza-se de acordo com uma legislação específica, a Lei 5.764 de 16 de dezembro de 1971, na qual é expressa, em seu artigo terceiro, a definição da cooperativa como uma sociedade mercantil sem objetivo de lucro.

No artigo subjacente e seus parágrafos, são listados todos os princípios fundamentais e doutrinários do cooperativismo, como a adesão voluntária, as livres entrada e saída, a impossibilidade de cessão das quotas-partes subscritas - não pode haver um comércio destas, como em bolsa de valores -, a não-discriminação política e religiosa, o princípio de, a cada homem, um único voto, e, no artigo trigésimo oitavo, a assembléia geral como órgão máximo de decisão na organização.

Somente desta forma a cooperativa no Brasil é reconhecida como tal pela Aliança Cooperativa Internacional, e a Organização das Cooperativas Brasileiras (OCB), como uma entidade filiada e de representação do cooperativismo.

O cooperativismo no Brasil encontra-se, no momento, em um vácuo jurídico devido à ausência de uma legislação clara e moderna que venha a aperfeiçoar a antiga legislação, com as modificações efetuadas por ocasião do processo constituinte de 1988, ainda não regulamentadas.

Durante o X Congresso Brasileiro de Cooperativismo, o ambiente institucional favoreceu a emergência de uma frente parlamentar cooperativista que, articuladamente, como grupo de pressão, foi responsável pelos avanços conseguidos pelo movimento cooperativista no processo constituinte da época.

Importantes resultados institucionais foram alcançados, como o exposto no artigo 5.º, XVIII, da Constituição Brasileira de 1988, que foi a maior vitória do movimento cooperativista no Brasil:

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

Isto garante a autonomia das cooperativas em relação ao Estado, chamada de autogestão do sistema.

No capítulo da Ordem Econômica e Financeira, artigo 174, § 2º, é colocado que:

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

Portanto, o Estado deve, obrigatoriamente, apoiar o movimento cooperativista. Este movimento foi mais além. No artigo 146 do capítulo do Sistema Tributário Nacional, pode-se ler:

“Cabe à lei complementar:... III - Estabelecer normas gerais em matéria de legislação tributária, especialmente sobre:...c) adequado tratamento tributário ao ato cooperativo praticado pelas sociedades cooperativas”.

Assim, é reconhecido o ato cooperativo como algo diferente do ato comercial e é garantida uma situação tributária também diferenciada para este ato, o que é muito importante para toda a atividade de

cooperação, pois esta é, reconhecidamente, algo oposto ao ato de simples comércio.

A experiência do cooperativismo em outros países nos mostra que, para o movimento cooperativista, a vertente financeira é de fundamental importância para garantir as fontes de recursos de capital necessários para o crescimento sustentado e uniforme de todo o sistema. É assim na França, na Alemanha e em vários países. No Brasil, não poderia ser diferente.

No capítulo referente ao Sistema Financeiro Nacional, no Artigo 192, lê-se:

“O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em lei complementar, que disporá, inclusive, sobre: ...VIII - o funcionamento das cooperativas de crédito e os requisitos para que possam ter condições de operacionalidade e estruturação próprias das instituições financeiras”.

Novamente, temos aqui um importante avanço institucional do movimento cooperativista, que possibilita a este articular um sistema financeiro próprio. Somente após um longo período o movimento consegue romper com as barreiras impostas e constituir seus Bancos Cooperativos.

É possível observar a importância do processo constituinte de 1988 para o cooperativismo. Mas muitos dos avanços obtidos naquela ocasião, provenientes das discussões e da ação articulada durante o X Congresso Brasileiro de Cooperativismo, ainda não foram devidamente regulamentados e incorporados ao cooperativismo brasileiro.

Assim, após a obtenção da autogestão do sistema - entendida como a independência das cooperativas em relação ao Estado -, o cooperativismo ainda não conta com um meio eficaz de proceder a seu próprio autocontrole.

Esta situação é evidente na questão da constituição de novas cooperativas que não contam com um arbitramento mais preciso do próprio sistema cooperativista, aferindo suas características de sociedade cooperativa.

Há, inegavelmente, uma situação de transição em que o cooperativismo espera crescer e se modernizar; para tanto, deverá haver um conjunto de determinantes legais e institucionais que venham a proporcionar tal desenvolvimento.

Assim, questões importantes para a sobrevivência do sistema, como a representação do cooperativismo, o autocontrole do sistema ou a construção de uma nova empresa cooperativista pronta para competir em mercados globalizados e altamente concorrenciais, devem ser contempladas em um novo ambiente institucional.

O que é colocado é a existência de condicionantes institucionais que necessariamente têm de ser analisados para a compreensão do processo de desenvolvimento e crescimento do empreendimento cooperativista.

Bialoskorski Neto (1998) cita que o XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo, realizado nove anos após o anterior, avançou no sentido de propor pontos importantes para a arquitetura organizacional da empresa cooperativista.

O autocontrole, podemos tê-lo, por meio de consultoria e auditoria, ligado ao próprio movimento cooperativista, com o intuito de solidificar a situação financeira e de gestão das cooperativas, objetivando

ser um instrumento importante para elevar a credibilidade da cooperativa frente ao sistema financeiro.

Esta nova adequação do ambiente institucional é da maior importância, pois, em várias situações, este é o responsável direto pelo sucesso ou insucesso de uma empreita.

A situação institucional na qual a empresa cooperativa não está sujeita a falência, bem como não tem direito a uma concordata, pode determinar alguns custos financeiros importantes para a estrutura de capital da empresa.

Outra questão relevante refere-se ao fato de os resultados da participação da cooperativa em empresas não-cooperativas não poderem ser rateados diretamente entre seus associados, impossibilitando que a cooperativa tenha mais formas alternativas de ganhar flexibilidade e agilidade administrativas.

No XI Congresso, a questão da abertura da estrutura de capital das cooperativas, seja por emissão de títulos ou de ações preferenciais sem direito a voto, foi discutida com o objetivo de adequar a empresa cooperativa para obter recursos de outras fontes financeiras alternativas, como em bolsas de valores.

Deste modo, a legislação brasileira condiciona a performance da empresa cooperativa, e este mesmo ambiente institucional também influencia os custos de transação e de "Agency", decorrentes de sua estrutura de capital.

Atualmente, a impossibilidade de falência, que garante parte dos credores em uma situação de insolvência da empresa, bem como a impossibilidade de emissão de títulos e de abertura de capital por meio de ações condicionam tanto o custo como a estrutura de capital das cooperativas.

Doutrinariamente, a cooperativa é um empreendimento em que cada homem associado tem apenas um único voto nas assembleias gerais. Não permite, portanto, uma divisão diferente dos direitos de propriedade e, assim, limita um processo mais amplo de abertura de capital.

Desta forma, o ambiente institucional dado pela legislação e pela estrutura doutrinária condiciona os custos de transação e de agenciamento, e, por último, a eficiência desse tipo de organização.

É neste ambiente institucional que deve ser discutida a estrutura de capital das empresas cooperativas.

3.2 A natureza da firma cooperativa

Para efetuar uma análise da estrutura de capital da empresa cooperativa, em comparação às firmas não-cooperativas, é necessário discorrer sobre a natureza desse empreendimento.

Neste tópico, a empresa cooperativa deve ser analisada sempre em comparação com as empresas não-cooperativas chamadas, neste trabalho, de “firmas de capital”²⁶.

Na teoria neoclássica, há o pressuposto de que os atores, no mercado, têm toda a informação e uma racionalidade total, fazendo com que este seja capaz de proceder a tomada de decisão, tanto de produção como de consumo; há sempre um procedimento de auto-interesse de forma ética e benigna, a propriedade é claramente definida e o nível analítico

²⁶ O termo “firmas de capital” será usado com o intuito de diferenciar a empresa cooperativa - formada pela coalizão do fator de produção “trabalho” - da empresa não-cooperativa - formada pela coalizão do fator de produção “capital” - como as S/A's.

concentra-se no equilíbrio geral de mercado, no qual o sistema de preços são os alocadores de recursos.

Na teoria institucional, estes pressupostos são totalmente diferentes. Considerando-se que há uma racionalidade limitada dos agentes, estes atores procedem no mercado de forma pouco ética, apresentando um oportunismo em suas relações. A propriedade tem uma definição de direitos que induz a uma problemática específica; no nível analítico, preocupa-se com o equilíbrio parcial, tendo nas transações a sua área de interesse.

Este tratamento comparativo entre firmas e entre teorias é dado de modo complementar para permitir uma melhor compreensão das características e do que é a sociedade cooperativa, uma vez que a aplicação teórica, nos próximos capítulos, concentra-se na análise da cooperativa sob a ótica da Nova Economia Institucional.

3.2.1 Características econômicas

A formação e o estabelecimento de uma empresa cooperativa acontecem nas situações em que há uma escassez inicial do fator de produção “capital”. Esta escassez, aliada ao necessário tamanho da firma e às características de mercado, faz com que não seja possível, nesta situação, a montagem de uma organização alternativa como uma empresa de “capital” familiar.

Na atividade agrícola, esta situação é bastante comum, dado que os mercados de insumos e de produtos são concentrados e que, para estabelecer um empreendimento, é necessário porte para proceder a compras em comum ou a armazenagem e processamento da produção.

Se o fator de produção “capital” existir em quantidade suficiente, a forma organizacional escolhida será, provavelmente, a de uma “firma de capital”, que, aproveitando-se da oportunidade de negócios, poderá oferecer uma possibilidade de rendimento muito maior a um só ator econômico.

Como isto não é viável, os agentes econômicos escolhem outras formas organizacionais, como as cooperativas, para possibilitar a prestação de serviços e a melhora de renda.

Do ponto de vista neoclássico, considerando o retorno econômico (**R**), a quantidade de trabalho (**t**) e a de capital (**c**), temos uma função do retorno da firma assim descrita:

$$R = f(t, c)$$

Considerando que há uma premissa de maior crescimento de rendimentos advindos da adoção de novas tecnologias, decorrentes da intensificação do uso da mão-de-obra, já existente em abundância, podemos definir:

$$d(R)/d(c) > d(R)/d(t)$$

Como a forma de organização cooperativa só é escolhida quando há uma escassez do fator de produção “capital”, temos:

$$(t) \gg (c)$$

Portanto, a empresa cooperativa teria, inicialmente, uma dificuldade na geração de rendimentos, quando comparada às “firmas de

capital". Também esta empresa teria um crescimento em um ambiente no qual é mais que necessário o aporte de capital, isto é, sua capitalização.

Esta característica de aporte dos fatores de produção é que faz da capitalização das empresas cooperativas um processo muito importante e vital para seu desenvolvimento.

Verifica-se, também, que há problemas nas empresas cooperativas pelo fato doutrinário de não objetivarem o lucro de suas atividades, mas terem somente a intenção da prestação de serviços às organizações econômicas de seus associados.

Deste modo, pode-se estabelecer, de acordo com Bialoskorski Neto (1994, p.70), um modelo em que o lucro de uma firma de capital agroprocessadora é dado por:

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

Neste modelo, o lucro L é uma função do preço recebido P_y e da quantidade dos produtos processados Y , do preço P_i e da quantidade X_i dos insumos adquiridos, do preço P_m e da quantidade M do produto adquirido dos produtores, e de um custo fixo F dessa empresa. Fazendo, no modelo, $Y=f(X_i,M)$ e maximizando o lucro dessa "firma de capital" em função dos insumos adquiridos, teríamos o seguinte resultado:

$$dL/dX_i = P_y df/dX_i - P_i = 0$$

$$dL/dM = P_y df/dM - P_m = 0$$

onde,

$$P_y \, df/dX_i = P_i \quad \text{e} \quad P_y \, df/dM = P_m$$

Este resultado mostra que o valor do produto marginal é igual ao preço do insumo no ponto de otimização e esta agroprocessadora estaria operando em nível de máxima eficiência econômica.

Como, no empreendimento cooperativo, não há o objetivo de lucro, mas existe a premissa da intenção da prestação de serviços e facilidades aos cooperados, podemos transformar o modelo inicial em:

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

Fazendo, neste modelo, como no anterior, $Y = f(X_i, M)$ e também $P_m M = S$, quando este último é otimizado em função dos insumos adquiridos, temos como resultado:

$$dS/dX_i = P_y \, df/dX_i - P_i = 0$$

$$dS/dM = P_y \, df/dM = 0$$

onde temos,

$$P_y \, df/dX_i = P_i \quad \text{e} \quad P_y \, df/dM = 0$$

No caso da agroindústria cooperativa, a condição verificada em relação aos insumos X_i é idêntica à equação encontrada para a “firma de capital” e a cooperativa também trabalha em um ponto máximo.

Mas, verificando-se a condição relativa aos produtos adquiridos de seus cooperados, o resultado é diferente: o valor do produto marginal é

igual a zero e a empresa cooperativada trabalha em uma condição de máxima eficiência física, e não no ponto de otimização de resultados econômicos.

Estas características econômicas, sob o ponto de vista neoclássico, são importantes para complementar a análise efetuada e para proceder a algumas conclusões parciais, quais sejam:

- a) A situação de escassez de capital promove a coalizão de interesses para a formação da cooperativa, mas é temporária desde que haja instrumentos de capitalização eficientes, então a cooperativa passa a promover a capitalização de seu associado;
- b) Como a cooperativa não objetiva o lucro do negócio, mas resultados, pode haver problemas de eficiência econômica da corporação e de distribuição de resultados financeiros, como sobras ou dividendos.

Esta situação é verificada em Bialoskorski Neto (1994), em análises de regressão que comprovam a elevação de renda média do produtor rural nas microrregiões homogêneas do Estado de São Paulo, onde há uma maior proporção de produtores cooperativados. O que poderia estar ocorrendo é a prestação de serviços ao cooperado elevando a sua renda particular mas diminuindo a geração de sobras da cooperativa, inclusive podendo impedir o crescimento e os investimentos com capital próprio na empresa cooperativada.

Assim, o problema estudado passa a ser um verdadeiro “tendão de Aquiles” das sociedades cooperativas, isto é, oferecer melhores preços e serviços em detrimento da formação de sobras para investimento

com capital próprio. Podendo ter, na modificação de sua estrutura de capital, um fator importante na reversão dessa tendência.

Para complementar esta observação, é necessária uma abordagem do assunto de acordo com a ótica institucional.

3.2.2 A natureza institucional

Para analisar a cooperativa, é necessário compreender, de outro ponto de vista, também os fatores que levam à formação e à manutenção de uma empresa organizada sob esta forma.

A cooperação voluntária pode ser entendida por meio da teoria dos jogos fazendo-se uso da situação de equilíbrio descrita como o "dilema do prisioneiro". A argumentação é de que exista uma situação semelhante na cooperação, isto é, um "dilema do cooperante", no qual os mercados concentrados e o tamanho das firmas obrigam os produtores a uma situação de interdependência mútua, mas em um equilíbrio que pode ser rompido.

Definida uma matriz de retornos (Figura 10), pode-se observar que a estratégia que representa um maior retorno para os jogadores é aquela em que há a cooperação: estratégia 1 do jogador A e estratégia 1 do jogador B.

A deserção de um dos jogadores possibilitará um ganho maior individual para um destes, obrigando o outro a também mudar de posição.

A mudança de estratégia de B para 2, mantendo-se a estratégia 1 para A, significa um ganho maior para B, de 5, e menor para A, de 0.

Esta situação obriga o outro jogador a estabelecer também uma nova estratégia, agora também 2 para A, na qual os retornos serão menores para todo o conjunto considerado, 1 para A e 1 para B.

Assim, a solução ideal é aquela da cooperação entre os agentes, estratégia 1 para A e estratégia 1 para B, em que os retornos são 3 para A e 3 para B.

Esta situação é instável, pois sempre apresentará uma estratégia de maior retorno para um dos jogadores, por meio de uma deserção, o que seria prejudicial para o restante do grupo. O que se modifica nesta análise é que, mesmo havendo assimetrias de informação, o jogo cooperativo pode ser claro para o grupo, isto é, este tenderá a preferir a situação de cooperação à de não-cooperação por aquela compreender as consequências prováveis desta última.

		Jogador B	
		1	2
Estratégias		cooperar	desertar
Jogador A	1 cooperar	(3,3)	(0,5)
	2 desertar	(5,0)	(1,1)

Figura 10. Matriz de pagamentos para os jogadores A e B, respectivamente, primeiro e segundo valores entre parênteses, segundo as estratégias possíveis, não cooperar e cooperar (“dilema do prisioneiro”).

Pode-se lembrar que esta condição aproximada é passível de ser encontrada nas ações cooperativas na atividade agrícola, uma vez que o poder de monopólio geográfico e os altos custos de transporte da matéria prima bruta, por um lado, e a especificidade de lugar, por outro, fazem com que a cooperação seja o único caminho possível de resultados razoáveis, e, se esta não existir, não haverá possibilidade de ganhos de tamanho, processamento e manutenção dos níveis de preços.

O equilíbrio é rompido quando um dos agentes econômicos rompe a coalizão e transaciona seus produtos, sob a forma de compra ou de venda, com outras empresas em prejuízo à sua cooperativa. Portanto, poderá haver um oportunismo contratual, entendido como deserção.

Staatz (1983) cita que a aplicação da teoria dos jogos às cooperativas é um modelo de como se podem alocar custos e benefícios pelos seus diversos associados, enquanto se preservam os incentivos para a proteção da organização.

Tendo por base o pressuposto de que a situação de cooperação se estabeleça entre os agentes, e de que esta é mais interessante para o grupo como um todo, podemos elaborar uma análise sob o prisma institucional dos direitos de propriedade, da divisão entre propriedade e controle, dos custos de transação, e do agenciamento.

Os direitos de propriedade são definidos como o direito de poder, de consumir, de obter renda ou de alienar determinado ativo. Fulton (1995, p.1145) afirma que a teoria dos direitos de propriedade pode ocupar um papel central na teoria institucional, e aplica estes conhecimentos na análise da empresa cooperativa.

Nas cooperativas, os associados são aqueles que detêm os direitos residuais ao fluxo de rendimentos gerados pelo empreendimento. Mas, como os direitos de propriedade sobre este ativo são divididos entre muitas

pessoas, e não há sua separação completa, os proprietários não podem apossar-se dos fluxos oriundos destes direitos de forma igualmente completa.

Quando os fluxos de renda gerados por um ativo existem sem que haja uma distribuição completa dos direitos de propriedade, os atores buscam engajar-se em processos nos quais possam apossar-se de uma margem maior do rendimento proveniente desse ativo. Esta estratégia pode levar a uma situação de redução da geração de benefícios pelo ativo considerado, sendo este o caso particular das cooperativas.

Zylbersztajn (1993) descreve que as cooperativas são uma organização com direitos de propriedade acima da corporação, quando cada membro tem o poder de interferir no destino da empresa, não proporcionalmente à sua participação de capital ou como acionista, mas de acordo com o princípio de, a cada homem, um único voto.

Fulton (1995) cita Barzel e indica que, quando há um direito comum de propriedade entre muitas pessoas, este é confundido diretamente com recursos de livre acesso. Esta situação leva a outra em que o direito de propriedade seja exercido por um grupo de pessoas com obrigações de gestão de acordo com regras formais - estatutos - e informais - éticas - e, assim, os recursos disponíveis acabam por não ser totalmente explorados.

Eggertsson (1990) discute os direitos de propriedade sobre os rendimentos residuais da empresa como determinantes para os custos de transação e de "Agency". Estes custos de agenciamento são reduzidos quanto menor é a participação, na empresa, de proprietários externos - acionistas e/ou quotistas - e, elevados quanto maior o emprego de profissionais contratados, com direitos residuais ao fluxo de rendimento da empresa.

Nas cooperativas, há uma noção de direito comum de propriedade, enquanto, nas "firmas de capital", este direito é individual, com

fronteiras claramente definidas, sendo o proprietário do capital aquele que tem os direitos residuais aos rendimentos da empresa.

Esta diferença é importante, tanto que os direitos de propriedade de uma empresa podem ser negociados em bolsas de valores e transferidos de proprietário para proprietário, o que não acontece com as empresas cooperativas, implicando custos de transação diferentes para as duas formas empresariais.

Eggertsson (1990, p.139) coloca que um aspecto muito importante para as corporações de capital aberto é a habilidade de cada proprietário individual em transacionar seus direitos ao resíduo com baixos custos de transação.

Este difuso direito sobre os resíduos é que faz com que o associado se afaste do empreendimento cooperativo ou tenha uma ação preocupada com o curto prazo.

Milgrom e Roberts (1992, p.563) advertem que o status de direitos limitados ao resíduo e de não-concentração na propriedade em uma cooperativa leva os associados a terem poucos incentivos para participar diretamente da gestão do negócio, como também, faz com que estes não estejam inclinados a votar em investimentos de longo horizonte temporal.

Portanto, há uma diferença básica na estrutura de custos de "Agency" entre as sociedades cooperativas e as "firmas de capital". Sendo que, aparentemente, as primeiras contam com custos maiores devidos à não-separação entre propriedade e controle, ao fato de não haver uma estrutura de direitos de propriedade claramente definida e, ainda, pelo fato de haver altos custos de transação associados à transferência desses direitos, ou seja, das quotas-partes de participação.

As cooperativas também têm por característica o fato de o associado ser, ao mesmo tempo, usuário e proprietário de seu negócio.

Utilizando-se dos conceitos de "Agency", o associado será, simultaneamente, agente e principal da mesma relação contratual.

Bialoskorski Neto (1994) indica que esta relação pode levar a uma situação de ineficiência para a cooperativa, uma vez que, nas assembléias gerais e nos momentos de definições econômicas na cooperativa, este associado - agente - pode fixar, como principal da relação contratual, sua própria remuneração ou suas margens de custos.

Como não há separação entre propriedade e controle nas cooperativas, esta situação pode, freqüentemente, estabelecer-se com muita facilidade na sociedade.

Também são possíveis, por esta característica, o aparecimento e o incremento das remunerações não-pecuniárias para o grupo de associados que procede à gestão da empresa. Como foi analisado anteriormente, esta proporção de remuneração não-pecuniária da coalizão gestora da empresa leva a esta uma expectativa de valor de mercado mais baixo que o verdadeiro valor de seus ativos (Jensen e Meckling, 1976).

No nível da análise das transações que existem nas cooperativas agropecuárias, estas são caracterizadas por serem muito freqüentes entre empresa e produtor ou associado.

Apresentam, também, alta especificidade temporal, devido aos problemas oriundos do fato de os produtos agropecuários serem perecíveis, ou ainda, pela necessidade sazonal de colheita e preparo para armazenagem. Outra especificidade importante e característica é a geográfica, uma vez que os produtos agropecuários necessitam de determinada combinação de fatores edafo-climáticos para seu desenvolvimento.

Assim, as transações freqüentes e com alta especificidade de ativos determinam uma estrutura de governança bilateral ou unificada para essas relações contratuais. Este fato leva a unidade econômica do produtor

rural, inclusive este, a ser também uma importante especificidade de capital humano para a cooperativa.

Dada esta caracterização, as sociedades cooperativas são formas organizacionais adequadas para coordenar processos com estas evidências de especificidade e governança, em comparação às empresas não-cooperativas e ao próprio sistema de preços em nível de mercado (Bialoskorski Neto, 1995a).

Esta é uma das razões para a existência de um forte sistema cooperativado no agribusiness, não só brasileiro como internacional. Apesar desta vantagem, há alguns custos de transação associados ao processo de decisão evidentemente mais elevados nas organizações cooperativas.

O fato de estas empresas necessitarem de um processo de legitimação das decisões nas assembléias gerais e nos conselhos, nos quais, devido ao princípio de democracia e igualdade, são definidos os rumos do empreendimento. Esta característica faz com que haja claros custos de participação e de tomada de decisão, seja pela presença dos associados nas esferas de gestão, seja pela própria demora de um processo participativo de tomada de decisão.

Este fato faz com que todas as decisões estratégicas de importância e de longo prazo, nessas sociedades, sejam custosas e lentas, podendo fazer com que haja prejuízo no processo de adaptação da firma às modificações no mercado e no ambiente institucional, quando comparadas às “firmas de capital”.

O ambiente institucional também é importante na caracterização das cooperativas. Cook (1995) define cinco estágios entre o aparecimento, o crescimento e a extinção desta forma de organização, por meio de uma leitura institucional.

O ambiente institucional que provoca o aparecimento deste tipo de empreendimento é aquele em que os atores econômicos buscam uma atitude de defesa contra um sistema de preços e de mercados falhos. O oportunismo empresarial das “firmas de capital” eleva os preços dos insumos, ou reduz os preços das commodities agrícolas, fazendo com que seja insustentável uma atitude diversa da de organização e defesa, aliada a facilidades institucionais de políticas públicas que visam à elevação da renda na agricultura.

O mesmo autor coloca que, uma vez que as empresas cooperativas sobrevivam a esses mercados concentrados, no estágio seguinte, seus preços e conduta não serão diferentes dos das “firmas de capital”, mas apresentarão custos de transação mais elevados, devido à distribuição dos direitos de propriedade, e, assim, estarão em desvantagem competitiva.

Nos últimos estágios, ou a empresa cooperativa adapta-se a uma nova estruturação que minimize os custos de transação e suas desvantagens frente às outras empresas, estabelecendo alianças estratégicas com “firmas de capital” ou mesmo transformando-se em uma organização que tenha os direitos de propriedade mais bem estabelecidos, ou extingue-se e se transforma em uma sociedade anônima de capital, ou ainda, é apenas liquidada e desaparece.

A estrutura de governança na cooperativa pode ser considerada quase como uma estrutura unificada, devido ao fato de as unidades econômicas associadas, apesar de se constituírem como autônomas, serem conduzidas pelos próprios gestores do negócio cooperativado.

Esta evidência, em conexão à situação na qual o proprietário é agente e principal da mesma relação contratual, faz com que a empresa cooperativa tenda a estar orientada para suas estruturas internas, em vez de

estar preocupada com as modificações e exigências do ambiente de negócios em que atua.

Esta questão também induzirá o empreendimento cooperativista, possivelmente, a uma orientação ao associado e não ao mercado e ao consumidor final, como é comum nas “firmas de capital”. Esta é uma tendência de algumas cooperativas que ainda não passaram para um estágio mais avançado de evolução em seus negócios. Nesta leitura, é possível identificar a necessidade de uma modificação organizacional da empresa cooperativa, dadas as modificações do ambiente institucional no qual atua.

A análise institucional permite-nos, também, aferir que os princípios doutrinários nos quais assenta-se o cooperativismo influenciam diretamente o sucesso dessa empresa, conforme discutido em Bialoskorski Neto (1995a):

- a) o princípio da democracia exige altos custos de transação nas tomadas de decisão por meio das assembléias gerais;
- b) o princípio da igualdade, no qual cada homem tem direito a um único voto, implica diretamente altos custos de “Agency” derivados da falta de incentivo para as atividades junto à empresa;
- c) o princípio de solidariedade, do retorno *pro rata* das operações e da não-existência do objetivo de lucro, impossibilita uma delimitação clara dos direitos de propriedade, levando a elevados custos tanto de “Agency” como de transação.

Deste modo, no momento em que são discutidas a estrutura de capital e a performance das empresas cooperativas, visando à sua sobrevivência em mercados globalizados e competitivos, esta configuração institucional deve ser levada em consideração para que haja minimização dos custos de transação e de “Agency”, possibilitando uma nova arquitetura desse tipo particular de empresa.

Ainda é necessário discorrer sobre as características particulares da estrutura de capital dos empreendimentos cooperativos.

3.2.3. Particularidades da estrutura de capital

As empresas cooperativas apresentam algumas particularidades em sua estrutura de capital, já que são empresas autogestionárias, formadas por quotas de capital e que não visam ao lucro em suas operações.

Duas questões devem ser analisadas quanto ao capital próprio, os fundos indivisíveis obrigatórios e a quota-parte, que é também, por legislação, um instrumento financeiro intransferível em mercados abertos.

Os fundos indivisíveis são obrigatórios pela legislação em vigor. O Fundo de Assistência Técnica e Educacional – FATES é formado por 5% das sobras apuradas em cada ano, tem aplicação obrigatória em atividades educacionais e de assistência ao cooperado e é indivisível, isto é, não pode ser distribuído aos associados em hipótese nenhuma.

Há também um Fundo de Contingência – reservas legais -, formado obrigatoriamente por 10% das sobras apuradas, que tem por objetivo cobrir eventuais necessidades de caixa da cooperativa durante o

exercício fiscal; este fundo também não pode ser dividido entre os associados.

A legislação ainda permite a formação de outros fundos específicos, como os de desenvolvimento e/ou investimentos, temporários e não-obrigatórios, que permitem à cooperativa ter uma fonte definida de recursos para projetos e crescimento. A questão dos fundos está intimamente ligada à remuneração e à falta de liquidez das quotas-partes dos associados.

As quotas-partes são subscritas pelos associados na época de seu ingresso na cooperativa, devolvidas quando de sua saída e podem ser transacionadas somente estes, com anuência do conselho de administração da cooperativa.

Esta possibilidade de transação é dúbia e irreal por dois motivos nítidos: o primeiro é o de, nas assembleias gerais - independente de suas quotas -, cada associado ter apenas um voto; o segundo é o de as sobras - resultados - serem distribuídas conforme as operações econômicas de cada um com sua cooperativa e não de acordo com a participação no capital da empresa. Portanto, não há razão para que existam uma transferência ou um mercado para as quotas-partes de modo eficaz.

Como não há um mercado para esses papéis, seu valor independe de performance, crescimento ou valorização da empresa. As quotas-partes são remuneradas por uma taxa de juros de acordo com a legislação em vigor. Doutrinariamente esta taxa deve ser "módica" e não pode representar ganhos "extras" para o associado, no sentido especulativo. Isto é, serve apenas para corrigir o capital social na sociedade.

Desta forma, a empresa cooperativa tem uma composição de seu patrimônio líquido formada a) pelas quotas-partes dos associados ou capital social realizado - que crescem de acordo com uma taxa de juros estabelecida -; b) pelos fundos obrigatórios na conta de reservas de sobras, como o FATES; c) pelos fundos e reservas não-obrigatórios, como as reservas de capital para investimentos; d) de acordo com a legislação contábil, pelas reservas de reavaliação dos ativos; e, por último, e) pelas sobras a serem distribuídas ou reinvestidas.

É possível observar que, geralmente, na conta do patrimônio líquido de uma cooperativa, apenas uma pequena parte é formada pelo capital social realizado. Assim, quando a quota-parte é considerada uma aplicação financeira do associado, além de não apresentar liquidez, muitas vezes também deixa de apresentar o devido incremento que espelharia a própria valorização de seus negócios e imobilizados.

Deste modo, os fundos obrigatórios não se apresentam, para a cooperativa, como fonte custosa de capital. Requejo (1997) coloca, inclusive, que esta situação leva gerentes e diretores a subestimar o real custo do capital, podendo aprovar e se decidir por projetos que não apresentem as melhores taxas de retorno ao capital.

Lazzarini e Bialoskorski Neto (1998) discutem que esta particularidade da estrutura financeira da cooperativa influencia o custo médio ponderado do capital das empresas, fazendo com que haja dificuldades na definição tanto do custo de capital próprio como do valor da empresa.

Como os fundos formados para investimento representam uma fonte de capital a um custo de oportunidade quase nulo, os investimentos são efetuados sem grandes critérios de avaliação e retorno,

influenciando a própria estrutura de capital da empresa quando complementados por empréstimos de agentes financeiros.

Pode haver também, dado o reduzido custo do capital proveniente dos fundos, a possibilidade de a cooperativa aceitar absorver um maior custo no capital de terceiros. Isto, portanto, compensa e não há alteração no custo médio ponderado do capital. O maior custo de capital de terceiros deve-se às características de risco, gestão e governança financeira das empresas, como será visto de modo detalhado nos próximos capítulos.

Araújo (1996), pesquisando as cooperativas agropecuárias inadimplentes e adimplentes junto ao Banco do Brasil, elabora um modelo de classificação de risco para empréstimos a cooperativas agropecuárias, na qual as variáveis financeiras de endividamento interno (crédito a cooperados pelo ativo total), passivo oneroso (empréstimos bancários mais créditos de cooperados mais antecipação de clientes pelo ativo total), liquidez corrente (ativo circulante pelo passivo circulante) e saldo de tesouraria são significativas para a classificação do risco em cooperativas. Pode-se notar a importância do endividamento da cooperativa na classificação quanto ao risco da operação.

Outra característica importante é que o sistema cooperativo não garante retornos financeiros sistemáticos para os associados. Deste modo, temos que os benefícios imediatos da cooperação são repassados ao associado na forma de um melhor sistema de preços e da prestação de serviços, tanto que esta forma impede significativamente o aparecimento de resíduos.

Assim, não há qualquer incentivo institucional para a distribuição de resultados financeiros sistemáticos ao capital aplicado pelo cooperado em sua empresa. Poucas cooperativas têm por princípio a

distribuição de seus resultados - sobras - a seus cooperados como forma de incentivo à participação e à operação com a empresa.

Há uma preferência do associado em receber os benefícios de sua cooperativa do modo mais imediato possível, isto é, este prefere benefícios e preços satisfatórios hoje a uma distribuição de resultados no futuro, mesmo que capitalizados a taxas de mercado. Por definição, o produtor rural associado é averso ao risco. Katz (1997) define que o associado assume o risco em seu negócio, mas não suporta mais risco em sua cooperativa, exigindo, portanto, resultados de curto prazo, impedindo a formação de sobras.

Desta forma, a doutrina, os objetivos e a forma das empresas chamadas de "non-profit"²⁷ impedem que esta distribuição aconteça. Deve ser considerado, também, que a cooperativa é uma particular forma de organização adequada a uma situação econômica particular; por conseguinte, se há intenção de obtenção de lucros e resultados, a arquitetura das sociedades anônimas é a mais adequada.

Outra situação que deve ser considerada, ainda hoje hipotética no Brasil, mas real em outros países, são o processo de abertura de capital e o comportamento da estrutura de capital da cooperativa, embora caibam algumas considerações..

Assim, a cooperativa é beneficiada pela isenção de tributos como o Imposto Sobre a Renda - pelo fato de esta organização não possuir objetivo de lucro, mas apenas sobras do exercício -. Portanto, a empresa teria, mantidos constantes os custos operacionais para plantas do mesmo porte de negócios, uma vantagem de aproximadamente 3% a 4% do faturamento bruto sobre uma empresa não-cooperativa.

²⁷ São chamadas de "non-profit" as empresas que não objetivam o lucro em suas operações, assim como fundações, associações, cooperativas etc..

Esta estimativa deve-se ao não pagamento de Imposto Sobre a Renda sobre o lucro líquido e de outros impostos e contribuições sociais. Conseqüentemente, a cooperativa teria de ser uma forma organizacional que apresentasse melhores resultados financeiros quando comparada a outras empresas.

Deve-se notar que, a princípio, esta vantagem não é claramente percebida na leitura da performance das cooperativas brasileiras, levando a pensar que, possivelmente, tal vantagem esteja sendo diluída em estruturas que apresentam maiores custos e provável ineficiência empresarial.

Em um processo de abertura de capital ou de transformação da empresa cooperativa em outro tipo de organização, estes custos também serão os que provavelmente balizarão a tomada de decisão. Um processo de abertura de capital tem custos de “underwriting” e outros associados a este processo que devem ser comparados à vantagem fiscal das cooperativas para possibilitar o estudo da viabilidade desta decisão financeira.

Desta forma, considerando os custos de forma temporal como anuidades, onde **Ca** é o custo da abertura da estrutura de capital, no momento e posterior, **Vf** como as vantagens fiscais da cooperativa, **Ccpa** como o custo do capital próprio anterior à abertura, **Ccpp** como o custo do capital próprio posterior à abertura, **Ccta** como o custo de capital de terceiros anterior à abertura e **Cctp** como o custo de capital de terceiros posterior à abertura do capital, só haveria a decisão de abertura da estrutura de capital se:

$$\mathbf{Ca + Ccpp + Cctp < Vf - Ccpa + Ccta}$$

É preciso notar que o custo do capital próprio anterior à abertura deverá ser menor que o custo do capital próprio posterior à abertura, uma vez que o custo do capital dos fundos indivisíveis é próximo de zero e que os recursos que ingressarão pelo mercado financeiro têm custos diferentes. Mesmo o capital próprio dos fundos obrigatórios terá uma reavaliação após o processo de abertura, pois o mercado não aceitará uma situação de custo aproximadamente igual a zero para a fonte de recursos dos fundos indivisíveis. Assim:

$$C_{cpp} > C_{cpa}$$

Também o custo do capital de terceiros anterior ao processo de abertura deverá ser provavelmente superior ao custo de capital de terceiros após a abertura de capital, dadas uma nova proporção e uma provável diminuição de riscos dos negócios, como será detalhado nas próximas seções. Assim:

$$C_{cta} > C_{ctp}$$

Deste modo, as variações em sentidos inversos nos custos de capital nos dois lados da equação fazem com que haja um foco de nossa atenção nos valores do binômio **Ca** e **Vf** e nas elasticidades de variação de **Ccta**, **Cctp**, **Ccpa** e **Ccpp**, ou seja, dos outros custos, *ex ante* e *ex post* à abertura do capital. Assim, após o processo de abertura da estrutura de capital, temos:

$$Ca + C_{cpp} + C_{ctp} < Vf - C_{cpa} + C_{cta}$$

+ - - +

Deste modo, as características das empresas cooperativas podem condicionar sua estrutura de capital, e, em havendo esta possibilidade, a equação acima deverá ser considerada, mesmo que esta abertura seja elaborada por meio de alianças estratégicas ou da formação de uma nova empresa, como será detalhado em outros capítulos.

A situação particular na formação da coalizão de interesses que dará forma a uma empresa cooperativa, como visto anteriormente, é caracterizada pela escassez de capital. Há na empresa cooperativa, portanto, uma estrutura de capital em que o capital de terceiros é necessário desde o início do processo de crescimento da empresa. A estrutura de capital das cooperativas apresenta, então, características particulares, devidas não só à arquitetura organizacional, mas também, ao ambiente institucional, que influem diretamente nos custos de governança financeira.

4 A ECONOMIA APLICADA

Este capítulo deve proceder a uma aplicação da teoria trabalhada por meio da discussão e da elaboração de um modelo que analisa, de modo econométrico, o comportamento das empresas cooperativas e não-cooperativas, com o objetivo de verificar, por meio de “proxies”, os custos de governança financeira em função da especificidade de ativos e da estrutura de capital.

Deste modo, inicia-se com uma aplicação teórica da abordagem da Economia dos Custos de Transação - ECT, de forma a possibilitar o estudo do comportamento de algumas variáveis. Ao final deste capítulo, procura-se fazer uma análise empírica tendo como referencial a teoria de “Agency”.

Como as variáveis que implicam os custos de “Agency” são de difícil estimativa, bem como devido à absoluta falta de “proxies”, procura-se analisar a frequência da ocorrência de empresas com determinada estrutura de capital, de modo a reproduzir os gráficos obtidos

das situações teóricas e discutir algumas possíveis evidências da teoria aplicada.

4.1 A aplicação da Economia dos Custos de Transação

A firma cooperativa só existirá em condições de especificidade de ativos que pressuponham a cooperação entre os agentes econômicos como a única coalizão possível de maior retorno, somada a uma situação de nítida escassez de capital. Sob outra ótica, a cooperação existirá para possibilitar ganhos, aos produtores rurais, em mercados concentrados.

Portanto, a empresa cooperativa forma-se e tem seu crescimento em um ambiente no qual é necessário o aporte de capital. Dadas as restrições institucionais, devido à legislação e aos aspectos doutrinários do cooperativismo, este aporte é efetuado exclusivamente de duas formas.

A primeira, por meio da capitalização via subscrição de quotas de seus associados, e a segunda, por meio dos empréstimos financeiros.

Hendrikse (1993) descreve que, em decorrência de algumas características da estrutura dos direitos de propriedade e dos ativos específicos na firma, é possível haver algumas formas de estruturas de governança financeira diferentes.

Assim, a estrutura de capital da empresa implica uma particular ordenação do controle. Em uma empresa de capital aberto, o controle é efetuado pelos acionistas de modo proporcional ao número de ações - capital investido - e, neste caso, o endividamento da empresa por meio de financiamento com o capital de terceiros é uma situação intermediária, uma vez que sua capitalização de longo prazo é efetuada freqüentemente por meio da abertura de seu capital.

Por outro lado, a estrutura de decisão é identificada e profissional, fazendo com que fiquem claras todas as regras do jogo na empresa. Esta situação também é responsável por apresentar, aos agentes financeiros, uma maior segurança de operações.

Nas cooperativas, não é possível uma abertura de sua estrutura de direitos de decisão e propriedade ao público externo à sociedade, e os aportes financeiros de qualquer natureza contêm maior expectativa de risco, expressa por meio de taxas de juros.

Os agentes financeiros procuram ser compensados com maiores prêmios quando há alocação difusa do direito de decisão e de propriedade, e quando há incerteza quanto à estrutura de gestão, formada, nas cooperativas, por associados, muitas vezes sem formação profissional e com mandato dependente das assembleias da organização.

Esta situação pode ser analisada considerando-se o nível de especificidade de ativos da empresa. Se a especificidade for alta, em caso de falência e liquidação, os credores terão maiores dificuldades em reaver o capital investido. Deste modo, o custo do capital de terceiros deve crescer de forma proporcional ao crescimento da especificidade dos ativos de determinada empresa.

Temos, assim, duas situações: aquela em que o aporte de capital envolve transferência do direito de propriedade e de decisão - como a abertura de capital de uma empresa por meio de ações ordinárias - e aquela em que o aporte não envolve este direito - como nas operações financeiras de crédito.

E situações nas quais, em caso de liquidação do empreendimento, existe maior risco dos credores em reaver seu investimento inicial.

Podemos, assim, tentar classificar o custo de governança financeira em função de duas situações, a especificidade de ativos e a transferência dos direitos de propriedade (Figura 11).

		Especificidade de Ativos * K *	
		baixa	alta
Transferência de Direitos de Propriedade e Decisão	existe	(-)	(+)
	não existe	(++)	(+++)
		Custos de Governança Financeira	

Figura 11. Quadro comparativo do custo de governança financeira, em função da especificidade de ativos e dos direitos de propriedade, onde (-) representa o menor custo e (+++), o maior.

Conforme cresce a especificidade de ativos e não há uma transferência de direitos de propriedade, os custos da governança financeira aumentam em relação às situações inversas, nas quais há uma pequena especificidade e a possibilidade de transferência de direitos de propriedade e decisão.

Considera-se que o custo de transação da governança por meio do financiamento de capital de terceiros em função da especificidade de ativos é $D(k)$ - "debt" -, e que o custo de transação da governança por meio da capitalização efetuada pela abertura de capital é $E(K)$ - "equity"- , como discutido na seção 2.2.

Na situação em que $k=0$, isto é, não existir especificidade de ativos, os custos de transação da governança financeira em função de (k) comportar-se-ão da seguinte maneira: $D(0) < E(0)$.

Na situação de reduzida especificidade de ativos, a governança por meio do financiamento por meio do capital de terceiros tem um custo de transação mais baixo que os custos da governança por meio da abertura do capital da empresa. Isto se dá devido aos custos associados ao este processo de abertura.

Na Figura 12, adaptada de Williamson (1988) e Hendrikse (1993), podemos observar, graficamente, as curvas de custo da governança financeira de uma empresa, em função da especificidade de seus ativos, sendo também definida uma forma intermediária $M(k)$ entre as duas outras possíveis, anteriormente apresentadas.

Quando estes conceitos são aplicados às firmas, podemos esperar que, nas empresas em que haja um crescimento de seus ativos específicos, também cresçam os custos, devido a sua estrutura de governança financeira. Isto dada a discussão anterior, em que os custos financeiros aumentam por causa da menor liquidez das inversões.

Assim, quando a empresa cresce e é possível abrir seu capital, esta terá uma possível estrutura de custo de governança que crescerá proporcionalmente menos do que na outra situação.

Pode-se considerar que a emissão de títulos, como as ações, atua como uma diluição de riscos em um número muito grande de pequenas partes, fazendo com que, no conjunto, os custos decresçam, mesmo tendo-se os custos fixos do processo de abertura de capital e os custos associados de "Agency".

Figura 12. Curvas de custo de governança financeira de empresas em função das especificidades de ativos, onde: $D(k)$ - financiamento; $E(k)$ - abertura de capital; e $M(k)$ - forma intermediária mista.

Quando a empresa em questão é uma cooperativa, devido aos preceitos doutrinários de "a cada homem, um único voto" e de inaccessibilidade das quotas-partes, não é possível abrir seu capital com uma diferente estrutura de direitos de propriedade e de decisão (Bialoskorski Neto, 1996).

Portanto, pode-se esperar que, devido ao crescimento da cooperativa e à especificidade de seus ativos, esta forma organizacional tenha um maior nível de custos de governança financeira quando comparado ao de outras formas organizacionais, e seja, portanto, menos eficiente do ponto de vista econômico e financeiro.

Alia-se a esta análise o fato de que, quanto maior for a empresa cooperativa, possivelmente haverá grande proporção de capital de terceiros em sua estrutura de capital e mais instável poderá ser sua estrutura de

controle e decisão, acarretando um maior nível de risco para os agentes financeiros.

Na Figura 13, de acordo com Hendrikse (1993) e adaptada da Figura 7, podemos observar que, conforme cresce a especificidade de ativos, o custo de governança financeira das cooperativas tende a ser maior que aqueles das empresas não-cooperativas, chamadas de “firmas de capital”.

Figura 13. Custos de governança financeira de empresas cooperativas e não-cooperativas em função das especificidades de ativos.

Isto acontece uma vez que há limitação institucional à abertura de capital das cooperativas, fazendo com que o nível de governança financeira de $D(k)$ seja, para estas empresas, uma restrição nítida às suas formas de gestão e otimização de resultados.

Este gráfico é, portanto, uma aproximação da teoria ao caso das cooperativas comparadas com as "firmas de capital" e leva em consideração que estas últimas terão uma governança do tipo $M(k)$ mista, e um custo financeiro menor devido à possibilidade de concordata e falência, bem como uma divisão mais clara de direitos de propriedade, que proporciona uma segurança maior ao investidor ou à instituição financeira, e de abertura de seu capital em alguma proporção.

4.1.1 Construindo o modelo e os pressupostos

Os objetivos desta aplicação são verificar este fato e discutir a hipótese de os custos de governança financeira se darem em função do nível de especificidade de ativos da empresa e de seu arranjo arquitetural particular das relações contratuais. O procedimento econométrico, para estas análises, apresenta limitações de acordo com Masten (1994). Assim, um modelo econométrico qualquer definido como:

$$C^1 = \beta_1 X + \varepsilon_1 \quad \text{e} \quad C^2 = \beta_2 X + \varepsilon_2$$

onde: C são os custos de governança, β são os parâmetros, X é um vetor de atributos observáveis quanto às transações e ε , o erro associado, que também representa variáveis não consideradas.

Deste modo, como o vetor X é desconhecido na sua totalidade, não podemos analisar o parâmetro β com a intenção de obter um número qualquer absoluto e significativo que quantifique o custo de transação.

Por outro lado, segundo Masten (1994), para que haja determinado tipo de governança deve ser associada uma análise da dimensão dos parâmetros que permita concluir que há a probabilidade de ocorrência de determinado custo menor que outro. Assim, esta observação estará associada a uma probabilidade de ocorrência de diferentes dimensões e sinais dos parâmetros, considerado o mesmo vetor X , como segue:

$$P(G^1) \text{ se } P(C^1 < C^2) \text{ e}$$

$$\beta_1 X + \varepsilon_1 < \beta_2 X + \varepsilon_2 \quad \text{ou ainda}$$

$$P(G^1) = P(C^1 < C^2) = P((\varepsilon_1 - \varepsilon_2) < (\beta_2 - \beta_1) X)$$

Deste modo, indiretamente, é possível considerar a situação em que provavelmente haveria determinado tipo de governança em função dos custos de transação.

De acordo com esta discussão inicial, busca-se construir um modelo que possa atestar formalmente a diferença entre os custos de governança financeira em função da especificidade de ativos. Para tanto, utiliza-se como “proxy” da especificidade de ativos a informação do ativo imobilizado da empresa - **ATI**, como um vetor.

Williamson (1985) explica que muitos dos ativos considerados pela contabilidade como fixos ou imobilizados não apresentam especificidades, podem ser facilmente aproveitados para outros fins, como edifícios e casas, e não servem como parâmetros da especificidade. Por outro lado, outros ativos não contabilizados pela contabilidade são de grande importância para o nível de especificidade, como o de capital humano.

Mas considera-se como pressuposto, neste trabalho, que a especificidade de ativos **K** é uma função que depende de suas várias formas de ocorrência - **K(f)** física, **K(g)** geográfica, **K(h)** humana, **K(t)** temporal, **K(d)** dedicados -, descritos na seção 2.1, como segue:

$$K = f \{ K(f), K(g), K(h), K(t), K(d), w \}$$

Onde **w** é um vetor que representa outros fatores não considerados. Assim, a especificidade é dada não só pela simples adição de especificidades diferentes, mas também, pela interação entre estas.

Deste modo, um ativo fixo, em um ambiente no qual existe uma forte especificidade geográfica associada a uma forte especificidade temporal, associadas a ativos dedicados, apresenta necessariamente uma forte especificidade de ativos.

Foi considerado, para a construção da “proxy”, que a especificidade dos ativos nas empresas agropecuárias pode ser freqüentemente analisada como uma função conjunta de especificidades, que apresentam características de localização geográfica da sua planta em lugares rurais remotos, dependência temporal na planta processadora, e ainda, investimentos considerados dedicados, uma vez que servem a apenas um fim, ou seja, processar determinado produto agrícola.

As fortes especificidades, física **K(f)**, geográfica **k(g)**, dedicada **K(d)** e temporal **K(t)**, inerentes à atividade agrícola impedem a reutilização destes ativos fixos; não há significativa liquidez destes imobilizados, apresentando-se para os investidores e agentes financeiros como ativos específicos. Tem-se então:

$K(f,g,d,t) > 0$, e suas respectivas derivadas também positivas como:

$$d K(f,g,d,t) / dg > 0 \quad \text{e} \quad d K(f,g,d,t) / df > 0, \text{ entre outras.}$$

Considera-se, portanto, que a especificidade K dos ativos será uma função da interação de especificidades, deste modo, como $k(g)$ é positiva e grande, $k(f,g)$, como resultado da interação entre $k(g)$ e $k(f)$, deve ser significativa e maior.

Deste modo, e somente neste caso particular das empresas agropecuárias, a “proxy” - ATI - do ativo imobilizado funcionaria para espelhar, de modo indireto, a especificidade de ativos k . Ou seja, poderia, por hipótese, espelhar as mesmas variações de K . Assim, pode-se escrever que:

$$\Delta K \cong f(\Delta ATI, w), \quad \text{somente quando} \quad K(f,g,d,t)$$

A variação da especificidade de ativos, neste caso particular, é uma função da variação da variável ATI e de um vetor w composto de outras variáveis relevantes já discutidas.

É importante frisar, neste momento, que a relação contratual que está sendo analisada é aquela entre o investidor e a empresa, ou o agente financeiro e a empresa. Assim, poderá haver casos onde exista uma especificidade forte para o agente financeiro, sem necessariamente haver a especificidade para outras relações contratuais, como o fornecimento de insumos para o processamento.

A idéia, como Williamson (1996, p108) descreve, é que haja uma fronteira de eficiência para a empresa. As relações contratuais com os

agentes financeiros, e a sua forma predominante de governança, pode ser diferente das demais formas de governança encontradas em outras relações contratuais, como por exemplo em nível dos insumos ou na distribuição - quando considerado o sistema agroindustrial.

Para exemplificar a situação, podemos considerar um SAG onde haja uma significativa especificidade de ativos e portanto uma situação de governança mista para o suprimento de matérias primas para a agroindústria. Apesar desta situação, para o agente financeiro, o mesmo SAG pode apresentar uma pequena especificidade e portanto uma governança financeira via mercado.

Deste modo em particular é que poderia ser considerado que conforme varia a “proxy” escolhida também varia a especificidade para o agente financeiro. Não se trata aqui de escala ou tamanho, que como visto na seção 2.1 não influencia diretamente no grau de especificidade onde se daria a mudança de governança na fronteira de eficiência.

Se trata de considerar que a função de interação das diferentes formas de especificidade de ativos, para os sistemas agroindustriais, devido a localização geográfica, problemas temporais na comercialização e processamento de commodities, e outros, fazem com que conforme a variável **ATI** varia, variam também por consequência o grau de interação das especificidades e a própria especificidade de ativos. Neste caso como uma sombra projetada em uma tela.

Deve-se considerar que esta aproximação deverá ser imperfeita, tanto que esta imperfeição será refletida no erro do modelo ajustado, mas que pelo fato de se comparar, por meio das elasticidades, os resultados a situação de fundo deve transparecer.

A variável escolhida como “proxy” do custo de governança financeira foi o exigível de longo prazo - **ELP** -. Esta variável mostra o

tamanho e o *quantum* do endividamento da empresa com terceiros no longo prazo. Foi considerado o longo prazo uma vez que a movimentação financeira de curto prazo poderia ser passível de erros de análise para os objetivos propostos.

É lógico aferir que, quanto maiores os investimentos em imobilizado na empresa, maior poderá ser o exigível de longo prazo, mas esta relação não interessa inicialmente.

O que está no prisma de análise é a proporção em que o **ELP** varia quando varia o **ATI** para cada tipo particular de arquitetura organizacional, isto é, quando comparadas as sociedades cooperativas e as sociedades não-cooperativas, dada a governança de cada uma delas.

O esperado é que exista uma relação diretamente proporcional entre **ELP** e os custos de governança financeira **C_{gf}**, espelhada, como os custos de transação financeiros *ex ante*, como elaboração de contratos, identificação de fontes, comparação de atributos, e, *ex post*, como aqueles relativos à gestão dos recursos, ao monitoramento das relações e dos fluxos de pagamentos, entre outros.

Estes custos de transação agregam-se aos outros custos dessas operações, como aqueles relativos à captação de recursos, ao risco e à liquidez que, somados aos demais, para a montagem da operação, consolidar-se-ão como o custo total do capital. Assim, podemos escrever:

$$\Delta \text{ELP} \cong f(\Delta \text{C}_{\text{gf}}, \mathbf{w})$$

Este vetor **w** representa outras variáveis como o "spread", consideradas, como pressuposto para estas análises, como constantes, isto é, somente para determinado tipo de organização empresarial em um setor definido da economia, e na presença de um mercado financeiro competitivo.

Deste modo, considera-se que o montante destes custos representados por w seja aproximadamente o mesmo em um mercado financeiro competitivo e quando se tratam de empresas semelhantes, como cooperativas no setor agroalimentar. O que diferenciaria o montante seriam os custos de transação decorrentes da estrutura de capital, ou seja, os custos de governança financeira.

Ainda há a consideração, em consequência das discussões efetuadas por Masten (1994), de que, como tais custos não são facilmente mensuráveis, estes podem ser analisados de acordo com a dimensão da elasticidade “especificidade da governança”, ou seja, quando consideradas as “proxies”, a variação de exigível para determinada variação de dimensão de ativos imobilizados. Deste modo, o que está em análise é o comportamento da elasticidade, como:

$$\varepsilon = \{ \Delta C_{gf} / \Delta K \} K / C_{gf}$$

Assim, está-se considerando a diferença da variação relativa de custos financeiros de empresas de arquiteturas organizacionais diferentes para uma mesma variação de tamanho de ativos imobilizados. A origem destes custos podem estar em duas fontes: interna à empresa ou externa, do “spread” da instituição financeira.

Assim, quando se analisa a variação do exigível de longo prazo pela do ativo imobilizado, está-se observando também, indiretamente, a possível variação proporcional da governança financeira pela variação da especificidade de ativos, já que, como foi visto, estas variáveis têm variação semelhante à de suas “proxies”.

Este modelo também pode ser argumentado considerando-se outras relações. Tem-se que o custo de governança financeira C_{gf} será

composto pelos custos de transação C_t e, em parte, pelo custo do capital C_c . O custo do capital é composto pelo custo do capital próprio C_{cp} e pelo custo de capital de terceiros C_{ct} . Temos, então:

$$C_{gf} = C_t + C_c \quad \text{definido que}$$

$$C_t = f(K) \quad \text{e} \quad C_c = C_{ct} + C_{cp}, \quad \text{portanto,}$$

$$C_{gf} = C_t + (C_{ct} + C_{cp})$$

Como visto no capítulo anterior, na cooperativa, o custo do capital próprio tende a ser próximo de zero em decorrência dos fundos indivisíveis, ou ainda no máximo o mesmo do caso das empresas não cooperativas. Assim, temos:

$$\Delta C_{gf} = \Delta C_t + \Delta C_{ct}$$

O custo do capital de terceiros será composto pelo custo financeiro do capital, os juros J , pelo risco R que o negócio apresenta e pelo custo de operação da instituição financeira, chamado aqui de "spread" S . Deste modo, temos:

$$C_{ct} = J + R + S$$

Se considerado que J depende do mercado e S da instituição financeira, e que há o pressuposto de um mercado financeiro competitivo, os

custos do capital de terceiros teriam variação de empresa para empresa

ΔC_{ct} , em decorrência da variação do risco ΔR , assim:

$$J = \text{cte} \quad S = \text{cte} \quad e$$

$$\Delta C_{ct} = \Delta R$$

O risco pode ser definido pelo risco do setor econômico R_s em que a empresa atua, e por um risco inerente a cada empresa R_e , em função do negócio, de sua liquidez, e também, como já visto, da especificidade de seus ativos.

$$R = R_s + R_e \quad \text{como} \quad R_s = \text{cte}$$

$$\Delta R = \Delta R_e \quad \text{que é definido como} \quad R_e = f(K)$$

Deste modo, temos que a variação do custo do capital de terceiros é uma função dos custos de transação e, indiretamente, da especificidade de ativos.

$$\Delta C_{ct} = f \{C_t=f(K), R_e=f(K)\}$$

Considerados estes pressupostos iniciais do modelo, são elaborados a construção e o ajuste das funções. Para tanto, são consideradas as argumentações teóricas *ex ante*, e se busca uma função capaz de espelhar as relações mostradas na Figura 14.

Como a determinação do custo de capital de terceiros para cada uma das empresas é de difícil apropriação, e como o foco de análise são as variações, elasticidades, optou-se por trabalhar com a “proxy ” **ELP**, tendo como baliza a relação expressa abaixo:

$$\Delta ELP \cong \Delta Cct f \{Ct=f(K), Re=f(K)\}$$

Utiliza-se uma relação entre o logaritmo natural da “proxy ” do custo de governança financeira como variável dependente e o da “proxy ” da especificidade de ativos como variável independente explicativa, conforme o modelo:

$$\text{Ln ELP} = a + b \text{ATI} + \varepsilon$$

A escolha deste modelo indica uma relação exponencial entre as variáveis e uma função em forma de curva, como foi teoricamente explanado e exposto na Figura 13. Transformando o modelo, temos a relação entre as variáveis escolhidas:

$$\text{ELP} = e^{\{a + b \text{ATI}\}} \cdot e^{\varepsilon}$$

Este modelo espelha as curvas e as relações estudadas, por meio de uma função exponencial que deverá ser estimada na próxima seção; outra vantagem é que considera o erro como multiplicativo e exponencial, o que é coerente com a exposição teórica e com o comportamento da variável independente. Para a análise de resultados, calcula-se a elasticidade.

Ainda é importante frisar que o que se busca é uma relação entre variações, isto é, a inclinação das curvas estudadas teoricamente. Deste modo, o modelo poderá expressar diferentes relações entre as variáveis para cada um dos conjuntos de empresas - diretamente ou indiretamente proporcionais -, e com várias possibilidades de inclinações diferentes.

Espera-se haver sinais que mostrem uma relação diretamente proporcional, exponencial, e que a relação entre as inclinações - elasticidades - sejam semelhantes à do modelo teórico.

Assim, é claro que não se está objetivando um modelo de previsões, mas uma aproximação estatística exploratória da realidade de negócios, que porventura, uma vez detalhada para cada caso, possa servir apenas de parâmetro inicial às discussões.

4.1.2 Análises e resultados

O modelo é ajustado para duas séries "cross-section" de dados referentes ao ano-base de 1995, extraídos dos balanços patrimoniais publicados e disponíveis durante 1996, respectivamente para as sociedades cooperativas e empresas não-cooperativas, como as sociedades anônimas, do setor agroindustrial de alimentos exclusivamente.

A relação das empresas analisadas está nas tabelas 1 e 2, e é proveniente da listagem das maiores cooperativas agropecuárias da Organização das Cooperativas Brasileiras - OCB, analisada e disponível no banco de dados da Revista Agroanalysis da Fundação Getúlio Vargas - FGV.

Os dados das empresas não-cooperativas do setor de alimentos são provenientes da mesma fonte, o Centro de Estudos de Empresas da FGV. Os resultados obtidos para cada uma das regressões efetuadas estão

expostos nas tabelas 3 e 4. É possível analisar que as curvas estimadas se comportaram como esperado inicialmente, ou seja, relações diretamente proporcionais entre as variáveis, que, neste caso já eram muito claras, pois o exigível de longo prazo deveria crescer quando a firma apresentasse um ativo imobilizado também maior.

Mas estes resultados expressam uma inclinação como a esperada, isto é, as duas curvas têm um formato e se interceptam como esperado teoricamente. Isto é notado na Figura 16. Este é talvez o maior mérito do modelo ajustado: mostrar as relações de variação entre as variáveis comparadas nos dois conjuntos diferentes de empresas, cooperativas e não-cooperativas.

Tabela 1. Relação das cooperativas agropecuárias analisadas, e respectivos valores do Imobilizado e Exigível de Longo Prazo em R\$.

Nome	ATI	ELP
COAMO	145509524	26424185
COTREL-ERECHIM	137717167	36242255
COOPERCENTRAL	85573873	27854280
COMIGO	82614571	9089803
PAULISTA	78489000	10415000
CAROL	74932104	26045833
ENTRE RIOS	73486039	32464455
ITAMBÉ	56002441	11149934
COOPERCITRUS	41806923	18527159
SUDCOOP	29980652	5681033
COOPERSUCAR	25608000	21628000
COOXUPÉ	25514621	19763007
COTREFAL	24598430	7679391
CASTROLANDA	21022668	17637314
COOP-ALFA/CHAPECÓ	19889221	7662394
COONAI	19699049	6181906
COOPERVAP - Paracatú	18861098	5258055
BATAVO	18495209	22915454
COTRIGUAÇU	14679429	2493109
COOPERMOTA	14452639	3980156
COOPERNORTE	12338407	8278206
COOPARAÍSO	10407654	11396629
COPÉRDIA - Concórdia	7839018	4804689
CONFEPAR	6330729	293244
GARCAFÉ	4678936	3018782

Fonte: Fundação Getúlio Vargas-RJ

Tabela 2. Relação das empresas não-cooperativas analisadas, e respectivos valores do Imobilizado e Exigível de Longo Prazo em R\$.

Nome	ATI	ELP
CEVAL ALIMENTOS	719848000	244784000
SANTISTA ALIMENTOS S/A	462370000	105957000
PERDIGÃO AGROINDL. S/A	442819000	65790000
SADIA CONCÓRDIA S/A IND. COM.	264313000	304030000
CHAPECÓ CIA INDL. ALIMENTOS	199564000	93297000
CARGILL AGRÍCOLA S/A	175802000	126810000
SWIFT ARMOUR S/A	174701000	159848000
FRANGOSUL S/A AGROAVÍCOLA INDL.	165795000	31937000
KRAFT SUCHARD BR S/A	143264000	42585000
FRIGOBRAS CIA BRASILEIRA FRIGORIFS.	141389000	35031000
CHOCOLATES GAROTO S/A	138796000	39635000
SOLA S/A IND. ALIM.	117202000	19083000
BRASWEY S/A IND. COM.	114229000	4841000
AÇUCAREIRA CORONA S/A	105200000	71954000
USINA BARRA S/A AÇÚCAR ÁLCOOL	97568000	176005000
S/A USINA CORURIBE AÇÚCAR ÁLCOOL	96139000	32211000
LACESA S/A IND. DE ALIMENTOS	93919000	90516000
ANGLO ALIMENTOS S/A	89344000	34542000
S/A FAB. PRODS. ALIMENTÍCIOS VIGOR	82573000	11652000
M DIAS BRANCO S/A COM. IND.	74786000	22788000
SADIA OESTE S/A IND. COM.	62656000	1696000
OLMA S/A ÓLEOS VEGETAIS	59149000	16771000
INDS. CHOCOLATE LACTA S/A	58298000	1486000
INDS. ALIMENTÍCIAS ITACOLOMY S/A ITASA	57853000	4503000
CEVAL CENTRO-OESTE S/A	55669000	47699000
CIA PRODUTORA ALIM.	54866000	13816000
CEVAL ALIM. NE S/A	54415000	31450000
AÇÚCAR GUARANI S/A	52481000	37238000
IND. PRODS. ALIM. PIRAQUÊ S/A	51623000	4442000
LPC INDS. ALIMENTÍCIAS S/A	49202000	19000
PREDILETO PENA BRANCA ALIMENTOS S/A	47794000	21661000
AÇUCAREIRA ZILLO LORENZETTI S/A	46931000	100623000
INCOBRASA INDL. COM. BRAS. S/A	45055000	8416000
BERTOL S/A IND. COM. EXPORTADORA	44221000	10165000
OLVEPAR DA AMAZÔNIA S/A IND. COM.	43565000	11012000
CIA AÇUCAREIRA VALE ROSÁRIO	38322000	45613000
INDS. JB DUARTE S/A	37861000	7801000
INDL. PORTO RICO S/A	37384000	1701000
EMPESCA S/A CONSTR. NAVAIS PESCA EXP.	34671000	10587000
GRANOL IND. COM. EXPORTAÇÃO S/A	32001000	13544000
SADIA MATO GROSSO S/A	30924000	7906000
CIA IGUAÇU CAFÉ SOLÚVEL	29472000	145000
USINA NOVA AMERICA S/A	26542000	52766000
OLVEPAR ÓLEOS VEGETAIS PARANÁ S/A IND. COM.	22766000	36472000
USINA CAETÉ S/A	22612000	2814000
REFINARIA PIEDADE S/A	21830000	11927000
PENA BRANCA S/A MOAGEM AVICULTURA	19895000	31615000
REFINADORA CATARINENSE S/A	17867000	28944000

Fonte: Fundação Getúlio Vargas-RJ

Nestes testes econométricos, os sinais comportaram-se como era esperado na discussão *ex ante* do modelo. Estas regressões apresentaram um razoável coeficiente de determinação para uma série “cross-section”, com seus coeficientes estatisticamente diferentes de zero a um bom nível de significância. A regressão ainda foi ponderada pelo inverso de **ATI**, supondo-se a existência de heterocedasticidade, ou seja, variância do erro proporcional ao quadrado da variável considerada.

Para uma melhor visualização destes resultados, foi preparada a Figura 14, na qual encontramos os pontos reais verificados - **ELP-r** - e a curva estimada por meio do modelo **ELP-c** para as cooperativas agropecuárias.

Na Figura 15, o mesmo procedimento é aplicado para as “firmas de capital” analisadas. Assim, temos tanto os pontos reais encontrados na amostra como a curva estimada pelo modelo.

Na Figura 16, é construído, então, um gráfico com as duas curvas estimadas, para as cooperativas e para as “firmas de capital”. É possível verificar, nesta Figura, a mesma forma aproximada teoricamente na Figura 13.

Portanto, esta aproximação econométrica, apesar de tênue, uma vez que se utiliza de “proxies” das variáveis e não estas diretamente, mostra que o determinado teoricamente pode existir na prática, da mesma forma como foi estudado inicialmente.

Este modelo não serve de parâmetro de estimação de determinado valor para o cruzamento das curvas ou para a inflexão da fronteira de eficiência, ou mesmo, de modelo para o prognóstico.

Em outras palavras, não há intenção de buscar-se um modelo de previsão, mas tem-se o objetivo de tentar aferir a modelagem teórica por meio de algumas evidências práticas. Como deverá ser feito também de outra forma, utilizando os estudos de caso no próximo capítulo.

Tabela 3. Resultado da regressão, apresentando as relações entre a variável dependente Ln ELP e a variável explicativa selecionada para cooperativas agropecuárias.

variável	coeficiente	T-estatístico
constante	15,8233	66.6948
ATI	1,0400E-08*	3,9649
R^2	0,42	

* coeficiente significativo ao nível de 0,5%

Fonte: dados de pesquisa

Tabela 4. Resultado da regressão, apresentando as relações entre a variável dependente Ln ELP e a variável explicativa selecionada para as empresas não-cooperativas.

variável	coeficiente	T-estatístico
constante	16,62727	59,9486
ATI	4,0971E-09*	5,1733
R^2	0,37	

* coeficiente significativo ao nível de 0,5%

Fonte: dados de pesquisa

Transformando e trabalhando o modelo inicial, é possível estimar as elasticidades das duas curvas consideradas. Assim, por meio deste parâmetro, como visto anteriormente, é possível aferir que há uma relação diferente entre o ativo imobilizado e o exigível de longo prazo nas duas situações. Desta forma, considera-se novamente o modelo:

$$\text{LnELP} = a + b\text{ATI} + e$$

fazendo-se

$$y = \text{ELP}, \quad \text{ATI} = x \quad \text{e} \quad u = a + b\text{ATI} + e,$$

temos:

$$u = \text{Ln}y \quad \text{e} \quad u = a + bx + e,$$

definindo-se e calculando-se a elasticidade:

$$\xi = dy/dx \cdot x/y$$

$$\xi = dy/du \cdot du/dx \cdot x/y$$

$$\xi = 1/(du/dy) \cdot du/dx \cdot x/y$$

$$\xi = y \cdot b \cdot x/y$$

$$\xi = b \cdot x$$

substituindo-a finalmente:

$$\xi = b \cdot \text{ATI}$$

Para valores de **ATI** , quando os dois grupos de variáveis são comparados, podemos ter:

$$\varepsilon_{coop} = b_{coop} \cdot ATI \quad e \quad \varepsilon_{emp} = b_{emp} \cdot ATI$$

Para um mesmo **ATI**, transformando-o, temos:

$$\varepsilon_{coop} / \varepsilon_{emp} = b_{coop} / b_{emp}$$

Substituindo os resultados, temos:

$$\varepsilon_{coop} / \varepsilon_{emp} = 2,5383$$

O modelo permite também analisar as relações entre as elasticidades, que é uma constante independente das variações do **ATI**.

Esta observação é importante, pois as cooperativas apresentam um intercepto menor do que as empresas não-cooperativas:

$$a_{coop} = 15,8233 \quad e \quad a_{emp} = 16,6272$$

Portanto, para um valor de **ATI** tendendo a zero, o **ELP** do grupo das cooperativas é menor que o do grupo das empresas não-cooperativas. Mas há uma relação de elasticidades maior. Assim, a variação diretamente proporcional entre as variáveis é maior para as empresas cooperativas quando comparados os grupos.

No modelo, as elasticidades no ponto dependem do montante de **ATI**, o que é totalmente razoável, uma vez que o **ELP** deve variar diferentemente de acordo com o tamanho da empresa.

Deste modo, considerando pontos arbitrários antes e depois do ponto de cruzamento das curvas da Figura 16, podemos construir a tabela 5.

Tabela 5. Cálculo das elasticidades para pontos arbitrariamente escolhidos para as funções estimadas das cooperativas e das “firmas de capital”

ATI	Coops	S/A's
2,0 E7	0,2080	0,0819
1,5 E8	1,5600	0,6145

Fonte: dados de pesquisa

Agora também é possível visualizar a mesma situação descrita anteriormente, só que sob outro ponto de vista, isto é, o das relações entre as variações de **ATI** e **ELP** para os diferentes tipos de empresas.

Para as empresas cooperativas, os resultados mostram que há uma variação maior do **ELP**, quando cresce o **ATI** da mesma unidade, do que para as empresas não-cooperativas. Deste modo, discute-se que a teoria exposta anteriormente parece ser correta e que se ajusta quando aplicada neste caso particular.

Deve-se lembrar que a variação de **ELP** ocorre em função da variação de **Cgf**, da mesma forma que a variação de **ATI** mostra de modo indireto a variação de **k**. Portanto quando se considera as elasticidades e de modo consecutivo se compara as funções, pode-se afirmar que há uma probabilidade de ocorrer o explicado.

Figura 14. Gráfico do exigível de longo prazo em função do ativo imobilizado, em reais, apresentando os pontos reais encontrados **ELP-r** e os pontos estimados pelo modelo econométrico **ELP-e**, para as cooperativas agropecuárias.

Figura 15. Gráfico do exigível de longo prazo em função do ativo imobilizado, em reais, apresentando os pontos reais encontrados **ELP-r** e os pontos estimados pelo modelo econométrico **ELP-e**, para as empresas não-cooperativas ligadas ao setor de alimentos.

Figura 16. Gráfico do exigível de longo prazo em função do ativo imobilizado, em reais, apresentando os pontos estimados pelo modelo econométrico ELP-e, para as cooperativas agropecuárias e para as empresas não-cooperativas do setor de alimentos.

4.2 Estrutura de capital e “Agency”

A teoria de agenciamento exposta na seção 2.2 não nos permite fazer uma inferência estatística econométrica por não haver uma “proxy ” adequada para os custos de agenciamento descritos. Estes custos são de duas naturezas, uma quanto ao principal, que despense recursos para monitorar as relações com o agente, e outra do próprio agente, que tem custos de agenciamento para manter sua relação contratual.

Como estes custos são difíceis de mensurar e de serem agregados, a análise deverá obrigatoriamente seguir por caminhos diferentes. Assim, procura-se observar os mesmos estratos de empresas cooperativas e não-cooperativas, “firmas de capital”, relacionadas nas tabelas 1 e 2, de modo diferente, analisando-se sua estrutura de capital.

Inicialmente, trabalha-se no sentido de descrever a amostra. Na Figura 17, considera-se, nas “firmas de capital”, a proporção de exigíveis de longo prazo em relação ao capital próprio e ao ativo imobilizado. Verifica-se uma distribuição bastante esparsa, sendo que há um grupo de empresas que apresenta uma relação muito mais favorável de exigível frente ao seu imobilizado, existindo duas grandes tendências identificáveis: empresas de imobilizado relativamente mais baixo, mas com uma proporção de exigíveis mais alta, e outras cuja proporção dos exigíveis, apesar do elevado nível de imobilizado, é relativamente mais baixa.

Na Figura 18, podemos visualizar a mesma relação, na qual, na parte inferior, temos a distribuição das cooperativas agropecuárias, e, assinalado por um círculo na parte superior, o intervalo em que as cooperativas possivelmente se encontram quando comparadas com as empresas não-cooperativas.

Verifica-se, aqui, que as cooperativas têm proporção de exigível semelhante à das empresas não-cooperativas, mas o tamanho de seu imobilizado é significativamente menor que o relativo a outra amostra de empresas. Isto pode indicar a tendência de as cooperativas serem arquiteturas empresariais que apresentam proporções de exigível semelhantes para uma dimensão menor de ativos imobilizados.

A relação destas evidências com a teoria de agenciamento é que determinada estrutura de capital pode induzir um custo de “Agency” diferente na empresa.

A cooperativa é um tipo de organização que funciona como uma empresa de capital aberta, isto é, tem os custos de monitoramento decorrentes de uma estrutura de decisão solidificada em uma assembléia geral e em um conselho de administração, que representa os associados, e que deve, como principal, acompanhar e incentivar a atuação dos agentes na gestão. Mas, por outro lado, esta empresa não se beneficia da captação de capital como uma empresa aberta.

Esta pode ser a possível razão por que estas empresas apresentam níveis diferentes de custos na sua estrutura de capital, isto é, há custos de “Agency”, mas não há as compensações financeiras. Ainda no caso das cooperativas, os incentivos não garantem uma ação capaz de reduzir o comportamento do agente em benefício próprio, principalmente quando este é o próprio associado investido de poderes de gestão.

O que os gráficos mostram é que o grupo representado pelas cooperativas agropecuárias tem características definidas, não apresentando a mesma tendência observada no grupo de empresas não-cooperativas, isto é, a existência de um grupo de empresas no qual há um nível alto de imobilizados associados com proporções mais baixas de exigíveis. Estas evidências, porém, são insuficientes para uma conclusão mais clara.

Figura 17. Gráfico da proporção, em reais, do exigível de longo prazo e do patrimônio líquido em relação ao ativo imobilizado, apresentando os pontos encontrados ELP-r, para as empresas não-cooperativas do setor de alimentos.

Teoricamente, a Figura 9 da seção 2.2 mostra que os custos totais de “Agency” em relação à proporção da estrutura de capital das empresas apresentam-se como uma curva convexa em relação à origem, apresentando, portanto, um ponto mínimo. Esta é resultado da soma dos custos representados por duas outras curvas, uma que representa os custos de “Agency” decorrentes de débitos com terceiros e outra que representa os custos quando a empresa tem estrutura de capital aberta.

Mas, quando falamos de cooperativas, pela impossibilidade da abertura de seu capital e pelo pressuposto de uma limitação do fator de produção “capital”, a Figura 9 pode ser transformada na Figura 19.

Custos

de “Agency”

Figura 19. Proporção de estrutura de capital em função dos custos de “Agency”, para as cooperativas.

Nesta Figura, pode-se verificar que os custos de “Agency” referentes ao capital próprio da empresa são necessariamente constantes para a cooperativa, variando apenas os custos de “Agency” quando esta empresa faz uso do capital emprestado para sua capitalização e seu crescimento.

Assim, $A_{so}(E)$ é constante porque, como premissa, o montante de quotas-partes iniciais da cooperativa permanece sem modificação durante o período; mesmo que estes se modificassem mediante chamada de capital, os custos de “Agency” seriam exatamente os mesmos na cooperativa devido ao seu ambiente institucional.

Desta forma, a curva $A_b(E)$ mantém o mesmo comportamento observado na Figura 9, ou seja, decrescendo à medida que o capital próprio é mais significativo na empresa. Logicamente, para empresas em que há uma proporção maior de endividamento, também pode haver um maior risco e, portanto, maiores custos de agenciamento nas operações. Para as cooperativas, a curva de custos totais de “Agency” encontra um ponto mínimo somente quando não há custos de agenciamento devidos a endividamento, ou seja, no extremo onde $E=1$.

Fazendo-se, com a mesma série dos dados anteriores esta nova relação, observa-se a razão do patrimônio líquido da empresa pela razão da soma do patrimônio líquido e do exigível de longo prazo, analisando-se a estrutura de capital E_c , pode-se fazer um paralelo à teoria de “Agency”.

Tenta-se verificar a frequência de cada um dos tipos de empresas por classes da estrutura de capital, conforme as figuras 20 e 21.

Figura 20. Histograma de frequência das empresas não-cooperativas de acordo com a proporção na estrutura de capital. Fonte Fundação Getúlio Vargas.

As frequências são observáveis nos histogramas das figuras 20 e 21, tanto para as empresas não-cooperativas como para as cooperativas, respectivamente. Na Figura 21, desenhou-se, de modo sobreposto, o gráfico teórico construído anteriormente, na tentativa de analisar a estrutura de capital e a situação particular dos custos de "Agency".

Figura 21. Histograma de frequência das empresas cooperativas de acordo com sua estrutura de capital. Fonte Fundação Getúlio Vargas.

Na Figura 20, podemos observar que é freqüente a ocorrência de empresas na faixa de $E_c = 0,8$, sugerindo, provavelmente, que esta seja uma proporção possivelmente ideal, atestada diretamente pela prática empresarial. Notamos, por outro lado, que há uma concentração de empresas em que o exigível de longo prazo é muito pequeno em proporção ao patrimônio líquido.

O que se afere é que há uma faixa entre $E_c = 0,8$ e $E_c=1$, na qual se encontra a maioria das empresas, podendo indicar uma região favorável para a estrutura de capital.

Na Figura 21, podemos verificar que, para as cooperativas, também existe maior frequência quando $E_c = 0,8$, possivelmente uma faixa ideal também para estas empresas. Mas a teoria não confirma esta ocorrência para as cooperativas quando considerados os custos de agenciamento.

Se a discussão da análise das figuras for flexibilizada, podemos notar que o extremo é evitado pelas cooperativas e que, conforme crescem os custos de agenciamento, decresce a frequência de ocorrência de empresas cooperativas, demonstrando certa lógica. A faixa de ocorrência de maior frequência apenas sinalizaria um limite de custos suportáveis pelas empresas cooperativistas. Com estas considerações, a teoria passa a ser clara para explicar tais ocorrências.

Há também o fato de estas séries serem “cross-section” e apresentarem distorções para este tipo de análise. Deste modo, toda generalização mostra-se perigosa. O que se pode discutir é que estas situações existem e que a teoria de agenciamento poderia contribuir para sua explicação.

De qualquer forma, a cooperativa, como uma empresa que funciona de modo democrático e aberto, terá custos constantes de agenciamento iguais aos maiores custos encontrados para as outras empresas. Portanto, este tipo de arquitetura empresarial é mais custosa sob esta ótica e o acesso ao capital de terceiros fica limitado a esta estrutura de altos custos de agenciamento.

Deste modo, pode-se representar o máximo custo de agenciamento das empresas abertas não-cooperativas, que será igual ao

custo constante de agenciamento das cooperativas, empresas de estrutura democrática nas quais cada homem tem um único voto. Assim, tem-se:

$$\text{Max } A_{so}(E)_{\text{capital}} = \text{Cte } A_{so}(E)_{\text{coops}}$$

Esta relação matemática deve ser explorada com maior profundidade nas comparações entre os desempenhos de empresas cooperativas e não-cooperativas.

Estas análises efetuadas mostram uma distribuição geral e auxiliam na discussão dos custos advindos de problemas de “Agency”, mas não são suficientes para oferecer uma conclusão ou determinar algum grau de significância, como no caso de uma análise de regressão.

Deste modo, sem uma “proxy” clara para esta classe de custos, e verificando, nos histogramas, que a teoria poderia explicar algumas situações, é necessário mais uma vez lançar mão de outros meios de pesquisa e aplicação da teoria.

O fato é que, analisando as relações contratuais em cada caso, pode-se verificar que existem custos determinados pelos problemas de monitoramento e controle nas empresas.

As assembléias gerais podem ser um custo deste tipo, bem como os incentivos para que os quadros profissionais de gestão tenham melhor desempenho. Em uma cooperativa que trabalha com associados, cooperantes, poderá haver custos de incentivo para a participação societária ou para contribuir com a melhora de qualidade de produtos entregues, e isto também são custos de “Agency”.

Fato é que quando se considera as proporções entre o exigível e o patrimônio das empresas, as relações não mostram diferenças nas estratégias, há proporções assemelhadas para diferentes tamanhos de ativos

imobilizados, e uma mesma proporção de E_c onde ocorre uma maior frequência das empresas para os dois tipos de arquitetura empresarial consideradas.

4.3 Considerações da aplicação da ECT e AT

Pode-se verificar a dificuldade existente na aplicação dos conceitos da Economia dos Custos de Transação e da "Agency Theory". Esta dificuldade é nítida quando se verifica que há cooperativas agropecuárias consideradas grandes, com elevada especificidade de ativos, que se mantêm tradicionalmente de acordo com arquitetura organizacional das empresas cooperativas e apresentam uma eficiência econômica comparável a outras empresas do mercado.

Sexton e Iskow (1993) e Harris e Fulton (1996) verificam, em dois trabalhos diferentes, que respectivamente nos EUA e no Canada as cooperativas de determinados setores agroindustriais chegam a apresentar performances superiores as empresas não cooperativas. Esta evidencia empírica poderia estar ocorrendo em sentido inverso aos resultados verificados nos itens anteriores e a própria explicação teórica da ECT e da AT, como tratadas até o momento.

Mas deve-se lembrar que a curva considerada de "equity", que é a forma de governança financeira apropriada a situações de elevada especificidade de ativos, representa as formas de captação de capital internalizadas na empresa, hierárquicas.

Esta situação ocorre de duas maneiras:

- a) se a cooperativa contar com sucessivas capitalizações de seus associados, ou ainda,
- b) se esta abrir o seu capital e se favorecer da captação de capital de novos "sócios" no empreendimento. De qualquer das duas formas a capitalização ocorreria de modo hierárquico.

Esta é a situação de cooperativas que mantém uma estrutura tradicional de gestão, crescem, e apresentam um adequado desempenho econômico no mercado.

Possivelmente há um crescimento da especificidade de ativos e a cooperativa adota acertadamente uma governança financeira tipo "equity", com a capitalização efetuada pelos seus próprios cooperados, ou ainda pelo reinvestimento de seus resultados.

A segunda situação a ser também considerada é aquela onde há um crescimento de tamanho da empresa, mas não há um crescimento da especificidade de ativos, e assim a empresa cooperativa continua sua trajetória com uma governança financeira tipo "debt" que é colocada pela teoria como a mais adequada.

O que não deverá ocorrer, pela teoria exposta, é a situação onde ha um incremento de "debt" e de especificidade de ativos, nesta situação os custos de transação da governança financeira não hierárquica devem crescer mais que proporcionalmente, como visto no calculo das elasticidades.

De acordo com a "Agency Theory" a empresa cooperativa tem maiores custos possíveis de "agency" - considerando-se a cooperativa como uma empresa de capital aberto por meio de quotas em poder de um grande número de principais - devido ao fato de que a cooperativa é formada por um

grande numero de associados que obrigatoriamente estarão monitorando o seu empreendimento e os agentes de sua relação contratual.

Portanto a qualquer nível de E_c - ou "debt" adicional - elevara os custos de agenciamento. Este fato possivelmente determina maiores custos de "agency" para as cooperativas do que para as empresas não cooperativas.

De outro modo, também é necessário considerar que ate o momento há uma ótica exclusiva do ponto de vista dos custos e não dos benefícios gerados pelo empreendimento cooperativo.

Assim, como exemplo, pode-se considerar como pressuposto que há para as mesmas empresas do mesmo setor de negócios a mesma curva de custos de produção, dada por variáveis tecnológicas, de planta, etc.

Mas, diferentes curvas de custos de governança financeira e de benefícios gerados pelo empreendimento em função da sua eficiência de coordenação e gestão.

Assim pode-se considerar a maior eficiência de governança nas empresas cooperativas e uma diferente função de lucro em função da especificidade de ativos.

Na Figura 22, também descrita na seção 2.1, pode-se observar que há diferentes funções de lucro em função da especificidade de ativos, e para uma mesma especificidade há um parâmetro β , que pode também ser entendido como outros custos que determinariam um lucro maior em uma mesma especificidade de ativos em empresas diferentes.

Considera-se que as empresas cooperativas tenham um β menor e portanto podem apresentar resultados maiores em decorrência da sua melhor eficiência de coordenação de todo o sistema agroindustrial, o que de outro modo são custos menores de coordenação, como discutido em Bialoskorski Neto (1994).

Figura 22 . Nível de lucro esperado em função da governança e do nível de especificidade de ativos (Riordan e Williamson, 1985).

Desta forma pode-se construir os três gráficos da Figura 23. Nesta Figura, observa-se uma comparação entre empresas cooperativas e não cooperativas. No primeiro gráfico, abaixo, tem-se as curvas de benefícios líquidos gerados pelas empresas, após os mesmos custos totais de produção - mesma planta, tamanho, escala, etc. No segundo gráfico, no meio, tem-se as curvas de custos de governança financeira, como foram vistas anteriormente. No ultimo gráfico, no topo, pode-se verificar as curvas de benefícios menos custos, respectivamente para as empresas cooperativas e não cooperativas.

Figura 23. Gráficos para as empresas cooperativas e não cooperativas, que representam: a) as curvas de benefícios após os custos de produção, em função da especificidade de ativos e tamanho da empresa, b) as curvas de custo de transação da governança financeira, em função da especificidade de ativos, c) as curvas de benefícios líquidos, benefícios menos custos de governança financeira, em função da especificidade de ativos.

Considera-se aqui também, como pressuposto, que conforme cresce a especificidade de ativos, a empresa torna-se mais eficiente e gera maiores benefícios, advindos da sua maior coordenação e eficiência de governança na arquitetura organizacional.

O que pode-se notar é que a curva de benefícios menos custos de transação para as empresas cooperativas - **B-C coop** - pode apresentar um deslocamento para a esquerda até encontrar a curva de benefícios menos custos das empresas não cooperativas - **B-C nao-coop** - ou até ultrapassa-la **B-C coop***.

Há portanto uma área onde poderá se localizar a curva de benefícios após os custos de transação e de produção, mostrando que poderá inclusive haver maiores benefícios oriundos da empresa cooperativada, a despeito de maiores custos de governança financeira.

Este deslocamento dá-se em função do deslocamento da curva de benefícios (benefícios após os custos de produção) das empresas cooperativas, de **B coop**, igual a **B nao-coop**, para **B-coop*** situação onde os benefícios extras das empresas cooperativas são considerados.

Este deslocamento, de **B coop** para **B coop***, pode ocorrer em função da maior eficiência de coordenação do empreendimento cooperativado conforme cresce a especificidade de ativos, isto é, em razão direta do fato da planta do associado poder ser considerada como parte da planta cooperativada resultando em uma forma organizacional mais eficiente, e de governança próxima a hierárquica, (Bialoskorski Neto, 1994).

Por outro lado, deve-se considerar também que as cooperativas tem no Brasil, e em outros países, benefícios fiscais advindos desta forma particular de arquitetura organizacional, o que traz para esta empresa um vetor maior de benefícios. No Brasil estes benefícios são da ordem

aproximada de 3 a 4% do faturamento bruto da empresa cooperativada, dado o não pagamento de imposto sobre a renda e outros impostos.

Assim é bem provável que haja este deslocamento apresentado da curva de benefícios após os custos de produção em consequência da melhor eficiência de coordenação e do vetor de benefícios fiscais.

E possível, dada estas novas referencias, que o desempenho das cooperativas agropecuárias sejam assemelhados ou até superiores ao desempenho das empresas não cooperativas, e mesmo assim apresentarem possivelmente maiores custos de governança financeira, como é apresentado na curva de **B-C coop*** no gráfico c da Figura 23, onde os benefícios líquidos são maiores no caso das empresas cooperativadas, a despeito dos maiores custos de governança financeira.

Deste modo, as evidencias de Harris e Fulton (1996) e de Sexton e Iskow (1993) respectivamente para o Canada e para os EUA, seriam uma consequência de maiores benefícios após os custos de produção, compensando os custos de transação gerados pelos empreendimentos cooperativas oriundos das formas de governança financeira.

A outra observação importante é de que há grandes cooperativas que não optaram por uma modificação na estrutura de capital, assim estas empresas ou tem benefícios líquidos finais na mesma proporção das outras empresas e portanto adotam uma configuração tradicional quanto a governança financeira, ou ainda são influenciadas por fatos que podem ser considerados de acordo com algumas óticas complementares.

A primeira é a de que não houve um crescimento da especificidade de ativos, isto ocorre em cooperativas que permanecem em sua função original sem apresentar grandes modificações em nível de integração vertical e processamento, como e o caso da COAMO - Cooperativa

Agropecuária de Campo Mourão, descrito em Zylbersztajn, Lazzarini e Bialoskorski (1996)

A segunda, que em havendo um incremento da especificidade, não houve um crescimento da empresa alicerçado na estrutura de "debt", mas sim de "equity" por meio da capitalização direta por via dos resultados da empresa, este parece ser o caso da CAROL - Cooperativa Agropecuária de Orlandia descrito por Panzutti (1997).

Nestes últimos casos, a cooperativa teria que gerar os resultados necessários para a aplicação e investimento de capital em seu crescimento, e portanto os preços exercidos por esta organização para com os seus cooperados seriam os mesmos preços que possíveis outros oligopsônios exerceriam; deste modo, a cooperativa teria o mesmo comportamento de preços de empresas não cooperativas.

Esta situação, como foi vista anteriormente, é complicada para as cooperativa que tem como razão de sua constituição o fato de possibilitar ao cooperado exercer um poder de barganha e obter maiores preços.

Também há, por outro lado, cooperativas que optaram por uma modificação na estrutura de capital ou na organização da empresa de formas alternativas, como por meio da estratégia de permanecer a cooperativa como uma controladora de empresas não cooperativas que teriam a flexibilidade de adotar uma nova configuração financeira, ou o estabelecimento de "joint ventures" que teriam custos de "agency" diferentes, ou ainda de outra forma como a de promover a abertura de capital da própria cooperativa para o público não associado. Estes casos particulares serão descritos a seguir na próximo capítulo.

5 ESTUDOS DE CASO

Este capítulo tem por finalidade explorar dois estudos de caso de cooperativas agropecuárias que, devido a seu crescimento e sua adaptação, sofreram um processo de transformação na arquitetura organizacional e na estrutura de capital.

O estudo de caso, como método científico, propicia uma visão microanalítica da realidade de negócios e, apesar de não permitir generalizações, é recomendável para estudar o “inside” da firma e questões ainda não muito definidas nas discussões teóricas. Este é utilizado como um instrumento de investigação e estudo complementar das análises econométricas desenvolvidas no capítulo anterior.

Desenvolve-se o estudo de caso para analisar as estratégias e transformações de duas empresas cooperativas, a Batavo, no Brasil, e a Wheat Pool, no Canadá. A Batavo é uma central de laticínios, no Estado do Paraná, que, para continuar a crescer e se manter no mercado, forma uma nova empresa não-cooperativa em sociedade, transformando sua estrutura de capital e procedendo a uma aliança estratégica com uma S/A de capital fechado.

O segundo caso, a Wheat Pool, é uma grande cooperativa de grãos no Canadá que abre seu capital emitindo ações e negociando papéis em bolsas de valores, sem ferir os preceitos doutrinários do cooperativismo. Deste modo, este capítulo divide-se em três seções: a primeira, introdutória, abordando o método a ser utilizado; a segunda sobre o estudo de caso da Batavo; e a terceira sobre o estudo de caso da Wheat Pool.

5.1 Introdução e método

O estudo de caso é um procedimento de análise da realidade organizacional e de negócios das empresas que permite verificar *in loco* evidências quanto às argumentações teóricas, bem como observar novos elementos a serem considerados. Sua limitação é não permitir uma generalização das observações efetuadas, isto é, se determinado fato é verificado em uma firma, não há porque também existir no universo de firmas consideradas.

Por outro lado, apresenta uma grande vantagem, a de não limitar as discussões teóricas a abordagens que, muitas vezes, escondem detalhes importantes em favor do estabelecimento de pressupostos necessários para que os modelos sejam válidos e generalizáveis.

O estudo de caso é considerado uma importante ferramenta de trabalho complementar, principalmente quando se trata de estudar a Economia dos Custos de Transação - ECT e a "Agency Theory" que, por serem teorias recentes, não oferecem ainda a possibilidade de quantificação de seus parâmetros, uma vez que seus atributos não são facilmente observáveis. Esta dificuldade ocorre pela falta da coleta

sistemática de dados necessários para a observação e estudo do comportamento das variáveis.

Zylbersztajn, Lazzarini e Chaddad (1997) descrevem que, no primeiro encontro da Sociedade Internacional da Nova Economia das Instituições, o professor Coase enfatizou que o trabalho do pesquisador na ECT é analisar os fatos do mundo real buscando o aperfeiçoamento do poder explanatório desta teoria, de modo positivo.

Neste mesmo encontro, os professores Demsetz e Masten, discutindo o enfoque quantitativo econométrico *vis-à-vis* com o enfoque qualitativo contextual dos estudos de caso, afirmaram que estes são métodos complementares, não se podendo, portanto, definir qual é o melhor. O trabalho de análise, bem como o método utilizado, dependerá de fatores como a disponibilidade de dados, o tipo de problema focado e a necessidade de aprofundamento teórico.

O estudo de caso permite olhar detidamente os problemas, privilegiando sua compreensão no próprio ambiente de negócios em que acontecem. Não há o isolamento da variável nem tampouco os limites ditados pelos pressupostos colocados. Deste modo, pode-se entender as relações entre os parâmetros estudados e o ambiente em que estes ocorrem sistematicamente.

Lazzarini (1995) sugere que o método do estudo de caso é evidentemente importante no contexto em que se permite considerar o problema em uma abordagem contextual, aprofundando-se sua análise.

Portanto, dadas as vantagens e a necessidade de aprofundamento nas questões relativas aos custos de transação e de “Agency”, resolveu-se aplicar este método. Busca-se, então, verificar o comportamento das variáveis que condicionam o processo de parceria e de abertura de capital das cooperativas agropecuárias.

Para o desenvolvimento destes estudos, é inicialmente estabelecida a mesma hipótese e os mesmos objetivos de trabalho expostos no primeiro capítulo desta tese. Dado este referencial inicial, foi desenvolvido um guia de entrevista contendo as questões e os pontos a serem considerados para permitir o desenvolvimento dos estudos de campo sem o perigo de uma dispersão durante os trabalhos. As informações foram obtidas a partir de entrevistas selecionadas, visitas e consulta a relatórios e demonstrações das organizações.

Nesta fase, alicerçada pela teoria exposta e pelos estudos econométricos, foi possível perceber quais parâmetros deveriam ser focados para permitir a verificação dos fatos teóricos na realidade de negócios das cooperativas estudadas.

Colocadas as questões teóricas e, após as entrevistas, a consulta bibliográfica e as visitas, serão desenvolvidos os estudos de caso de acordo com a seguinte estrutura comum. Primeiramente, será efetuada uma abordagem geral: a) introdução, na qual é colocada a importância da cooperativa no cenário de negócios, e b) negócios, compostos da análise dos negócios recentes, índices financeiros, estrutura de capital, endividamento, investimentos, escala de produção e especialização.

Após, procurar-se-á estudar os determinantes da estratégia utilizada pela cooperativa, assim: c) estratégias, em que são analisadas as estratégias de negócios - no caso da Batavo, a análise da criação da S/A de capital fechado e a escolha do parceiro, e no caso da Wheat Pool, o processo de abertura de capital e de negociação de ações -, e d) discussão, em que se discute cada caso procurando-se aplicar, à teoria, as condições verificadas na prática de negócios, aliadas a uma análise dos custos de transação e de "Agency" na cooperativa.

5.2 A Batavo

5.2.1 Introdução

A Cooperativa Central de Laticínios do Paraná Ltda. - a Batavo - tem o seu "core" de negócios no processamento e na distribuição de leite e derivados. Em 1996, foi a oitava cooperativa brasileira em faturamento de acordo com o Ranking das Cooperativas efetuado pela revista Agroanalysis da FGV (1997), posicionando-se, no setor de lácteos, atrás da Itambé - Cooperativa Central do Estado de Minas Gerais, e da Paulista - Cooperativa Central do Estado de São Paulo, constituindo-se em uma das grandes cooperativas centrais de laticínios do Brasil.

A CCLPL ou apenas Batavo, como é conhecida, é formada por três cooperativas singulares, a CAPAL - Cooperativa Agropecuária Arapoti Ltda., a BATAVO - Cooperativa Agropecuária Batavo Ltda. e a CASTROLANDA - Sociedade Cooperativa Castrolanda Ltda., todas localizadas nos Campos Gerais do Estado do Paraná e formadas originalmente por agricultores oriundos da imigração holandesa, portanto, com uma base social bastante homogênea.

A Batavo tem um patrimônio muito valioso que é sua marca de mercado, BATAVO, identificada como de alta qualidade de produtos, mas por insuficiência de marketing ainda pouco conhecida pelos consumidores de algumas regiões.

O início das atividades, com o processamento de leite para a fabricação de queijos, deu-se em 1911 por imigrantes holandeses. Em 1925, estes fundam uma cooperativa na região, já com um produto de qualidade reconhecida pelos consumidores da época. Em 1941, esta se

transforma na Cooperativa Agropecuária Batavo. Em 1950, funda-se a Cooperativa Agropecuária Castrolanda e, em 1961, a Cooperativa Agropecuária Arapoti, todas iniciadas por imigrantes holandeses.

Atualmente, as cooperativas e a central já não têm mais a hegemonia étnica dos holandeses, mas permanecem como herança os grandes legados de eficiência e qualidade de produtos, adquiridos desde o início das atividades no começo deste século.

As transformações econômicas e de mercado, oriundas da abertura comercial do Brasil e da constituição do Mercosul, induzem a Batavo a rever algumas de suas estratégias e a discutir seu futuro frente a um novo ambiente competitivo composto por países como a Argentina, que apresenta uma pecuária de leite desenvolvida e eficiente, ou ainda pela presença de novos e grandes competidores no SAG do leite e derivados no Brasil, como o estabelecimento da Parmalat no país.

O problema e a discussão são claros, e seu diretor-presidente Dick Carlos De Geus sabe perfeitamente que é oportuno e necessário um processo de transformação que objetive, em suas próprias palavras, “a *consolidação de uma empresa mais forte e competitiva*” (Batavo, 1997, p5).

No bojo deste processo estão as alianças estratégicas, as fusões e a transformação da central em uma empresa capaz de buscar recursos nos mercados financeiros e novas parcerias para colocar-se em um novo plano estratégico no cenário de negócios nacional e internacional.

Os motivos deste processo, a decisão de mudança da governança financeira da cooperativa e a formação de uma nova empresa são o objeto de análise neste estudo de caso.

5.2.2 Negócios

A Batavo apresentou uma receita operacional bruta de R\$ 393,1 milhões, originada de um ativo de R\$ 150,2 milhões, e uma rentabilidade de 12,36% durante o exercício fiscal de 1996. A cooperativa também tinha um grande passivo na época, em decorrência de seu processo de crescimento. Esta receita e este passivo não são exclusivos de suas operações com laticínios, uma vez que a central também atua no setor de aves e de suínos.

O faturamento da Batavo é decorrente das atividades com leite (58%), abate e processamento de aves (13,2%) e processamento de carne suína (24,4%). Dentre os produtos da Batavo, temos desde os queijos, manteiga e iogurtes até frango resfriado, cortes congelados de frango e, ainda, toda uma linha de produtos de carne suína processada como salsichas, linguiças, salames, presuntos e outros.

Os negócios da cooperativa são divididos em três grandes segmentos: o de leite, o de frangos e o de suínos. Estes negócios foram, durante determinado período, geridos como Unidades Estratégicas de Negócios independentes.

Esta forma de gerenciamento foi uma das causas do expressivo crescimento do passivo da Cooperativa Central. Segundo seu presidente, a cooperativa amargou, durante um grande período, os prejuízos vindos de unidades de negócios não-lucrativas, enquanto tinha uma política de distribuição de resultados, via preços, nas unidades que apresentavam superávit.

A indústria de laticínios processou, em 1996, 155,7 milhões de litros de leite, oriundos das três cooperativas singulares associadas, mais 5,2 milhões de litros da Cooperativa de Laticínios de Curitiba Ltda. e

9,0 milhões de litros da Cooperativa Central Agromilk de Santa Catarina, totalizando 169,9 milhões de litros recebidos. Destes, 166 milhões foram processados na própria planta agroindustrial e os outros 3,9 milhões, em unidade agroindustrial contratada para este fim.

Com a presença da Agromilk a Batavo dobra a sua capacidade de recepção de leite, *“Saímos de um volume de 450 mil para quase um milhão de litros/dia. Ganhamos em escala.”* (Batavo, 1997, p.4)

Em 1996, foram lançados novos produtos, como a linha “light”, em decorrência direta das novas exigências dos consumidores. O leite longa vida representa 36,8% da produção; o pasteurizado, 26,7%; os produtos frescos como iogurtes, queijos “petit suisse” e sobremesas, 25,0%; os achocolatados, 8,9%; e os cremes, manteiga e queijos, 2,6% da produção. Nota-se que 63,5% da produção é representado pelo leite longa vida e pasteurizado que são produtos de mais baixa rentabilidade.

A produção de laticínios vem crescendo constantemente na Batavo, passando de 127,6 mil toneladas em 1993 para 180,6 mil toneladas em 1996, um acréscimo significativo de 41,53% no período (Figura 24).

É interessante notar o constante crescimento no recebimento de leite, mas também, o decréscimo da taxa anual de crescimento no recebimento de 1995 a 1996.

O ano de 1996 é caracterizado pelo acordo societário da Batavo com a Agromilk, o que já adicionou em sua linha de processamento algo em torno de 6% de produção em relação ao ano de 1995, e praticamente dobra a quantidade de leite recebido para algo em torno de um milhão de litros/dia.

Nas palavras do diretor-presidente do grupo Batavo, Dick Carlos de Geus: *“...1996 é o nosso “ano da virada”. Concretizamos um dos mais importantes negócios já realizados ao longo dos 43 anos de existência*

da CCLPL: o Acordo Comercial Societário firmado com a Cooperativa Central Agromilk, de Santa Catarina, que nos coloca em outro patamar na briga pelo mercado” (Batavo, 1997, p.4).

Figura 24. Evolução do recebimento de leite de 1993 a 1996 pela Batavo. Fonte: Batavo, 1997.

A Batavo prima por produtos de qualidade. Em seu programa de marketing consta a frase: “Batavo - Produtos Puros de Origem”. A cooperativa tem uma especial atenção, junto aos produtores rurais associados, quanto à qualidade. Há um grande esforço no desenvolvimento de uma assistência técnica especializada, que conta com serviços veterinários, de orientação, insumos e programas como o de gerenciamento de granjas de leiteiras.

Estas atividades são desenvolvidas em parceria com centros de pesquisa como o Centro Nacional de Pesquisa de Gado Leiteiro - CNPGL, da EMBRAPA, e também, mediante o intercâmbio de técnicos com o exterior como forma de propiciar sua especialização profissional.

Estas atividades, até 1996, estavam concentradas na Cooperativa Central. Após este ano, existem de forma descentralizada, nas cooperativas singulares e em uma fundação específica para este fim, a Fundação ABC.

É importante notar que estas atividades são as responsáveis por tornar a região de atuação da Batavo uma das regiões de maior produtividade na produção de leite no Brasil, inclusive comparada a padrões europeus de produtividade e qualidade, sendo similar à produtividade alcançada na Argentina. Na Figura 25, é possível visualizar os ganhos de produtividade desde 1991.

É evidente que o ganho de produtividade, da ordem de 20,38% neste período, foi muito significativo, mas espera-se que estes ganhos anuais decorrentes da tecnologia sejam cada vez mais difíceis de acontecer.

O negócio da Batavo no SAG avícola representou 13,2% do faturamento da cooperativa em 1996. Esta atividade está em retração, de acordo com um plano de diminuição de abate e redução de turnos.

Figura 25. Produtividade média em kg/vaca/ano na produção de leite e ganho percentual anual, de 1991 a 1995 na Batavo. Fonte: Batavo, 1996.

Como o frango inteiro resfriado contribui pouco para as margens da cooperativa, este setor busca direcionar esforços para a produção de cortes congelados e para a exportação. O “mix” de produção são 41,9% de frango inteiro, 21,7% de cortes congelados e 9,8% de produtos para exportação. Pode-se observar o desempenho destes negócios, de 1995 a 1996, em termos de participação de cada um dos produtos na composição do “mix” de produção, e o esforço da cooperativa em modificar estas proporções.

Figura 26. Negócios com aves: composição do “mix” de produção de 1995 a 1996, na Batavo. Fonte: Batavo, 1997.

Freski é uma linha de produtos especiais de embutidos de carne de frango e de cortes especiais que se destina aos consumidores que reclamam por produtos mais saudáveis e com menos calorias.

Apesar dos esforços na modificação do “mix” e na redução de produção, a linha de processamento de aves continua apresentando poucos resultados para a cooperativa, sendo deficitária e necessitando ainda de outras medidas para incrementar sua rentabilidade.

Outro negócio significativo é o processamento de carne suína, que cresceu devido ao aumento da programação de abate para seis dias.

Estes negócios concentram-se na produção de produtos com maior valor agregado, como mortadelas, salames, lombo, patês, salsichas e salsichões.

O volume de vendas da unidade de negócios com suínos aumentou 32,6% em relação a 1995, atingindo a capacidade máxima de produção. As embalagens passaram por nova estilização, posicionando a cooperativa nos produtos "Premium Price" como os salames e o presunto. O faturamento cresceu 9,8% neste período.

Mas a participação destes negócios no faturamento da Batavo passou de 26,8% em 1995 para 24,4% em 1996, portanto, também com os suínos houve diminuição proporcional do faturamento em relação ao total da cooperativa.

Um aspecto importante a ser notado é que a Batavo prima pela sua marca no mercado, tanto que mantém, além de rígidos controles de qualidade, um serviço de atendimento ao consumidor. Este serviço, além de prestar as informações necessárias e atender às expectativas dos consumidores, tem um diferencial em relação a serviços semelhantes: a procura do consumidor pela cooperativa para levantar informações a respeito da qualidade do produto e os respectivos níveis de satisfação.

Quanto às demonstrações financeiras, pode-se avaliar o desempenho recente da Cooperativa Central, analisando a evolução do ativo fixo, do passivo de longo prazo e do faturamento da empresa, variáveis relevantes para estes estudos. Esta evolução pode ser observada na Figura 27.

Figura 27. Informações financeiras, evolução dos Ativos Fixos, Passivos de Longo Prazo e Resultados da Cooperativa Central de Laticínios do Paraná Ltda. Fonte: Batavo, 1997.

A Figura 27 mostra o crescimento dos ativos fixos da cooperativa e do seu faturamento, aliado a um decréscimo dos débitos de longo prazo. É necessário analisar também o índice de liquidez²⁸ corrente para se observar a proporção entre o ativo e o passivo circulante da cooperativa (Figura 28).

²⁸Liquidez corrente é um índice financeiro definido como a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, Espelha uma situação de curto prazo.

Figura 28. Evolução do Índice de Liquidez Corrente da Cooperativa Central de Laticínios do Paraná Ltda. Fonte: Batavo, 1997.

Tabela 6. Dados selecionados e indicadores financeiros da Batavo, para o período de 1994 a 1996, em milhares de Reais.

	1994	%	1995	%	1996	%
Ativo Circulante - AC	41031	43,9	52663	39,2	64240	42,7
Realizável a Longo Prazo	1039	1,1	10628	7,9	11789	7,8
Ativo Fixo - AT	51330	54,9	71079	52,9	74251	49,4
Passivo Circulante - PC	26588	28,4	46155	34,3	65131	43,3
Exigível de Longo Prazo - ELP	25542	27,3	35267	26,2	24922	16,6
Patrimônio Líquido - PL	41270	44,1	52948	39,4	60227	40,1
Passivo Total - PT	93400	*	134370	*	150280	*
Receita Bruta	191423	*	327053	*	393145	*
Rentabilidade (Lucro/PL)	25,15%	*	(7,15%)	*	12,35%	*
Endividamento (Exigíveis/PT)	55,81%	*	60,59%	*	59,92%	*
Relação PL/(ELP+PL)	0,62	*	0,60	*	0,70	*
Liquidez Corrente (AC/PC)	1,54	*	1,14	*	0,98	*

Fonte: Batavo, 1995 a 1997.

É possível notar a diminuição expressiva deste índice, que passou de 1,54 para apenas 0,98, indicando o crescimento proporcional das obrigações de curto prazo da cooperativa e seu elevado nível de endividamento com empréstimos, chegando, na época, à casa dos R\$ 53 milhões frente aos seus R\$ 90 milhões de passivos.

O custo do capital de terceiros para a cooperativa variou em média de 4% a 24% de juros ao ano adicionados da TR (Taxa Referencial), ou da TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), ou ainda da variação cambial nas operações internacionais no ano de 1996. O capital social foi reajustado em aproximadamente 18% no período. O custo médio ponderado do capital para a cooperativa, neste ano, pode ser estimado em algo em torno de 15% a 20% ao ano, dependendo da consideração à respeito dos fundos indivisíveis²⁹.

Os dados financeiros mostram o tamanho do endividamento da cooperativa e o crescimento dos passivos de curto prazo nos anos mais recentes, refletidos pelo índice de liquidez corrente, além de um custo do capital maior que a rentabilidade da empresa.

Em 1981, a Batavo era a nona empresa no ranking do leite; em 1996, a sétima, estando atrás apenas de gigantes do setor, como Nestlé, Parmalat, Danone, Itambé e Paulista - as duas últimas são também empresas cooperativas. Desta forma, percebem-se a trajetória de crescimento da Batavo e a necessidade de continuidade deste crescimento para que a Cooperativa Central possa fazer frente às grandes mudanças do setor.

²⁹ O menor valor considera os fundos indivisíveis no Patrimônio Líquido sem remuneração - ver seção 3.2 e Lazzarini e Bialoskorski (1998) - e o maior valor considera apenas o capital social e os exigíveis (como calculado no Canadá para a SWP). As taxas de juros utilizadas são médias fornecidas pela cooperativa.

5.2.3 Estratégias

O mercado de produtos lácteos é um mercado em transformação que sofreu o impacto direto tanto do processo de abertura comercial do Brasil quanto da desregulamentação do setor.

Jank e Galan (1997) descrevem estas transformações e indicam que as palavras de ordem no sistema agroindustrial do leite são “Aquisições e alianças estratégicas...” . Isto acontece em nível mundial frente à tendência geral de ganho de qualidade no produto final, especialização do produtor e escala de produção no processamento.

Os autores mostram que o Brasil apresenta um faturamento médio de US\$ 343 por mês por produtor; este tem uma produtividade média de apenas 47 litros por dia. Na Argentina, a média de produção chega a 1.091 litros por dia por produtor, com um faturamento médio individual de US\$ 6.968 por mês. Esta tendência também se manifesta em países desenvolvidos como os EUA e os da União Européia.

Quanto à indústria, há uma tendência nítida de concentração, necessidade de economias de escala e escopo, e um acirramento da concorrência.

Em 1981, as quatro maiores empresas de processamento de leite detinham 57,89% do faturamento de mercado; as duas maiores, 43,54%; a maior detinha 35,18% deste faturamento total de mercado. Em 1996, a evolução deste quadro era a seguinte: as quatro maiores empresas detinham 67,78% do faturamento total de mercado; as duas maiores, 52,91%; a maior, 39,25% do total do mercado formal de leite no Brasil.

Pode-se notar o crescimento da concentração de mercado pela evolução destas proporções de 1981 a 1996 (Figura 29). Esta é uma

tendência que, de acordo com vários especialistas, deve apresentar continuidade nos próximos anos.

Figura 29. Concentração do faturamento de mercado no Sistema Agroindustrial do Leite de 1981 a 1996. Fonte: Batavo, 1997.

Neste mesmo período, a Batavo passou de US\$ 70 milhões de faturamento em 1981 para US\$ 389 milhões em 1996, um crescimento perto de 455%. A Batavo representava 3,0% do faturamento de mercado em 1981 e passou para 4,6% em 1996.

Apesar deste esforço de crescimento e participação, o diretor-presidente da Batavo, Dick Carlos de Geus, coloca:

“A falta de maior volume de produtos e de mais imagem na mídia, no médio/longo prazo, inexoravelmente vai fechar as portas dos grandes supermercados. Por isso, precisamos crescer em

volume de matéria-prima para alcançar a escala que nos permita enfrentar em condições mais igualitárias os nossos concorrentes no nível da distribuição” (Batavo, 1997, p.5).

Portanto, é clara a estratégia da cooperativa de crescer e se especializar para possibilitar seu posicionamento frente à concorrência mais acirrada. O acordo que incorporou, ao sistema Batavo, a Cooperativa Central Agromilk de Santa Catarina possibilitou a ampliação do portfólio de produtos, da capacidade de processamento e do volume de recebimento de leite da Batavo.

O esforço em posicionar-se é expresso também no esforço desenvolvido para a mudança de “mix” de produtos, privilegiando os produtos de maior valor agregado, bem como promovendo mudanças na sua estrutura organizacional. Esta adequação acabou por transferir as funções de fomento e assistência técnica para as cooperativas singulares e para uma fundação, e por reduzir custos e despesas operacionais.

Isto aconteceu devido ao significativo passivo da cooperativa e pela sua necessidade de dar continuidade ao crescimento e à competitividade. Uma das estratégias propostas, mas ainda não implementada, é a fusão das três cooperativas associadas à Central, chamada ABC - Arapoti, Batavo, Castrolanda. O projeto prevê a fusão das três singulares com o objetivo de racionalizar a estrutura e diminuir custos no sistema.

Esta estrutura proposta permite reduzir custos devido à centralização de atividades como administração, processamento de dados, assistência técnica, transportes, entre outras, e a uma maior flexibilidade e transparência para tratar de modo conjunto os problemas de um mesmo negócio, como por exemplo o leite.

Espera-se uma economia de R\$ 6 milhões ao ano a partir do terceiro ano da fusão, quando já estarão pagas todas as despesas relativas ao processo.

Dada a necessidade de equacionar seus passivos e incrementar sua eficiência gerencial, a cooperativa tornou profissional todo o seu quadro dirigente, extinguindo a diretoria-executiva, eleita e composta por associados, e compondo uma estrutura de direção apenas com profissionais contratados com experiência e comprometidos com as metas de negócios da Batavo. Ao presidente coube a representação política, bem como os trabalhos institucionais.

Nos próximos anos, a Batavo espera concretizar novas alianças estratégicas para viabilizar seu plano de crescimento, que pretende levar esta organização a receber perto de 2 milhões de litros de leite por dia no início do próximo século. Isto representa aproximadamente o dobro da capacidade de recebimento da cooperativa. A Batavo espera continuar sua política de investimentos e se concentrar em seu "core" de negócios, o setor lácteo.

A cooperativa intenta, ainda, transformar sua estrutura societária para que esta organização possa ter, nos próximos anos, acesso adequado aos mercados de capitais. Este ponto é muito importante para as discussões, tanto que, no Relatório da Administração de 1996, é colocado: "No nível político, o grande objetivo a ser perseguido durante o ano é a transformação societária da empresa, visando a adequar sua estrutura ao mercado de capitais" (Batavo, 1997, p.35)

Esta intenção foi consolidada na criação, pela Cooperativa Central, de uma nova empresa, inicialmente fechada, mas com possibilidades de abrir seu capital no futuro. Esta nova empresa é formada com parceiros do mercado. As negociações ocorreram com a empresa de

origem italiana, Parmalat (segunda no ranking das maiores empresas do setor).

Na nova empresa, a BATAVIA, a Parmalat passa de concorrente para aliada nos mercados. O organograma da cooperativa passa do mostrado na Figura 30 para o exposto na Figura 31.

Figura 30. Organograma anterior do sistema Batavo.
Fonte: Dados de pesquisa.

Figura 31. Organograma atual do sistema Batavo. Fonte: Dados de pesquisa.

Este novo organograma propicia o crescimento da estrutura da Batavo e de seu poder de competição no mercado. A criação desta nova empresa já facilitou a negociação dos passivos e facilitará os processos de captação de recursos no mercado financeiro por meio da

emissão de títulos, ou ainda posteriormente, por meio da abertura de capital para investidores.

Enquanto a forma organizacional cooperativa fica restrita à relação de prestação de serviços aos associados, a forma organizacional de uma S/A é implementada para a direção e a gestão da industrialização e das relações com o mercado. A Cooperativa Central assume, então, um papel de intermediária entre a nova empresa e as cooperativas singulares.

A nova estrutura proposta apresenta vantagens quanto ao aproveitamento das eficiências de cada uma das arquiteturas organizacionais para determinado tipo de função. Relações com associados, prestação de assistência técnica e controle de produtividade e qualidade são desenvolvidos pela cooperativa, e relações com mercado, investidores, agentes financeiros são atividades desenvolvidas por uma empresa flexível e ágil, a BATAVIA S/A.

Esta forma possibilitaria o crescimento do empreendimento, uma estrutura mais versátil capaz de sustentar o crescimento a longo prazo e uma aliança estratégica que busca em seus parceiros a especialização necessária para a continuidade do crescimento de suas atividades.

Alguns aspectos importantes devem ser notados. O primeiro é que esta forma societária possibilitou uma nova equação de passivos, de forma mais vantajosa do que se esta existisse estritamente no mercado com as instituições financeiras. Isto deveu-se ao fato de que uma empresa do mesmo ramo, laticínios, foi capaz de valorar toda a empresa cooperativa de modo mais eficiente.

O segundo aspecto é que a nova empresa, BATAVIA, tem apenas 49% de participação da Batavo³⁰.

³⁰ Isto se deu por necessidade da Parmalat, que tem seu capital aberto por meio de ações na Bolsa de Milão, cuja legislação exige a participação majoritária desta em qualquer negócio.

Cláusulas contratuais constituem um conselho de seis membros, três de cada um dos sócios, no qual é resguardado um voto afirmativo da cooperativa para diversas situações importantes na administração da empresa, como por exemplo a abertura de capital. Em outras questões, espera-se que o processo de decisão seja consensual, uma vez que as duas empresas atuam na mesma área de negócios e têm por objetivo os lucros.

O terceiro aspecto é que as negociações resguardaram o direito das cooperativas singulares de transacionar seu leite com a empresa que melhor oferecer preços, o que obriga a BATAVIA a manter um nível favorecido de preços de leite, acima da média estadual, por conta da qualidade do leite do sistema Batavo.

Para a Cooperativa Central, a BATAVIA representa, hoje, a possibilidade de vislumbrar um mercado internacional de leite e derivados, no qual sua parceira mantém uma longa experiência de negócios. Para a Parmalat, a BATAVIA representa não somente um ganho de volumes de produção, mas uma matéria-prima das melhores no Brasil e uma marca de excelente qualidade e reconhecimento por parte dos consumidores.

5.2.4 Discussão

A Batavo, no seu processo de crescimento e especialização, percebeu nitidamente que era necessário discutir sua forma organizacional para propiciar a continuidade deste processo.

Observando a trajetória desta cooperativa, pode-se averiguar que o estreitamento de margens leva-a a ter um esgotamento da fonte de capital próprio, induzindo a empresa a procurar outras alternativas. O

elevado custo de uma governança financeira estabelecida apenas nos empréstimos financeiros faz com que uma política de longo prazo de capitalização e investimentos seja muito difícil.

Na estrutura de capital da empresa, os elevados custos financeiros advindos do fato de a Batavo ser uma cooperativa foram determinantes para o crescimento do passivo. Em entrevista, o presidente da Cooperativa Central, Dick Carlos de Geus, cita as palavras de um representante de uma agência de financiamento ligada ao Banco Mundial: “...você (as cooperativas) não estão sujeitos à lei de concordatas e falências, a dissolução para nós (agência) é muito perigosa...”.

Esta situação naturalmente contribui para o crescimento dos encargos financeiros desta empresa e também, portanto, para o aumento do endividamento da cooperativa até limites pouco confortáveis administrativamente, como mostra sua liquidez corrente e declara seu presidente.

Assim, as alianças estratégicas de negócios são necessárias para ampliar e possibilitar o ganho de escala, escopo e/ou tamanho em suas plantas. Mas também devem possibilitar uma nova forma de captação de recursos de capital para investimentos.

O processo de fusão das três cooperativas singulares, ainda não concretizado devido a dificuldades internas entre as cooperativas singulares, é uma rota conhecida de racionalização de despesas. A aliança societária com a Agromilk também é uma forma conhecida de possibilitar ganho de tamanho. Mas o estabelecimento de uma S/A, “joint venture”, em parceria com um concorrente de mercado é uma situação nova, que deve ser analisada com detalhes.

A primeira característica a ser considerada é a especialização crescente do produtor e de sua cooperativa, fazendo com que haja possivelmente um incremento também na especificidade de ativos.

Este incremento acontece principalmente em especificidades com duas formas importantes: a) a dedicada, decorrente dos investimentos em nível de produtor rural e b) a humana, dada pela formação de capital humano que propicia a qualidade e a produtividade no sistema Batavo. As especificidades temporal e geográfica possivelmente não sofram modificações.

No nível da indústria de processamento, é nítido o incremento de especificidade de ativos em decorrência de plantas cada vez mais orientadas a todo um sistema agroindustrial em que a qualidade, a marca e o produto devem ter características definidas para satisfazer às exigências dos consumidores, e, assim, pede processos determinados, tecnologias, investimentos, relações contratuais estáveis, de forma a garantir o suprimento e a qualidade do produto.

Deste modo, a governança financeira baseada em um processo de capitalização dependente apenas de capital de terceiros torna-se inviável para sustentar um crescimento de longo prazo a custos competitivos para a empresa. Esta foi a razão pela qual a Batavo percebeu que deveria abrir-se para o mercado de capitais, tentando adequar sua estrutura de custos, isto é, sua governança financeira e equacionar seus passivos.

Os custos de “Agency” associados à estrutura da empresa como uma Cooperativa Central também mostram a incapacidade de continuar na mesma direção e sustentar um processo contínuo de crescimento. Os interesses de atendimento aos associados em detrimento

dos mercados ou vice-versa são um conflito proeminente no sistema cooperativo.

Em declarações durante as entrevistas na Cooperativa Central, a questão dos gastos com reuniões periódicas, assembléias trimestrais com muitos delegados, alto número de comissões de produtores, conselhos e dirigentes representou altos custos gerenciais e de transação para a forma cooperativa. Isto acontece dada a demora na tomada de decisão e, conseqüentemente, das relações contratuais estabelecidas.

O modelo escolhido aproveita as vantagens da estrutura cooperativa quando determina o foco desta organização na relação entre os associados. Este fato permite que o sistema se aproprie do ganho que esta relação pode proporcionar. Na ótica contratual, como a relação entre o cooperado e sua empresa é muito freqüente, apresentando especificidades dedicada, temporal e geográfica acentuadas, estas tendem a ser desenvolvidas nas fronteiras internas da empresa.

As relações de comércio ficam no âmbito de uma empresa privada com interesse de lucro e resultados, em que os incentivos de mercado, os preços e a concorrência podem ser tratados de modo eficiente. Há dois motivos aparentes para que se verifique este ganho.

Primeiramente, os custos de "Agency" que existem entre os controladores - no caso da S/A, a Cooperativa Central e seu sócio, a Parmalat - e os agentes, os dirigentes da empresa, são menores que os apresentados para monitorar a ação da Cooperativa Central por parte das singulares. Isto acontece porque o interesse imediato, na S/A, é o resultado de mercado, enquanto que, na estrutura cooperativa, o interesse particular de cada uma das singulares associadas, e de cada grupo de associados, está em jogo com maior intensidade.

O segundo motivo é que, como há outros atores na gestão, no caso a Parmalat, isto é uma garantia de que prevalece o interesse de consolidação da empresa, e não há - como no caso da cooperativa - interferência de interesses de consolidação dos produtores associados. Isto garante uma fidelidade para com os negócios da empresa e, portanto, uma diminuição dos custos de agenciamento.

Por outro lado, no modelo organizacional apresentado, o interesse de consolidar o próprio associado também existe, mas está restrito ao âmbito da cooperativa. No nível da empresa, é necessário existir apenas a preocupação da consolidação do empreendimento. Portanto, os incentivos e o monitoramento de ações são orientados e sofrem uma redução.

Esta questão de incentivo é importante. Em reportagem³¹ sobre o processo, aponta-se como limitante das negociações a situação de, na região, pelo fato de existir uma cooperativa, o preço do litro do leite para o produtor ser maior do que em regiões de atuação de empresas não-cooperativas. Isto pode mostrar o poder de barganha da cooperativa, mas também, o incentivo - via preços - que a estrutura organizacional da cooperativa proporciona aos associados, sendo estes o objetivo fundamental de sua existência.

Apesar de esta questão estar garantida no acordo societário, o incentivo não virá por meio de melhores preços, como no sistema cooperativado, mas sim, na participação futura do associado nos resultados da nova empresa. Este ponto, bem como a emissão de títulos, está sendo equacionada e discutido. Portanto, esta transformação de parte da Cooperativa Central em S/A deverá provavelmente reduzir os custos de transação e de "Agency".

³¹ *Gazeta Mercantil*, 9 de Outubro de 1997, p. C-7. "Batavo definirá em um mês futuro sócio".

5.3 Saskatchewan Wheat Pool - A experiência canadense

5.3.1 Introdução

A Wheat Pool é a maior cooperativa de grãos do Canadá. É formada por cerca de 78.000 associados, com um faturamento anual de aproximadamente 4 bilhões de dólares. A cooperativa atua em cinco diferentes setores do agribusiness: negócios com grãos, venda de insumos para os associados, processamento de commodities agrícolas, negócios com gado e publicação de um jornal periódico para os agricultores.

A cooperativa foi fundada em 1924, quando 45.725 produtores de trigo e grãos de Saskatchewan assinaram os "grain delivery contracts", iniciando as atividades do que é hoje a maior cooperativa de grãos do país (Fairbairn, 1984). Sua sede é localizada em Regina, na província de Saskatchewan, no Canadá.

A Wheat Pool incentiva e implanta programas de desenvolvimento agrícola, promove seus produtos e serviços e mantém relações com outras cooperativas, associações e governos. A cooperativa presta relevantes serviços aos produtores rurais do oeste do Canadá, desde a venda de insumos necessários à produção até mediante a edição de um jornal periódico, o "The Western Producer", com informações e análises específicas do setor agroindustrial, que circula por 96.000 lares de produtores canadenses.

Esta empresa cooperativa participa do controle outras 11 empresas não-cooperativas em diversos ramos de negócios, desde operadoras de terminais marítimos e de estocagem até processamento de grãos, óleos vegetais, produtos alimentícios, entre outras.

Para possibilitar seu contínuo crescimento e sua adaptação aos mercados globalizados, a cooperativa procedeu a um amplo processo de reestruturação com a definitiva abertura de seu capital aos investidores, lançando ações no mercado de capitais para auxiliar seu processo de capitalização.

Apesar dessa abertura e dessas estratégias, a cooperativa manteve-se de acordo com os princípios doutrinários fundamentais do cooperativismo, nos quais cada associado deve ter apenas um voto e o controle da empresa deve ser democrático. São este processo e suas razões iniciais o foco principal deste estudo de caso.

5.3.2 Negócios

Os negócios da Saskatchewan Wheat Pool - SWP estão integrados em algumas empresas inter-relacionadas no agribusiness, dividem-se em cinco áreas principais, subordinadas a dois grupos de controle: o de grãos, que controla o sistema considerado o “core” de negócios da cooperativa e a venda de insumos para os associados, e o grupo industrial e de alimentos, que controla o processamento de commodities e alimentos, os negócios com gado e um grande jornal periódico, de acordo com o organograma apresentado na Figura 32.

Os grãos são o principal negócio. A cooperativa recebe os grãos de seus associados em seus armazéns, prepara-os de acordo com as especificações de qualidade e os comercializa no mercado interno do Canadá ou via exportação. A maior infra-estrutura de comercialização de grãos do Canadá é da Wheat Pool. A AgPro, empresa controlada pela

SWP, opera 547 armazéns primários, seis plantas de processamento de sementes e dois grandes terminais.

Figura 32. Organograma do sistema da Wheat Pool. Fonte: Saskatchewan Wheat Pool, 1996.

O setor de grãos representa aproximadamente 50% dos resultados financeiros da cooperativa que, somados aos 16% de resultados advindos da venda de insumos para os associados, totalizam perto de 2/3 dos resultados totais da SWP gerados no “Grain Group”. O negócio de venda de insumos é responsável pela comercialização de defensivos, fertilizantes, equipamentos e sementes. Há uma rede de 26 “farm service centers” para o atendimento ao produtor e a distribuição de insumos, incluindo vários misturadores de adubo.

O grupo industrial e de alimentos é responsável por 33% dos resultados da SWP, sendo 29% advindos dos negócios com processamento e alimentos por meio de uma série de empresas coligadas.

Estas empresas são “CanAmera Foods”, que extrai, refina e embala óleos vegetais, com marca reconhecida dentro e fora do Canadá; “CSP Foods/Dawn Foods Canada”, que atua no processamento e na distribuição de uma variada linha de produtos de confeitaria; “Prairie Malt Limited”, que tem negócios com malte e cevada destinados a exportação e comercialização com cervejarias; “Robin’s Foods Inc.”, uma rede de franquias de venda de produtos de confeitaria tipo “donuts”, que se estende por todo o Canadá; “Pound-Marker Agventures Ltd.”, que opera com a produção de etanol integrado com ração para animais; “InfraReady Products Ltd.”, que trata grãos por meio de altas temperaturas; e, por último, “Bioriginal Food & Science Corp.”, responsável por negócios de alimentos para a saúde.

A SWP opera desde 1944 na comercialização de gado e, desde de 1994, continua neste negócio por meio de uma “joint-venture” com a Manitoba Pool Elevators, a Heartland Livestock Services, responsável por 12 centros de comercialização. Isto representa perto de 4% do faturamento da SWP. As publicações, que incluem um grande jornal, representam, aproximadamente, apenas 1% dos resultados da cooperativa.

É possível visualizar, na Figura 33, as empresas nas quais a SWP tem participação ou controle. Pode-se observar a diversificação de negócios nos quais a cooperativa opera. Estes são gerenciados por meio de companhias com flexibilidade em cada uma das áreas. Mantendo o “core” de negócios nos grãos e a diversificação por meio de empresas, a SWP impede, de modo geral, uma dispersão de foco nos negócios.

Figura 33. Diagrama de relações e controle de empresas da SWP. Fonte: Saskatchewan Wheat Pool, 1996.

O Canadá é um grande exportador de grãos. O oeste detém perto de 80% das melhores terras de cultivo do país. A província de Saskatchewan, no oeste canadense, onde se localizam as atividades da SWP, é responsável pela produção e por exportações de 55% do total de grãos exportado pelo Canadá e 38% das exportações de oleaginosas, como soja, canola e girassol, entre outras.

A SWP detém um “market share” de 57% na província de Saskatchewan e de 31% no oeste do Canadá, sendo a maior empresa de comercialização e armazenagem de grãos. É importante notar que este setor sofreu um processo de concentração nos últimos anos. Desde 1950, o número de empresas caiu de 19 para 12, e o de armazéns primários, de 2.910 para apenas 709, de 1959 a 1995.

A logística da cooperativa compreende terminais em terra e terminais portuários no oeste, na Colúmbia Britânica, em Vancouver, e no leste, em Thunder Bay, Ontário. As vendas e o faturamento com grãos passaram de \$ 1,887,537,000 Cdn em 1991 para \$ 2,931,683,000 Cdn em 1995, e para \$ 3,008,750 Cdn³² em 1997, apresentando um crescimento significativo de 59,403% no período.

A SWP pretende fechar perto de 100 antigas pequenas unidades de armazenamento nos próximos três anos e, em contrapartida, construir aproximadamente dez novos modernos terminais em terra, localizados logisticamente para elevar sua capacidade de estocagem nos próximos sete anos. Esta estratégia advém do entendimento do crescimento da demanda mundial por grãos e da necessidade de ganhos em eficiência e qualidade de grãos durante o processo para manter sua competitividade.

³² A taxa de cambio em maio de 1998 era de 1,44 Dólares canadenses para 1 Dólar americano.

A cooperativa também entendeu que, para ser possível manter sua competitividade no mercado, é necessário, além de volume e distribuição, manter e incrementar a qualidade do produto. Assim, a organização está desenvolvendo um serviço de atendimento descentralizado, visando a uma maior integração com o associado, entendido como seu cliente preferencial.

Estas estruturas de atendimento, Divisão de Serviços de Campo, têm o objetivo de prestar serviços de orientação tecnológica, desde a decisão do plantio até a escolha de variedades que tenham maior aceitação do consumidor no mercado mundial de grãos, bem como disponibilizar ao produtor serviços de orientação quanto a programas, informações e opções de mercado.

O produtor associado é suprido de todos os insumos necessários como fertilizantes, defensivos, sementes melhoradas e máquinas e equipamentos para a lavoura. O faturamento da cooperativa em 1991, na área de comercialização de insumos, chegou a \$ 206,505,000 Cdn, passando para \$ 358,312,000 Cdn em 1995 e para \$ 539,363,000 Cdn em 1997, com um incremento de 161,18% em seis anos.

Os grãos passam dos armazéns primários para estruturas centralizadas, os terminais em terra operados pela AgPro, empresa controlada pela cooperativa. Assim, há condições de promover a homogeneização da qualidade do produto e desenvolver blends próprios com os grãos, visando sempre à habilidade de satisfazer as exigências dos consumidores.

Parte das exportações e das vendas domésticas de grãos é efetuada por uma empresa do sistema da SWP, a XCAN Grain Pool Ltd. A empresa tem escritórios em Vancouver, Londres, Hong Kong, Tóquio e

Varsóvia, sendo uma das maiores exportadoras canadenses de canola, malte, cevada e aveia.

Acreditando no crescimento da demanda por grãos pelos países do oriente, como China, Índia e Indonésia, e pelos tigres asiáticos, a SWP pretende investir em um novo e moderno terminal portuário no oeste do Canadá que exigirá grande conhecimento, logística, com investimentos próximos a \$ 175,000,000 Cdn.

A SWP acredita que seus investimentos no processamento de alimentos foi uma das iniciativas mais significativas nos últimos anos. Esta diversificação foi estabelecida por meio de empresas e alianças estratégicas de sucesso, como as "joint-ventures". O processo iniciou-se com a produção de produtos alimentícios de panificação, aliada a investimentos na Robin's Food Inc., uma rede de franquias de venda de produtos tipo "donuts". Os negócios de processamento de alimentos são conduzidos por meio da CSP Foods, uma divisão da cooperativa, e da Dawn Foods Canada, que é hoje uma das maiores fabricantes e distribuidoras de produtos panificados no Canadá, com seis plantas em funcionamento.

Estes produtos também são exportados para o Japão e distribuídos nos Estados Unidos por meio de uma subsidiária, a AgPro U.S., com escritório em Ohio. A CSP Foods supre 90% das necessidades de produtos da Robin's Foods Inc., que conta com 225 lojas em operação. Nos últimos cinco anos, houve uma expansão contínua das franquias, representada pela abertura de 72 novas lojas da Robin's Donuts. Estes negócios movimentavam \$ 188,296,000 Cdn em 1991, passando para \$ 583,646,000 Cdn em 1995 e para \$ 624,462,000 Cdn em 1997, um aumento significativo de 231,63% no período.

Os negócios com gado resumem-se a uma “joint-venture” com a HeartLand Livestock Services, que é responsável por 12 centros de comercialização. A SWP, por meio da PrintWest Communications Ltd., edita e imprime o “The Western Producer”, um jornal com 96.000 assinantes que circula desde 1931. Por fim, é necessário expor algumas informações financeiras da cooperativa. Nas figuras 34 e 35, é possível visualizar a evolução dos parâmetros como os ativos fixos, débitos de longo prazo, receitas e a liquidez corrente de 1991 a 1996.

Figura 34. Informações financeiras, evolução dos ativos fixos, passivos de longo prazo e resultados da Saskatchewan Wheat Pool de 1991 a 1995. Fonte: Saskatchewan Wheat Pool, 1997.

Figura 35. Evolução do índice de liquidez corrente da Saskatchewan Wheat Pool de 1991 a 1996. Fonte: Saskatchewan Wheat Pool, 1997.

Tabela 7. Dados selecionados e indicadores financeiros da Saskatchewan Wheat Pool, para o período de 1994 a 1996, em milhares de Dólares Canadenses.

Ano e Análise Horizontal	1994	%	1995	%	1996	%
Ativo Circulante - AC	740,757	66.5	871,058	69.0	772,911	64.2
Realizável a Longo Prazo	*		*		*	
Ativo Fixo - AT	372,004	33.4	391,222	30.9	430,907	35.8
Passivo Circulante - PC	607,468	54.6	718,603	56.9	647,632	53.8
Exigível de Longo Prazo - ELP	100,932	9.0	99,977	7.9	86,948	7.2
Patrimônio Líquido - PL	404,361	36.3	443,700	35.1	469,238	38.9
Passivo Total - PT	1,112,761	*	1,262,280	*	1,203,818	*
Receita Bruta	3,064,295	*	3,915,115	*	4,113,241	*
Rentabilidade (Lucro/PL)	7.69%	*	7.34%	*	10.30%	*
Endividamento (Exigíveis/PT)	63.6%	*	64.8%	*	61.0%	*
Relação PL/(ELP+PL)	0.80	*	0.81	*	0.84	*
Liquidez Corrente (AC/PC)	1.23	*	1.21	*	1.20	*

Fonte: Saskatchewan Wheat Poll, 1996.

Verifica-se, nestas figuras e na tabela, a mudança de comportamento dos índices financeiros escolhidos a partir de 1994, quando há praticamente uma estabilidade da liquidez corrente, crescimento das receitas e dos investimentos em ativos fixos, aliados a um decréscimo dos débitos de longo prazo da cooperativa.

O custo do capital de terceiros para a cooperativa foi de 4.65% a 6.60% de juros ao ano em 1997, menores que o nível de 6.25% a 7.34% ao ano em 1996. O custo do capital próprio pode ser mensurado de acordo com o retorno das ações, há o pagamento de aproximadamente de 3% de dividendos ao ano. O lucro das ações foi de 15,2% ao ano em 1997 e 18,3% em 1996 para os investidores³³. Estes números significam que o custo médio ponderado do capital³⁴ para a cooperativa é algo aproximadamente em torno de 5% ao ano.

Estes parâmetros escolhidos serão importantes para as análises da estratégia da empresa, onde observa-se que o custo do capital neste caso é menor que a rentabilidade da empresa - diferentemente da Batavo.

Há também uma redução de juros nos anos em que ocorre a abertura de capital, passando da média de 6.8% em 1996 para 5.6% em 1997. Segundo entrevistas realizadas este grau de queda nas taxas de juros é atribuído diretamente, e sem dúvidas, ao processo de abertura de capital. Portanto em decorrência também da mudança na forma de governança financeira da empresa.

³³ Este lucro é definido como os dividendos pagos às ações de classe B mais a diferença entre o valor da ação na abertura e no fechamento do mercado pelo valor da abertura. Representando o ganho total para o investidor no período considerado (ano fiscal).

³⁴ O cálculo é efetuado com as médias das taxas de juros declaradas pela cooperativa e com a proporção entre os exigíveis, de curto e longo prazo, e o capital próprio representado pelas ações de Classe B - as ações de Classe A são apenas 0,2% do total de capitalização.

5.3.3 Estratégias

O crescimento da população mundial e da demanda por produtos agrícolas, a expansão dos mercados mundiais de commodities e a globalização da economia aliada à formação de blocos econômicos implicam, segundo Bryck (1997, p.1) - assessor da presidência da SWP -, uma situação de constantes mudanças com enormes reflexos econômicos e éticos para as empresas de produção de alimentos.

No Canadá há a transformação de antigas políticas protecionistas para a agricultura em um ambiente progressivamente mais desregulamentado e comercialmente livre.

Estas mudanças também atingem os setores de produção no país. Segundo Bryck (1997, p.2), rapidamente emergem novas tecnologias que reduzem custos e que incluem, em seu bojo, transformações no direito de propriedade, agricultura de precisão, avançados sistemas de produção, bem como uma rápida mudança devida ao uso das "highways" de informação, por meio da Internet.

A vice-presidência de Planejamento de Desenvolvimento de Negócios da cooperativa entende que, devido aos elevados custos de transporte de grãos das pradarias do Canadá até os portos de exportações, as commodities agrícolas têm menor rentabilidade, comprometendo estrategicamente os negócios da SWP. Assim, há uma decisão de crescimento vertical para agregar valor à commodity agrícola. Este crescimento dá-se não por meio da integração vertical na própria cooperativa, mas do controle estratégico de outras empresas independentes que possam, de maneira rápida e eficaz, agregar valor às commodities no próprio país.

Deste modo, há o entendimento estratégico de que a cooperativa deve ter capacidade de investimento para proporcionar, no devido momento, o necessário controle de outras empresas que sejam estratégicas para os interesses dos cooperados.

Assim, também estrategicamente, a SWP levantou a questão de como continuar competitiva e crescer face a essas mudanças de ambiente econômico e institucional, e continuar a agregar valor ao produto.

O assessor da presidência da SWP, Murray Bryck, coloca o questionamento da época na cooperativa: “Para manter a competitividade, no futuro, serão requeridos significativos montantes de capital” e descreve: “A SWP tinha esgotado suas fontes de recursos e a utilização de instrumentos de “debt”. Estas fontes foram inclusive consideradas inaceitáveis em termos de risco” (Bryck, 1997, p.2).

Em novembro de 1991, durante a reunião anual de delegados, foram discutidas alternativas financeiras para a SWP. Em 1992, foram finalmente estabelecidos os critérios de novo arranjo financeiro, que deveria: a) prover a cooperativa de capital sem requerer capitalizações por parte dos associados; b) estabelecer uma estrutura de capital sem que houvesse peso excessivo de “debt”; c) continuar como uma organização cooperativa de associação voluntária.

Durante 1993, as discussões tiveram continuidade, evoluindo para estudos a respeito das alternativas existentes. Em 1994, os delegados da SWP votaram a favor de uma reestruturação do capital da cooperativa, por meio da emissão de ações.

O aspecto fundamental era o plano consistir na emissão de dois tipos de ações, as Classe A, com direito a voto, destinadas somente para os membros da cooperativa, e as Classe B, sem direito a voto no

processo de tomada de decisão da cooperativa, destinadas à captação de recursos financeiros no mercado de capitais.

Este processo teve um sucesso inicial devido, principalmente, a fatores como: a) os associados foram consultados opinando sobre o processo; b) este processo teve anuência no poder legislativo do governo provincial; c) a performance financeira e de negócios da SWP era muito satisfatória na época; d) as condições de mercado para o lançamento de ações também eram muito favoráveis.

Em 1995, o plano foi aprovado pelo legislativo. No mesmo ano, era anunciado que as ações Classe B seriam estabelecidas em \$ 12 Cdn e as Classe A, em \$ 25 Cdn. Em 1996, foi iniciada a venda de ações. O sucesso foi grande e 305 milhões de dólares canadenses em ações foram adquiridos dentro da cooperativa por 51.000 sócios, que compraram grande parte das Classe B. Os empregados da cooperativa detiveram 4% das ações.

Em 1996, foram lançados 12,8 milhões de ações Classe B na Toronto Stock Exchange - TSE, no valor de 153 milhões de dólares canadenses. Nesse processo, 78% ficaram em poder dos associados da própria cooperativa. Após três meses, as ações já estavam valendo \$13,125 Cdn na TSE, ou seja, 9,37% a mais do que o preço de seu lançamento.

As ações Classe A, com direito a voto no processo de tomada de decisão, foram destinadas em números iguais somente para os associados da cooperativa. Isto permitiu que o princípio de a cada homem um único voto permanecesse inalterado e, portanto, que os princípios fundamentais do cooperativismo fossem resguardados.

Assim, a quota-parte de cada membro ativo foi convertida em uma ação Classe A no valor de \$ 25 Cdn, e o restante, em ações Classe B. O direito e a distribuição dos direitos de decisão foram resguardados.

Este processo permitiu que a SWP anunciasse, em 1997, um ambicioso projeto de investimento de \$ 235,000,000 Cdn, que envolve um moderno terminal de grãos, novos centros de serviços e, ao mesmo tempo, projetos em “joint venture”, envolvendo a operação de grãos nos EUA, México e na Polônia. Em 1998, a SWP lançou mais 5 milhões de ações a um preço de \$ 20,64 Cdn cada. Em meados de 1997, foram pagos \$ 0,40 Cdn de dividendos por ação Classe B. As ações Classe A não têm direito a dividendos.

O “AgShare Program” possibilita que, proporcionalmente ao movimento de operações com a cooperativa, o associado receba créditos que poderão ser convertidos em ações Classe B, como incentivo a operação, volume, qualidade e fidelidade. Essas ações são adquiridas no mercado, provocando um movimento de alta sempre que há grande fidelidade por parte dos associados.

O programa ainda permite a conversão de bônus da “AgShare” em vantagens para o produtor rural na empresa de telecomunicações Sasktel ou, ainda, em milhas para viajar pela Air Canada. O bônus recebido no programa é proporcional às operações de cada membro com sua cooperativa, como a relação de terra plantada com a compra de insumos na cooperativa, tamanho de propriedade etc..

A cooperativa passou, então, a contar com uma arquitetura organizacional diferente, esquematizada na Figura 36.

Figura 36. Esquema da abertura de capital da Saskatchewan Wheat Pool. Fonte: Dados de pesquisa.

Desta forma, é possível perceber, de modo gráfico, a arquitetura do negócio. A SWP lança ações Classe B no mercado, por meio da Toronto Stock Exchange; se há confiança na empresa, as ações são negociadas com sucesso e capitalizam a cooperativa.

Conforme os resultados das transações de negócios entre a SWP e os mercados obtêm sucesso, a empresa pode distribuir dividendos tanto a associados quanto aos investidores, valorizando mais as ações no mercado, inclusive criando condições para novas emissões e, portanto, mais investimentos.

Esta situação é um incentivo ao associado para que este preserve sua empresa e se interesse pelo bom desempenho da mesma.

Neste esquema, pode-se perceber também as vantagens da abertura de capital da SWP quanto ao monitoramento da empresa. Enquanto o direito de decisão e voto é do produtor associado ativo, o mercado age como monitor dessas atividades.

Não havendo eficiência na empresa, por problemas de gestão, qualidade ou outros motivos, há desconfiança do mercado e os preços das ações são reduzidos, e o próprio produtor associado perde capital por ser detentor de ações Classe B. Na situação inversa, o mercado ganha e o produtor associado também, de forma que esta situação é um incentivo a suas atividades, desde a produção até a direção da empresa.

Por outro lado, é nítido que o risco do negócio é diluído por um grande número de investidores e que o custo do capital para a cooperativa pode ser mais barato do que em uma situação de exclusivo "debt", como foi considerado pela própria cooperativa durante os debates preliminares. Hoje, há quatro fontes básicas de capitalização para a cooperativa: seus resultados, a capitalização efetuada pelos associados, a emissão de ações e, por fim, os empréstimos bancários.

Segundo sua Divisão de Pesquisa e Política Econômica, houve, comparativamente, uma significativa redução nos custos de capital para a SWP, devido ao estabelecimento dessas fontes alternativas de financiamento.

Este esquema funciona com sucesso desde 1996. A cooperativa mantém-se em crescimento e resguarda sua competitividade frente a outras empresas transnacionais e poderosas.

Desta forma, podemos questionar:

- a) Por que a cooperativa chegou à conclusão de que sua estrutura de “debt” não era apropriada?
- b) Por que houve a conclusão de que esta estrutura se apresentava muito custosa?
- c) Quais os fatores que influenciaram esta estrutura de custo de capital?

5.3.4 Discussão

O processo de abertura de capital da SWP completou-se após cinco anos de lenta transformação em empreendimento aberto aos investidores, o que exigiu todo um cuidado com a transparência dos critérios e na condução de um amplo esforço educacional de seu cooperado.

Na ótica da SWP e de seu “Board of Directors”, o processo de abertura de capital foi muito bom para a eficiência empresarial da cooperativa. Entre as vantagens desta estratégia financeira está o fato de que a empresa continua sendo organizada de acordo com os princípios

doutrinários do cooperativismo, ou seja, o princípio democrático de a cada homem um único voto. Deste modo, a direção e as estratégias da empresa são formuladas apenas por produtores associados, evitando interferências externas de não-membros.

O segundo ponto levantado pelo “Board” é que a SWP ganhou uma base excelente de financiamento de seus investimentos, apresentando-se como alternativa às estruturas de “debt” e de capitalização efetuada pelos seus associados. Hoje, a cooperativa possui uma ampla gama de possibilidades para capitalizar-se.

Esse sistema também permite que o associado adquira ações Classe B e tenha, portanto, um relacionamento diferente com sua empresa, isto é, como um investidor. Para os investidores privados não-membros, é possível investir em um dos maiores negócios do agribusiness canadense, obtendo retornos com seus resultados.

O sucesso desta empreita esteve associado à eficiente condução do processo de discussão interna na cooperativa, e também ao reconhecimento do mercado quanto à excelência dos negócios e da direção da SWP.

Estrategicamente, foi colocado aos investidores um “outlook” que mostra o crescimento da demanda mundial de grãos, em decorrência do aumento tanto da população quanto da renda em nível global; a “expertise” do produtor canadense de grãos, que detém hoje tecnologia e capital humano suficiente para fazer frente a este ambiente de mercado; e a localização privilegiada do oeste do Canadá frente a alguns dos grandes mercados emergentes para os grãos, como sudeste asiático e China.

Também foi mostrada aos investidores a estratégia de concentração da SWP nos negócios com grãos, que são seu “core”, em paralelo a uma bem montada malha de alianças estratégicas para a

comercialização e a agregação de valor a seus produtos, possibilitando a expansão das atividades da SWP por todo o sistema agroindustrial, verticalizando suas atividades por meio de empresas não-cooperativas autônomas e flexíveis.

Houve, portanto, garantia de sucesso interno, para seus associados, e externo, devido ao reconhecimento do investidor e do mercado quanto à excelência de negócios.

Há alguns pontos neste estudo de caso que devem ser novamente discutidos sob a ótica teórica. Em 1991 e 1992, a SWP apresentava um índice de liquidez corrente em queda, refletindo o aumento de seu passivo de curto prazo e/ou a diminuição de seus ativos circulantes, como se pode notar na Figura 35.

Esta situação estava expressa também quando se observa a evolução ascendente de seu passivo de longo prazo, acompanhada de certa estagnação em seus resultados (Figura 34). Esta movimentação do desempenho financeiro da cooperativa, aliada à observação do crescimento do custo do capital para a empresa, alertou seus dirigentes sobre a possibilidade de a situação ficar insustentável no futuro.

Bryck (1997, p.2-3) descreve bem esta passagem quando enfatiza que a cooperativa percebeu que seu crescimento baseado em uma estrutura de “debt” seria insustentável pela ascensão dos custos desta. Esta constatação foi o que levou a direção a optar, em 1992, por um processo de discussão de alternativas de capitalização da empresa.

A questão é a mesma, ou seja, por que a estrutura de financiamento baseada em créditos financeiros de longo prazo se torna muito custosa à medida que o empreendimento cresce e se especializa? No caso da SWP, tem-se claro que este fato existiu e foi detectado pela direção a tempo de formular novas alternativas.

Novamente, é possível argüir aqui que o crescimento da especificidade de ativos pode estar induzindo a um aumento dos custos da governança financeira e influenciando diretamente o desempenho da cooperativa.

Este aumento de intensidade é um reflexo da história de negócios da SWP, que mostra o estabelecimento de várias alianças estratégicas e o incremento na especialização em seu centro de “expertise” - seus negócios com os grãos -.

Deve-se notar duas particularidades importantes. A primeira é que, quando os índices financeiros começaram a mostrar desempenho não-satisfatório para a cooperativa, imediatamente iniciou-se um processo de discussão e busca de alternativas. A segunda, que, enquanto este processo se consolidava na direção da abertura do capital da cooperativa, os índices financeiros já mostravam desempenho diferente.

Este, notado nas figuras 34 e 35, é o que também possibilita a credibilidade do mercado financeiro e dos investidores na seriedade do processo e na solidez dos negócios da SWP. Em outras palavras, vem-se abrindo para o mercado uma empresa em boas condições financeiras. Nesse período, notam-se uma diminuição da aceleração da queda da liquidez corrente e a diminuição dos passivos de longo prazo, em paralelo ao crescimento dos resultados e investimentos na SWP.

O que também mostra este estudo de caso é que este esquema de arquitetura organizacional proporciona, para a cooperativa, um monitoramento exercido por parte dos investidores.

Assim, se os negócios ou a gestão não evoluem de acordo com o esperado, o valor da empresa decresce e o próprio mercado vai alertá-la e exigir mudanças em seu direcionamento.

Assim, tem-se uma autogestão monitorada pelo mercado e não apenas pelos cooperados associados.

Segundo Bialoskorski Neto (1994), o cooperado tem uma ação de oportunismo contratual pelo fato de ser agente e principal da mesma relação contratual e, freqüentemente, objetivar seu próprio bem-estar em detrimento da eficiência da cooperativa. O esquema de monitoramento pelo mercado não favorece atitudes deste tipo, que, se percebidas, refletem-se rapidamente nas cotações das ações influenciando todo o sistema.

Na relação de “Agency” entre o associado e a cooperativa, percebe-se que o fato de haver ações Classe B que geram dividendos aos cooperados se os negócios tiverem sucesso, bem como o descrito “AgShare Program”, no qual o associado recebe créditos convertidos em ações na proporção de suas atividades com a cooperativa, prima por uma estrutura de incentivo ao associado.

Este incentivo, possivelmente, reduz os oportunismos e os custos de “Agency”, elevando a eficiência da empresa pelo incremento às quantidade e qualidade produzidas pelos seus associados e a preferência de operação com a SWP.

Teoricamente, isto é claro quando analisamos, na seção 2.1, a Figura 5 e, na seção 2.2, a Figura 8. Assim, há ganhos de eficiência na proporção dos incentivos dados aos associados pela distribuição de dividendos, e o valor da firma é maior para o mercado quanto menor forem os benefícios não-pecuniários e serviços não-ligados a produção que tanto associados como “Board” têm em sua empresa.

Portanto, esta arquitetura organizacional permite, sob a ótica teórica da ECT, um custo de governança financeira menor e, por outro lado, sob o ponto de vista teórico da “Agency”, uma melhora de eficiência

devida ao aparecimento de novas estruturas de monitoramento das relações, por meio do mercado, e de incentivo pela cooperativa - principal - às atitudes dos associados - agentes - (Figura 37).

Figura 37. Relações de “Agency” na SWP onde x , y , z identificam as relações e os custos de “Agency”

Ainda aqui, é importante discutir teoricamente que a relação de “Agency” pode ser analisada por várias vias. Dos investidores como principais para com o “Board”, agente que deve operar de acordo com os interesses de lucros dos investidores. Da cooperativa como principal para com os associados, agentes que devem ser incentivados a produzir em

quantidade e qualidade necessárias aos interesses de negócios da empresa cooperativa.

E, em determinados momentos de tomada de decisão estratégicas, quando os cooperados são agora os principais e o “Board” é o agente que deve ser incentivado e monitorado a cuidar dos interesses dos associados da cooperativa (Figura 37).

Em todas estas relações, existem custos de agenciamento, como incentivos e monitoramento. É interessante notar que a arquitetura organizacional com a abertura de capital consegue proporcioná-los de forma aparentemente eficiente.

Este caso permite discutir os estratégias da cooperativa esclarecendo os possíveis componentes teóricos, principalmente aqueles associados às relações de agenciamento, monitoramento e incentivo.

Ainda dois últimos aspectos referem-se, na discussão deste caso, ao fato de o sucesso deste esquema de abertura de capital estar relacionado à não-modificação da distribuição de direitos de propriedade na cooperativa, bem como à substantiva modificação nos direitos ao resíduo das operações na distribuição de dividendos.

Há portanto nítidos ganhos de redução de custos de agenciamento, melhoria no monitoramento das relações contratuais que ocorre sinalizado via preços e mercado, e maiores incentivos aos agentes - tanto o “Board” como inclusive os produtores rurais, o que é muito importante para incrementar a eficiência de todo sistema.

Ainda é observável que há uma diminuição de custos de transação na nova forma de governança financeira estabelecida, que é relevado em todas as entrevistas efetuadas na cooperativa - desde o Departamento de Relações com os Cooperados até os Departamentos especializados de Economia e Estratégias de Negócios.

6 DISCUSSÃO: A EXPERIÊNCIA CANADENSE

Pretende-se, aqui, discutir os itens abordados anteriormente de forma a possibilitar algumas conclusões no próximo capítulo. Para tanto, deve-se acompanhar a estrutura original, visando ao resgate de cada um dos detalhes importantes, sob a ótica da experiência canadense, para a construção futura tanto das conclusões como das recomendações no final desta tese.

Esta discussão, como preparo para as conclusões, só é possível dado que há uma comparação intrínseca entre cooperativas que funcionam em condições institucionais diferentes, ou seja, as condições no Brasil e no Canadá.

Assim, os estudos de caso serviram não só para mostrar e aprofundar a questão da estrutura de capital, mas também proporcionaram uma visão de diferentes ambientes institucionais em que a empresa cooperativa está inserida e que condicionam sua eficiência.

O estudo da Saskatchewan Wheat Pool mostrou claramente que as estratégias usadas só foram possíveis devido às instituições nas quais a cooperativa está inserida no Canadá.

É importante relevar, inicialmente, a inexatidão inerente a estudos exploratórios baseados em um novo arcabouço teórico, como é o caso deste trabalho. No entanto, pode-se aferir claramente que novas peças foram colocadas visando ao entendimento da estrutura de capital das firmas com o uso e a aplicação econômica de teorias com premissas diferentes das usuais, como a Economia dos Custos de Transação e a “Agency Theory”.

A comparação entre empresas com arquiteturas organizacionais diversas, como as cooperativas e as empresas não-cooperativas, possibilitou a identificação, por “proxies”, da importância dos custos de governança financeira como um dos elementos importantes para a determinação da estrutura ótima de capital para as firmas.

O modelo econométrico mostrou, estatisticamente, que a teoria exposta pode explicar a estrutura de capital, e os estudos de caso mostraram que, em duas oportunidades, sob os mesmos pressupostos teóricos, o esperado aconteceu.

Deve-se lembrar que o pressuposto inicial é que as empresas cooperativas tendem a crescer com o capital de terceiros, e não com o próprio, dada a limitação de disponibilidade do fator de produção capital para a capitalização da cooperativa por seus associados.

Há exemplos, no entanto, em que a empresa cooperativa mantém um crescimento sustentado com o capital gerado pelos seus negócios, mas esta é uma situação diferente daquela estudada nos Estudos de Caso, mas prevista nos modelos.

A concorrência nos mercados e a necessidade de ajustar margens e preços, e, por outro lado, a própria questão da remuneração e prestação de serviços ao cooperado impedem de imediato que a estratégia de crescimento sustentado seja adotada de maneira generalizada.

A empresa cooperativa, pelo princípio doutrinário de não objetivar o lucro como resultado, mas a prestação de serviços aos associados, tem um ponto ótimo econômico diferente. Como foi visto, devido ao processo de maximização de resultados, a empresa cooperativa pode ser levada a proporcionar um bem-estar imediato ao associado ao invés de priorizar os investimentos de longo prazo para seu próprio crescimento.

Dadas estas premissas iniciais, adotadas ao longo deste trabalho, pretende-se discutir alguns tópicos sobre o crescimento e a estrutura de capital dessas empresas em três momentos diferentes, ou seja:

- a) as pressões que levam à decisão da abertura de capital,
- b) a forma que as empresas cooperativas encontram para beneficiar-se de uma nova estrutura de governança financeira; e
- c) as tendências futuras verificadas no nível das empresas cooperativas e suas perspectivas dado o ambiente institucional no Brasil.

6.1 A eficácia do método e da teoria

Quanto ao aparato teórico utilizado na pesquisa, e sua aparente eficácia, é importante discutir que houve a tentativa de aplicação econômica de uma nova teoria para explicar aspectos financeiros das empresas. Poder-se-ia centrar nas análises financeiras usuais, nas quais são relevados os aspectos de alavancagem, risco e rentabilidade dos

ativos ou capital próprio, mas, neste caminho, provavelmente não se colocariam novas questões na pauta de discussão.

É oportuno recolocar que os custos de governança financeira são conceitualmente diferentes dos custos financeiros e riscos, como o de negócios, definido pela variabilidade dos resultados, ou os financeiros, caracterizados pela diferença entre a variabilidade dos resultados brutos e os lucros líquidos finais, ou ainda, do custo do capital, definido pelas taxas de juros.

O custo de governança financeira, como apresentado ao longo do texto, é composto de custos de transação advindos da identificação *ex ante* das fontes de recursos, da captura dos recursos de capital necessários, da retenção dessa fonte e, finalmente, da continuidade da operação, ou seja, da liquidação das obrigações.

Freqüentemente, os trabalhos de pesquisa nesta área específica relevam apenas os custos de retenção de capital e de manutenção da continuidade da fonte de recursos; outros custos de transação não são considerados.

Há uma dificuldade inerente a esta linha de pesquisa: apropriar-se desses custos e configurar a governança financeira de uma organização. É nestes termos que se procurou escapar das análises usuais, tentando apropriar-se de uma função que pudesse mostrar, de modo agregado, algumas tendências gerais.

Observou-se, em pesquisas prévias e trabalhos publicados, que, quando a amostra utilizada é desmembrada em diferentes setores, tamanhos ou ainda por tipo de atividade, existe uma dispersão grande de dados que não permite a obtenção de resultados conclusivos.

Os resultados encontrados por Parliament e Lerman (1993) permitem dizer que, quando as cooperativas crescem, há uma diminuição

da proporção do capital próprio e dificuldades na relação com os agentes econômicos para tomar novos empréstimos. Ainda estes autores chegam a afirmar que, aparentemente, o tamanho das cooperativas - mensurado em quantidade de vendas - é importante para esta análise, mas os dados estatísticos não apresentam significação conclusiva.

Esta discussão permeia também o trabalho de Moller, Featherstone e Barton (1996), que sugerem que, para as cooperativas pequenas, a principal fonte de "stress" financeiro são os relativamente mais baixos retornos aos ativos, e, para as cooperativas grandes - mensuradas de acordo com o tamanho do ativo total -, a principal fonte desse "stress" são a alavancagem e as relativamente mais altas taxas de juros embutidas nos empréstimos de capital. Mas, nesses trabalhos, não há uma comparação mais generalizada da eficiência econômica das organizações cooperativas e não-cooperativas.

O fato da escolha da agregação das organizações cooperativas, não obstante seu "core" de negócios, deu-se com o propósito de obter uma visão geral de uma possível tendência microeconômica. Assim, há não apenas um foco nos coeficientes da equação, mas um foco principal na função gerada e na inclinação relativa da curva, ou seja, na elasticidade.

O objetivo foi perceber o comportamento relativo da variação entre as variáveis escolhidas como "proxies". A conclusão relevante é quanto à grandeza relativa dos coeficientes obtidos pelo ajuste econométrico. Outra questão é que, nesta análise, é dada ênfase à especificidade de ativos por meio da "proxy" possível, neste caso, do ativo imobilizado, diferente de outros trabalhos.

Ainda outra questão a ser colocada é que se poderia ter preferência por uma série temporal e sua relativa variação. Este

procedimento, conforme mostrado ao longo da discussão, foi considerado, mas não implementado em virtude da dificuldade em obter uma série corrigida de valores que apresentasse confiabilidade para o trabalho, devida aos obstáculos inerentes aos procedimentos de apropriação de contas em demonstrativos financeiros em diferentes épocas sujeitas a um processo inflacionário.

Deste modo, preferiu-se uma série "cross-section" mais atualizada e de apropriação de dados sob um mesmo regime e em condições econômicas mais estáveis, ou seja, de inflação baixa. Este cuidado permitiu maior confiabilidade à série de dados básicos.

Como as duas séries de dados são provenientes da mesma fonte, do Centro de Estudo de Empresas da Faculdade Getúlio Vargas, no Rio de Janeiro, foi possível trabalhar com dados provenientes de balanços apropriados sob uma mesma metodologia, usados comumente para comparar desempenhos empresariais em pesquisas e edições especializadas da FGV-RJ.

Por outro lado, na discussão dos custos de "Agency", não foi possível formular um modelo, ou mesmo chegar a conclusões mais específicas, devido à dificuldade em apropriar-se desses custos com o objetivo de estudos estatísticos. Mas os estudos de casos mostraram, nitidamente, que esta categoria de custos é importante na organização cooperativa e deve ser relevada em primeiro plano quando se trata de analisar o desempenho dessas empresas e fundamentar a escolha de determinada estrutura de capital.

As "proxies" utilizadas mostram que há uma proporção idêntica, na estrutura de capital, que apresenta maior frequência de ocorrência em cooperativas e empresas não-cooperativas. Este fato faz com seja possível admitir que, neste setor da economia, existe determinada

proporção na estrutura de capital, idêntica para as duas classes de empresas, em que há provável maior eficiência de custos de capital de acordo com proporções de "equity" e "debt" .

Alguns autores consideram que estas proporções acontecem da mesma forma dentro de setores da economia, e de forma diferente entre setores, como discutido ao longo do texto. Na seção 4.2, ficou clara que a proporção entre exigíveis e capital próprio quando usada não revela diferença entre os dois grupos de empresas. A ocorrência de maior frequência de E_c ³⁵ foi de 0,8 para os dois grupos.

Esta consideração pode ser entendida como uma limitação para utilizar as proporções como "proxies" ou variáveis explicativas da estrutura de capital. Os modelos utilizados neste trabalho, quando estimados com proporções das variáveis, não ofereceram resultados convincentes e foram relegados a segundo plano.

Quando são gerados gráficos de dispersão para as cooperativas e firmas não-cooperativas, em função de proporções, pode-se verificar que as cooperativas são empresas, em seu todo, menores que as não-cooperativas e mantêm uma dispersão semelhante das proporções consideradas.

É claro, para esta discussão, que a utilização de novas teorias e de diferentes métodos para explorar a estrutura de capital das empresas agroindustriais foi benéfico e trouxe novas contribuições para o debate do assunto.

Cabe ressaltar a importância da "Agency Theory" para explicar as vantagens do processo de abertura de capital sob o aspecto de monitoramento e controle das empresas, explicando outra face de vantagens deste processo.

³⁵ Ver definição na seção 2.2 e 4.2.

Estas condições são claras no estudo de caso da Saskatchewan Wheat Pool, na qual há vantagens de incentivos aos cooperados para que estes tenham atitudes não-oportunísticas e incrementem não só sua eficiência, mas também a fidelidade e a estabilidade contratual para com a cooperativa.

Por outro lado, o quadro dirigente é monitorado em suas atitudes de negócios pelo mercado financeiro, que está atento para, por meio do mecanismo neoclássico de preços, advertir a organização cooperativa quanto a qualquer deslize nas decisões de negócios. Assim, as relações de "Agency" são expostas a uma maior intensidade de controle e incentivo, fazendo com que todo o sistema ganhe em eficiência empresarial.

Desta forma, nota-se, nas declarações de cooperados da Wheat Pool, que a cooperativa representa hoje mais os interesses do mercado do que os dos associados. Na visão dos jovens associados, esta situação sempre existiu. Na visão dos dirigentes, há a responsabilidade de colocar o cooperado em níveis de eficiência e competitividade, provendo incentivos e condições para que os seus associados possam acessar e se beneficiar de mercados globais com um nível maior de agregação de valor para sua commodity.

Fato é que a "Agency Theory" consegue explicar teoricamente estas relações e as vantagens do processo de abertura de capital, sendo inclusive complementar a ótica da Economia dos Custos de Transação.

Como conclusão desta discussão, pode-se verificar que, sem estas visões, da Economia dos Custos de Transação e da "Agency Theory", dificilmente a estrutura de capital e a estratégia de abertura de capital dessas organizações seriam tão claramente entendidas.

Esta discussão também permite formular que há necessidade de um novo parâmetro de organização para as cooperativas, bem como de novas bases institucionais para o desenvolvimento dessas organizações no Brasil.

6.2 A estrutura de capital

O que parece ser nítido é que é necessária, em determinado momento da empresa cooperativa, uma nova estrutura de capital, baseada em alicerces diferentes, inclusive quanto à remuneração do capital.

Deste modo, é possível argumentar que existe um limite no qual a transformação na estrutura de capital seja necessária, mas também é nítido que este limite é de difícil percepção pelas empresas, principalmente devido às inúmeras variáveis envolvidas nos determinantes da eficiência econômica de uma organização como as cooperativas.

Não obstante as teorias apresentadas, muitos fatores importantes como mercado, marca, posicionamento, ganhos de escala ou tamanho, concorrentes, entre vários outros, podem fazer com que empresas que não sejam eficientes sob o ponto de vista de sua estrutura de capital e de sua arquitetura organizacional tenham algum sucesso de mercado.

Este fato pode inclusive encobrir ineficiências alocacionais, advindas da estrutura de capital ou da arquitetura da organização, que sejam compensadas por ganhos extras em outras variáveis, como tamanho e escala. Como exemplo, a cooperativa cresce e ganha em economia de tamanho e escala mais do que perde em não-economia quanto à

governança financeira do empreendimento até determinado momento, quando os ganhos marginais são menores que as perdas marginais.

Mas os custos da forma de governança na arquitetura empresarial e da financeira, em particular para as cooperativas, podem fazer com que venham à tona estas questões, como foi visto nos estudos de caso.

Aparentemente, pelo modelo econométrico, há uma faixa na qual se estabelece um limite visível para um novo tratamento da questão do capital.

É conveniente lembrar, ainda, que nada impede que a empresa mantenha uma mesma forma de governança, incorrendo inclusive em maiores custos de transação que, neste caso, poderiam estar sendo compensados por outras economias internas ou externas à empresa.

O modelo econométrico foi investigado entre várias opções e escolhido por oferecer melhor determinação e mostrar, de modo mais conveniente, as relações entre as variáveis. Cabem, no entanto, duas importantes observações:

- a) o modelo não foi estabelecido com o objetivo previsional, dada a grande quantidade de variáveis ao estabelecer-se um limite confiável em nível de previsão;
- b) em todos os modelos testados na investigação, sempre houve a mesma relação entre as "proxies" e um limite perceptível na interseção das curvas e, por fim, a elasticidade do ativo fixo do exigível de longo prazo das cooperativas foi sempre maior que a mesma elasticidade das empresas não-cooperativas.

Desta forma, a inclinação das curvas, bem como a relação entre estas, apresentou-se sempre de modo semelhante, mostrando uma interseção das curvas, com magnitude também semelhante de relação entre as variáveis, da forma como mostra a teoria.

O limite perceptível da interseção das curvas para as cooperativas brasileiras, no modelo escolhido e apresentado neste trabalho, foi algo em torno de 127,5 milhões de reais de ativos fixos. Entenda-se este número como uma ampla faixa após a qual os custos da governança financeira seriam maiores para as cooperativas do que para as empresas não-cooperativas, no caso de crescimento baseado em capital de terceiros.

Se este limite é perceptível para as empresas, frente a outros custos e estratégias, estas buscam uma nova estrutura de capital somente quando os custos para estabelecê-la forem menores que o aumento dos custos de governança financeira nessas empresas.

Tem-se outro fator importante. Há um custo de transação na busca e no estabelecimento de uma nova estrutura financeira, e este também deve ser considerado.

Este custo, identificado e modelado durante o trabalho, não mereceu maior detalhamento, dado que o ambiente institucional no Brasil impede a abertura direta de capital das empresas cooperativas, adensado ao fato de que estes custos devem ser detalhados caso a caso, por exigirem diferentes projetos internos na empresa e diferentes processos de "underwriting" em situações também diferentes.

Esta categoria de custos, importante em situações práticas, deve ser obrigatoriamente considerada ao lado dos custos, inerentes ao Brasil, de uma nova estrutura de capital, como impostos e taxas. Assim

deve-se considerar a equação descrita na seção 3.2.3, onde para a mudança na estrutura de capital deve ocorrer:

$$Ca + Ccpp + Cctp < Vf - Ccpa + Ccta$$

O que também é nítido é que, quando a cooperativa é uma empresa pequena, cada uma das quotas-partes que constituem seu capital próprio inicial tem um custo de oportunidade muito menor do que se o montante de capital fosse aplicado por um único agente econômico. Portanto, tem custos menores, ou seja, estes custos são subdivididos em pequenas partes entre os componentes da cooperativa.

Se a empresa apresentasse um processo de crescimento em que esta característica se perpetuasse, provavelmente também os seus custos de governança financeira continuariam sendo menores.

Mas, exatamente pela restrição do capital e pelo incremento da especificidade de ativos, esta característica dificilmente é perpetuada, sendo necessário buscar meios para diluir os custos de governança financeira, que serão, em essência, uma nova repartição de custos e riscos em pequenas partes pela abertura de capital. O processo de abertura de capital em mercados financeiros e a busca de novos parceiros fazem parte dessa estratégia.

Outro aspecto a ser considerado como sinalizador de um limite para a adoção dessas novas estratégias são as relações de agenciamento entre um "board" como agente e os associados como principais dessa relação contratual. A questão dos custos de monitoramento nessas relações é o ponto fundamental de discussão. Como colocado anteriormente, há um custo marginal de transação quanto ao monitoramento, que serve de sinalizador nesta situação.

Por um lado, deve-se estabelecer a necessidade da profissionalização do quadro de direção da cooperativa e devem existir incentivos para que esses profissionais possam cumprir com os desejos dos associados, com as metas de eficiência econômica do planejamento estratégico da empresa e, ainda, com o objetivo do bem-estar dos cooperados.

A presença deste "board" profissionalizado acresce a confiabilidade da empresa no mercado financeiro e facilita um possível processo de abertura de capital.

Mas também, como foi discutido no texto, há a necessidade de monitorar relações e reduzir atitudes oportunistas que possam acrescer os custos pelos benefícios não-pecuniários do quadro dirigente. Há custos de agenciamento e monitoramento, na cooperativa e nas empresas de capital aberto, que devem ser minimizados frente aos benefícios alcançados com profissionalização ou abertura de capital.

Com esta discussão, agrega-se outra importante categoria de custos ao considerar aqueles relacionados ao estabelecimento de estratégias de abertura de capital.

Portanto, a equação a ser considerada é aquela em que há:

- a) crescimento mais que proporcional dos custos de governança financeira, sendo que estes devem ser minimizados; e
- b) necessidade de profissionalização do "board" - nesta situação, encontram-se custos de "Agency", como o de monitoramento, que também devem ser minimizados -.

A decisão de mudança na estrutura do capital, diretamente ou por meio do estabelecimento de alianças estratégicas, é resultado de dois

processos de percepção de custos: governança financeira e "Agency". Nos dois estudos de caso analisados, esta situação ficou muito clara.

Na Batavo, foi colocado pelo seu presidente que o custo do capital de terceiros, aliado ao custo do processo participativo de tomada de decisão, levou a cooperativa a estabelecer uma aliança estratégica, em seus planos de longo prazo, para possibilitar uma nova estrutura de capital e uma possível futura abertura de capital em mercados financeiros.

Na Wheat Pool, cooperativa consideravelmente maior que a Batavo, este processo também foi perceptível e, nas palavras escritas do assessor da presidência, houve um limite devido ao qual não seria possível dar continuidade ao crescimento e proporcionar a competitividade se não houvesse injeção de recursos financeiros a custos mais favoráveis para a cooperativa, como aconteceu em seu processo de abertura de capital.

Neste processo, foram minimizados os custos de transação por meio de uma nova forma de governança financeira, mas também houve minimização dos custos de "Agency".

Na Batavo, é textual que há maior agilidade no processo de tomada de decisão na nova estrutura, formada por um conselho de seis membros e uma diretoria executiva profissionalizada, e um menor nível de oportunismos, dado que o objetivo principal é o lucro da empresa como um todo.

Na SWP, a abertura, como analisado durante este trabalho, permite que o mercado monitore a performance da empresa, e o fato de o cooperado deter ações Classe B e se beneficiar de um programa como o "AgShare" faz com que haja interesse imediato do associado no sucesso de sua empresa, bem como a percepção da valorização de seu capital toda vez que os negócios são bem-sucedidos.

6.3 As formas de mudança - no Brasil e no Canadá

Visto que há uma região-limite na qual existe maior pressão dos custos de transação, estes fazem com que seja necessária, em alguns casos, a abertura de capital por parte das cooperativas. É fundamental discutir as formas encontradas para que este processo de abertura de capital se realize dados os condicionantes institucionais colocados nos capítulos anteriores.

Quando se trata de discutir a firma, há uma diversidade muito grande de situações e de arquiteturas empresariais que tornam possíveis alguns objetivos estratégicos específicos. O mesmo acontece com relação ao processo de abertura de capital de empresas cooperativadas.

6.3.1 No Brasil

No Brasil, a legislação coloca a empresa cooperativa em uma situação especial. Esta é constituída como sociedade civil de fins econômicos e comerciais formada por quotas-parte integralizadas por seus associados. A lei cooperativista é clara ao instituir que, nestas sociedades, não há objetivo de lucro e, portanto, estas não estão sujeitas à tributação da renda, como o Imposto de Renda.

As quotas-parte são instrumentos financeiros não-alienáveis e inegociáveis em mercados, portanto, diferentes das ações de empresas de capital aberto. Por outro lado, a empresa cooperativa não pode lançar títulos de dívidas, como as debêntures, para alavancar recursos no mercado.

Desta forma, não há como abrir seu capital de modo direto em mercados financeiros ou mesmo proceder à emissão de títulos atualmente. Assim, os instrumentos utilizados por este tipo de empresa no Brasil são diferentes.

A cooperativa abre seu capital de modo indireto, estabelecendo alianças estratégicas com outras empresas não-cooperativas, ou ainda, estabelecendo novas empresas como em "joint ventures". Este é o caso da criação da Batavia pela Batavo, em associação com a Parmalat.

Esta empresa agora pode emitir títulos, como qualquer outra, ou mesmo passar por um processo futuro de abertura de capital lançando ações no mercado financeiro.

Fato é que este processo, apesar de resolver a equação de minimização de custos de governança financeira e de "Agency", não proporciona os melhores resultados quando comparados aos da própria abertura de capital.

6.3.2 No Canadá

Com o estudo de caso da SWP, pode-se perceber claramente que uma empresa cooperativa que tem participação em várias outras empresas e "joint ventures" é obrigada a abrir seu próprio capital por ainda perceber que os custos de governança financeira são altos e que há necessidade de investimentos em outras empresas.

O processo pelo qual passa o cooperativismo no Brasil, em particular a Batavo, parece ser uma etapa de um processo mais geral que, no futuro, deverá convergir na abertura direta do capital das cooperativas

pelas imensas vantagens que este processo traz para essas empresas, como o foi para a SWP.

O Canadá permite que haja diretamente a abertura do capital da cooperativa e, assim, os instrumentos de monitoramento da eficiência da empresa se tornam muito mais eficazes. O mercado tem condições de sinalizar perfeitamente, via preços, a aprovação ou não na condução dos negócios cooperativados.

O cooperado-associado, quando de posse de uma ação - como a Classe B, que possibilita venda futura e representa uma reserva de capital que passa por uma valorização sempre que este associado e sua empresa forem necessariamente eficientes - leva para dentro da cooperativa uma situação em que o oportunismo não é mais tolerado e os contratos são mais eficientes. As ações Classe B iniciais foram lançadas em 1996 a \$ 12 Cdn e, atualmente, têm cotação de \$ 21,65 Cdn na Toronto Stock Exchange, uma valorização de 80,41%.

No programa "AgShare", quando o associado transaciona com a cooperativa, ganha o direito de receber ações adquiridas no mercado e, assim, há um natural processo de liquidez e uma valorização proporcionada pela própria cooperativa quando o volume de entregas é alto e os negócios estão evoluindo.

Por outro lado, quanto maior a eficiência, mais valorizadas são as ações e mais facilmente a empresa encontra mercado para lançar novos papéis e se capitalizar quando necessário. Deve-se notar que todo este processo não interferiu na essência do negócio cooperativado, no qual, doutrinariamente, cada homem deve ter um único voto na assembléia geral, pois, a cada associado, cabe apenas a mesma proporção de ações ordinárias que possibilitam o direito ao voto. Estas não têm dividendos,

como as Classe B, mas garantem a participação em eventuais sobras da cooperativa.

O aspecto limitante desta forma é o fato de se considerar que o mercado não adquiriria ações preferenciais de uma organização em que não pudesse ter participação direta nas decisões estratégicas. Isto é, não tivesse o direito de decisão.

Isto é contornável, e o foi pela SWP, com três ações imprescindíveis: em primeiro lugar, a cooperativa deve estar em uma situação financeira adequada para passar por um processo desse tipo; em segundo, o planejamento estratégico da empresa deve ser público, conhecido e claro para o mercado, tendo como gestores profissionais de competência em suas áreas de atuação, ou seja, um "board" profissionalizado; a terceira e última ação é garantir rentabilidade mínima para o investidor, paga por meio de dividendos anuais.

Estes três fatos proporcionaram, no caso da SWP, a confiança necessária para que o mercado investisse em ações preferenciais da cooperativa. O fato é que, nestas duas formas específicas de abertura de capital, há um decréscimo nos custos de governança financeira, um decréscimo nos custos de agenciamento pelo crescimento na qualidade do monitoramento das ações da cooperativa, como se esperava teoricamente em todos os modelos estudados.

Também deve-se relevar o fato de que há uma modificação na arquitetura da empresa e na governança da organização. Nos modelos estudados, a cooperativa passa a limitar-se a transações com seus cooperados, enquanto as empresas tratam de seu posicionamento nos mercados. Esta situação, em outras palavras, nada mais é que a concentração do foco da cooperativa no ponto em que se dá sua maior especificidade de ativos, isto é, o cooperado associado como ativo

específico humano, que mais nitidamente passa a estar sob um regime hierárquico de governança, o que é totalmente razoável teoricamente.

A cooperativa é uma organização em que há intensa especificidade de ativos humanos, tanto que estes tendem a uma governança hierárquica, internalizada, e devem ser valorados em caso de um processo de abertura de capital, o que não aconteceu no caso da SWP, sendo consideradas apenas as expectativas de retornos futuros, imobilizados e os ativos intangíveis como as marcas de mercado.

Assim, mais uma vez, este processo proporciona um ajustamento adequado na arquitetura e na adequação de governança para as cooperativas, concentrando estas organizações em seu "core" organizacional que são as relações com os cooperados associados.

6.4 Tendências e ambiente institucional comparado: Brasil - Canadá.

É oportuno inserir, nestas discussões teóricas, algo sobre tendências e estratégias com o objetivo de proporcionar, de forma aplicada, algum possível horizonte futuro, bem como as necessárias modificações institucionais para que as organizações cooperativas possam desenvolver-se de forma mais eficiente.

Esta comparação é elaborada tendo como referencial a comparação de dois ambientes institucionais diferentes. Aquele que existe hoje no Brasil e o encontrado no Canadá - este permitiu a diferente estratégia por parte da SWP e permite também a formação e a existência da chamada Nova Geração de Cooperativas - NGC, definida a seguir -.

A tendência a ser verificada e registrada nestas discussões finais são as novas formas de relação contratual, entre cooperado e

cooperativa, que se desenvolvem visando a corrigir algumas distorções organizacionais advindas da arquitetura doutrinária da empresa cooperativa.

Fulton (1995) alerta que os direitos de propriedade, definidos como o direito e o poder de obter renda, consumir ou alienar determinado ativo, são essenciais para compreender a empresa cooperativa. Há, segundo o autor, uma separação incompleta entre a propriedade e o controle na organização, e uma indefinida situação sobre a apropriação de resultados da empresa, ou direito de apropriar-se dos resíduos. Ainda, os direitos sobre os ativos de uma empresa cooperativa são difusos, uma vez que não permitem sua alienação por parte do associado.

O futuro da organização cooperativa depende de um novo arranjo institucional no "inside" para permitir, respectivamente, uma diferente relação nos direitos de propriedade, maiores incentivos à eficiência, monitoramento das ações dos agentes e principais da relação contratual, relações contratuais mais estáveis e, finalmente, menores custos de coordenação, de transação e de governança financeira da empresa.

Esta nova abordagem converge, para as grandes cooperativas tradicionais com grande especificidade de ativos, para uma situação em que somente o incentivo e o monitoramento estabelecido pelo mercado - por meio do sistema de preços - são eficientes para sinalizar e colocar a empresa em caminhos sólidos. Isto acontece como consequência da abertura de capital da cooperativa, como discutido intensamente nos itens anteriores.

Portanto, para essas cooperativas, este caminho deve ser trilhado tendo como base a fundamentação doutrinária da cooperação. Trata-se de colocar alternativas para evitar a pura e simples transformação

das cooperativas em empresas não-cooperativas e, assim, preanunciar o fim do cooperativismo como alternativa de organização econômica.

Deve-se alertar que o aqui considerado é quanto à especificidade de ativos, e não outra característica qualquer, como volume de vendas ou tamanho da empresa mensurado de outras formas, que acaba sendo uma consideração não apropriada em outros trabalhos sobre a estrutura de capital.

Por outro lado, para outra classe de organizações cooperativas, as pequenas empresas com menor especificidade de ativos, uma nova organização interna pode sugerir maior eficiência econômica.

Estas organizações já encontram vantagens quanto aos menores custos de transação de sua governança financeira, mas, pelo exposto, não se beneficiam dessas vantagens, dado o incremento de custos de "Agency" advindos da falta de incentivos e monitoramento em suas relações contratuais, possibilitando atitudes de oportunismo contratual de seus associados, como discutido de forma extenuante em Bialoskorski Neto (1994).

Harris, Stefanson e Fulton (1996) abordam a questão da Nova Geração de Cooperativas - NGC verificada hoje no norte dos Estados Unidos e no oeste do Canadá. Estas novas organizações cooperativas constituem-se como cooperativas doutrinariamente - cada homem com apenas um voto e apropriação dos resultados proporcional às atividades - mas apresentam algumas características diferentes que incrementam sua eficiência econômica.

Nelas, a formação dá-se por meio de um projeto específico, com escala apropriada, no qual cada um dos associados investe obrigatoriamente, sendo proprietário de uma ação que poderá ser transacionada no futuro. Há, portanto, um valor e um direito claro de

propriedade. Os cooperados desse empreendimento cooperativo têm relações contratuais que os obrigam a transacionar determinada commodity em determinada quantidade e em determinado padrão de qualidade.

Hackman e Cook (1997) lista as características deste novo tipo de organização cooperativa como:

- a) a existência de ações (quotas-parte) transferíveis no mercado;
- b) ações (quotas-parte) que sejam valorizadas durante o tempo, com padrões de mercado;
- c) membros definidos e acertados quanto ao número e à produção a ser processada;
- d) contrato de entrega de produção com padrões de qualidade e quantidade definidos;
- e) investimentos mínimos requeridos por parte de todos os associados.

Estas características fazem com que as organizações enquadradas na NGC tenham uma relação clara quanto aos direitos de propriedade do resíduo da operação da empresa cooperativa, levando, assim, a menos oportunismo e maiores incentivos para que os associados alcancem a eficiência econômica e, ainda, maiores condições de monitoramento da organização.

No Brasil, o ambiente institucional - as regras do jogo - devem mudar substancialmente para permitir uma maior eficiência das cooperativas, classificadas aqui como grandes ou pequenas.

A primeira modificação é quanto à legislação, ou seja, a antiga Lei 5764, que rege o cooperativismo no país. Em seus artigos iniciais, a quota-parte tem o conceito jurídico de instrumento que não pode

ser negociável em mercados. Esta característica impede uma valoração dessa quota-parte e, por consequência, uma situação não determinada quanto aos direitos de propriedade.

Por outro lado, poderia haver um mercado para esses instrumentos, semelhantes a ações preferenciais, fazendo com que a cooperativa pudesse pagar dividendos e distribuir seus resultados de modo diferenciado, ainda fazendo com que o detentor desse direito pudesse aliená-lo quando necessário.

Para as menores cooperativas, ou futura NGC, esta possibilidade abriria a porta de um mercado secundário de quotas-parte, provavelmente de balcão, mas com a característica de permitir que o mercado valorasse o empreendimento.

Para as cooperativas maiores, e de maior especificidade de ativos, estaria aberta a porta para a abertura direta de seu capital, e, portanto, esta empresa contaria com quatro fontes diferentes de capitalização: o associado, a retenção de resultados, os empréstimos bancários e, por fim, o mercado financeiro.

Esta ação poderia ser efetivada por meio da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, estendendo um direito para as cooperativas, que hoje tem relativa transparência de gestão, balanços publicados e um processo de tomada de decisão por meio de assembleias gerais que as fazem muito semelhantes às sociedades anônimas quanto a estas características gerais.

Nada impediria uma resolução neste sentido, desde que dois aspectos fossem resguardados:

- a) a fundamentação doutrinária, de a cada homem um único voto;

- b) a distribuição de resultados, via dividendos, tributada da mesma forma como o é nas sociedades anônimas.

Estariam mantidos os princípios doutrinários fundamentais, com a possibilidade de novas fontes de recursos, proporcionando um ambiente para um novo entendimento dos direitos de propriedade nas cooperativas, visando a seu crescimento e sua eficiência econômica.

Todo este processo poderia ser monitorado e garantido pelos bancos cooperativos, o BANCOOB³⁶ e o BANSICREDI.

Há críticas de que esta possibilidade levaria as cooperativas a uma situação de transformação em empresas não-cooperativas de capital, mas o entendimento proveniente deste trabalho é que, sem estas condições, não sobrarão possibilidades, para esta classe de organização, senão a transformação ou as alianças estratégicas que permitam uma nova relação de direitos de propriedade e de minimização dos custos de governança financeira.

Outra vantagem deste sistema, para as condições brasileiras, é que a CVM e os bancos cooperativos exerceriam, na prática, uma função de monitoramento e controle da eficiência das organizações cooperativas. Estas, desde a última constituição, em 1988, obtiveram a autonomia por meio da autogestão, mas, pela total falta de instituições de controle, não tiveram suas atividades devidamente monitoradas.

Assim, apresentaram problemas de ordem financeira e de gestão que culminaram na necessidade de um amplo programa governamental de apoio financeiro chamado RECOOP - Programa de Revitalização das Cooperativas Agropecuárias, objetivando restabelecer

³⁶ *BANCOOB e BANSICREDI são os novos bancos privados do sistema cooperativista de crédito no Brasil, portanto tem o objetivo de prestar serviço aos seus associados e a outros ramos do sistema cooperativista brasileiro.*

condições de solvência e liquidez para grande parte das cooperativas agropecuárias brasileiras.

Este programa pode encobrir, por um tempo relativo, a ineficiência da governança financeira das cooperativas agropecuárias, devido às condições especiais de refinanciamento nele embutidas, fazendo provavelmente com que tardem as soluções definitivas.

Outra modificação institucional necessária é, na Lei 5764, a do artigo que trata dos resultados obtidos pelas cooperativas provenientes de atividades de empresas não-cooperativas controladas por essas organizações. Neste caso, os resultados auferidos devem ser tributados como renda e orientados para os fundos indivisíveis das cooperativas.

Desta forma, esses resultados não podem ser contabilizados nas contas dos associados e nem mesmo distribuídos para os cooperados. Assim, temos problemas nítidos de direito aos resíduos da operação da empresa que impedem as organizações cooperativas de estabelecer incentivos diretos a seus associados por meio da distribuição de resultados.

Já que estes são tributados como renda, pois são provenientes de empresas que objetivam lucro e resultados, não há porque impedir sua distribuição para os cooperados da cooperativa controladora.

Estas modificações possibilitariam ao mercado estar auferindo freqüentemente a eficiência da empresa cooperativa e sinalizando sua aprovação ou não.

Para estabelecer esta relação de confiança entre os agentes econômicos do mercado financeiro e a cooperativa, sem distribuir os direitos de decisão e mantendo os princípios doutrinários, é necessária mais uma modificação institucional fundamental.

Seria o estabelecimento de uma auditoria independente, e do próprio sistema, que estivesse freqüentemente acompanhando o desempenho dos empreendimentos cooperativos.

Como essas organizações são específicas e apresentam um lógica diferente de funcionamento, uma vez que são empreendimentos com bases filosóficas e doutrinárias, esta auditoria deveria ser necessariamente estabelecida como parte do próprio sistema cooperativista brasileiro.

Este sistema, aliado à transparência da gestão, permitiria que o mercado tivesse elementos de confiança para operar com as organizações cooperativas, sem a necessidade de modificação na estrutura fundamental de a cada homem um voto, mantendo, na prática, o direito de decisão para com a cooperativa de forma igualitária.

Mais uma vez, é conveniente frisar que, se o processo de abertura de capital ou de cooperação quanto ao fator de produção capital existisse no Brasil, a exemplo do Canadá, a própria CVM e os próprios bancos cooperativos - BANCOOB e BANSICREDI - seriam instrumentos de monitoramento, controle e bases de uma futura organização de auditoria para o sistema.

Estas seriam as grandes mudanças institucionais necessárias e obrigatórias para o cooperativismo brasileiro. Deve-se notar que em outros países, como no Canadá, estas condições existem e estes procedimentos encontram condições de sucesso, levando as cooperativas a melhores condições de competitividade, como mostra o estudo de caso da Saskatchewan Wheat Pool.

7 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Pelo exposto nos capítulos iniciais, foi possível traçar as bases teóricas para o entendimento do funcionamento da organização cooperativa e as peculiaridades da sua estrutura de capital quando comparadas com empresas não-cooperativas e se utilizando de um novo aparato teórico, a Nova Economia Institucional, por meio da Economia dos Custos de Transação e da "Agency Theory".

Nos últimos capítulos, houve a tentativa de esclarecer a importância da Economia dos Custos de Transação e da "Agency Theory" e do ambiente institucional por meio de dois estudos de caso em países de condições institucionais diferentes, Brasil e Canadá. Novamente, um estudo comparativo possibilitou uma discussão mais detalhada do problema no penúltimo capítulo.

Portanto, foi utilizado um embasamento teórico forte e novo, comparando empresas cooperativas com não-cooperativas, e ambientes institucionais diferentes entre Brasil e Canadá, utilizando, de modo também comparado, métodos estatísticos e econométricos que podem ser generalizados e métodos de pesquisa por meio dos estudos de caso, que não permitem a generalização, mas que, pela ausência de fortes

pressupostos, permitem uma visão mais detalhada de situações particulares.

Este método de pesquisa microanalítico, de forma comparativa e utilizando vários instrumentos complementares de entendimento, é recomendado por Williamson (1985), um dos principais pesquisadores da NEI e da ECT, como exposto ao longo do texto.

7.1 Conclusões

É possível, com base no modelo econométrico utilizado, nos estudos de caso comparativos e na discussão final, concluir que:

- a) o método de pesquisa baseado em investigação microanalítica comparada, utilizando diferentes instrumentos de análise como os modelos econométricos e os estudos de caso, é acertado e recomendado para as pesquisas nas áreas da Nova Economia Institucional, da Economia dos Custos de Transação e da "Agency Theory";
- b) a Economia dos Custos de Transação oferece um instrumental que complementa as análises sobre a estrutura de capital das empresas, sendo, para estas, um importante cabedal teórico, explicando detalhes ainda não claros o bastante para as análises teóricas usuais;
- c) a "Agency Theory" consegue explicar parte do processo teoricamente, sendo complementar, neste exame, a ECT;

- d) a ECT explica corretamente a estrutura de capital de modo teórico, e as "proxies" utilizadas e o modelo econométrico permitem concluir que há grande probabilidade de a teoria estar correta quanto à estrutura de governança financeira das empresas. Esta situação é corroborada pela relação das elasticidades calculadas;
- e) Dado o necessário crescimento da empresa cooperativa, esta organização tem um aumento de custos de governança financeira mais que proporcional quando comparada às empresas não-cooperativas. Há, portanto, uma fronteira-limite a partir da qual são necessárias novas estratégias de governança financeira por parte das empresas cooperativas. Esta situação é clara pela relação de grandeza entre as elasticidades calculadas. A elasticidade do exigível de longo prazo do ativo imobilizado para as cooperativas é maior que a mesma elasticidade para as firmas não-cooperativas;
- f) há um modelo matemático, descrito no texto, em que o crescimento proporcional dos custos de transação financeiros é relevado junto aos custos de transação da mudança na estrutura de capital. A partir do momento em que os custos marginais de transação da governança financeira sejam maiores que os da abertura de capital, esta deve ser implementada;
- g) todo ambiente institucional que permita este processo de abertura de capital a custos mais baixos faz com que as cooperativas ingressem mais rapidamente, e com menores custos, em uma

situação de eficiência econômica. Esta situação é clara quando comparados os ambientes canadense e brasileiro;

- h) não houve danos para as bases doutrinárias no processo de abertura de capital da SWP, no qual foram mantidos todos os princípios doutrinários da Aliança Cooperativa Internacional;
- i) o processo de abertura de capital favorece não somente o aspecto de governança financeira, mas também o aspecto de monitoramento na organização cooperativa;
- j) as cooperativas menores são mais eficientes, sob o aspecto da governança financeira, que as empresas não-cooperativas, portanto, uma forma adequada de organização da produção. Esta situação é mostrada pela grandeza relativa dos valores do intercepto obtidos no modelo econométrico;
- k) a chamada Nova Geração de Cooperativas compreende organizações que se aproveitam das vantagens de uma governança financeira baseada em capital próprio. Sua forma organizacional possibilita a perpetuação da situação inicial da cooperativa, em que o custo de transação do capital próprio e a governança financeira são menores, e o monitoramento é efetuado por meio de relações contratuais estáveis com baixos custos de "Agency".

7.2 Recomendações

Recomenda-se:

- 1) o uso de métodos microanalíticos comparados em conjunção a métodos estatísticos e econométricos para as investigações utilizando-se do cabedal teórico da Nova Economia Institucional, da Economia dos Custos de Transação e da "Agency Theory";
- 2) o uso do instrumental teórico da ECT e da AT para a análise de eficiência da estrutura de capital e da arquitetura organizacional das empresas;
- 3) uma análise detalhada das condições de governança financeira, dos custos de transação, do monitoramento e dos custos de agenciamento para as cooperativas brasileiras, visando à sua adequação;
- 4) o estudo e a implantação de formas alternativas de abertura da estrutura de capital - a cooperação quanto ao fator de produção capital - para as cooperativas que estejam acima de uma provável faixa de eficiência. Sem, no entanto, macular nenhuma das bases filosóficas e doutrinárias do cooperativismo;
- 5) o incentivo a cooperativas menores que mantenham vantagens em sua estrutura de custos de governança financeira, em comparação a outros tipos de empresas não-cooperativas,

relevadas as condições de economia de escala e tamanho, em bases de um novo arranjo dos direitos de propriedade a exemplo da Nova Geração de Cooperativas;

- 6) a elaboração de condições institucionais, por meio de legislação, que permitam a abertura direta do capital das empresas cooperativas no Brasil, a exemplo das condições canadenses, como condição essencial para o futuro ciclo de crescimento das organizações cooperativas objetivando o sucesso em mercados globais e evitando sua transformação em empresas não-cooperativas.

7.3 Considerações finais

O esforço desta investigação objetiva colocar a cooperação do fator de produção trabalho mais perto da cooperação do fator capital, aproximando-se das idéias de Fourier de uma cooperação plena.

Esta cooperação visa possibilitar ao cooperativismo, como filosofia e doutrina, uma alternativa de estabelecimento em uma nova era econômica, preservando suas bases doutrinárias fundamentais de forma imaculada.

De maneira com que as próximas gerações tenham, no futuro, um sistema econômico capaz de suprir a sociedade de bens e serviços, eficiente e igualitariamente ao mesmo tempo, distribuindo renda e bem-estar.

Procura-se evitar a simples transformação dos empreendimentos cooperativos em empresas de capital, mas sim, oferecer uma contribuição para que a doutrina e a forma de cooperação se estabeleçam em bases eficazes, do ponto de vista econômico e social.

Esta será a essência de uma sociedade futura mais igualitária e mais justa: a eficiência econômica e a eficácia social, a cooperação do fator de produção trabalho e a cooperação do fator de produção capital, do modo como previu Fourier em 1820, a cooperação plena.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, U. M. Assimetria de informação no crédito rural: aspectos teóricos e um modelo para classificação do risco dos créditos concedidos a cooperativas agropecuárias. Piracicaba, 1996. 81p. Tese (Doutorado) - Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz", Universidade de São Paulo.

BATAVO, COOPERATIVA CENTRAL DE LATICÍNIOS DO PARANÁ LTDA.
Relatórios da administração. Carambei: BATAVO, 1994, 1995, e 1996.

BAUMOL, W.J.; MALKIEL, B.G. The firm's optimal debt-equity combination and the cost of capital. **The Quarterly Journal of Economics**, v.81, n.4, p.547-578, 1967.

BENECKE, R.C. **Cooperação e desenvolvimento: o papel das cooperativas no processo de desenvolvimento econômico nos países do terceiro mundo**. Porto Alegre: Coojornal, 1980. 239 p.

BIALOSKORSKI NETO, S. Agribusiness cooperativo: economia, doutrina, e estratégias de gestão. Piracicaba, 1994. 135p. Dissertação (Mestrado) - Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz", Universidade de São Paulo.

BIALOSKORSKI NETO, S; ZYLBERSZTAJN,D. Cooperativismo - economia de empresas e estratégias. **Perspectiva Econômica**, v.29, n.35, p7-22, 1994.

BIALOSKORSKI NETO,S; NEVES,E.M.; MARQUES,P.V. Agribusiness cooperativo, eficiência e princípios doutrinários. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v.33, p. 85-112, jul./set. 1995a.

BIALOSKORSKI NETO, S; NEVES,E.M.; MARQUES,P.V. A economia do agribusiness cooperativo. In: CONGRESSO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL, 33., Curitiba 1995. **Anais**. Brasília: SOBER, 1995b. p.118-132.

BIALOSKORSKI NETO, S. Agribusiness cooperativo: a questão do capital nas empresas de trabalho. **Revista Preços Agrícolas**, v. 118, p.11-13, 1996.

BIALOSKORSKI NETO, S. Gestão do agribusiness cooperativo. In: BATALHA, M. (Coord.) **Gestão agroindustrial**. São Paulo: Atlas, 1997. cap.10, p. 515-543.

BRICKLEY, J.A , SMITH, C.W. e ZIMMERMAN, J.L. **Managerial economics and organizational architecture**. Chicago: Irwin, 1997. 458p.

BRYCK, M.R. **Saskatchewan wheat pool: Evaluations and analysis on becoming a publicly traded co-operative.** 1997. 16p. (mimeo.)

COASE, R.H. The nature of the firm. In: WILLIAMSON, O.E.; WINTER, S.G. (Ed.) **The nature of the firm: origins, evolution, and development.** New York: Oxford University Press, 1993a. cap 2, p.18-34.

COASE, R.H. Nobel lecture: The institucional structure of production. In: WILLIAMSON, O.E.; WINTER, S.G. (Ed.) **The nature of the firm: origins, evolution, and development.** New York: Oxford university Press, 1993b. cap 13, p.227-236.

COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. **Mercado de capitais.** Belo Horizonte: CNBV, 1996. 340p.

COOK, M.L. Cooperative principles and equity financing : a discussion of a critical discussion. **Journal of Agricultural Cooperation**, v.7 p.99-104 , 1992.

COOK, M.L. The evolution of U.S. agricultural cooperative financial strategies. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL DO PROGRAMA DE ESTUDOS DO SISTEMA AGROINDUSTRIAL, São Pedro, 1994. 59p.

COOK, M.L. The future of U.S. agricultural cooperatives: A neo-institucional approach. **American Journal of Agricultural Economics**, v.77, p.1153-1159, 1995.

COPELAND, T.E.; WESTON, J.F. **Financial theory and corporate policy**. Massachusetts: Addison-Wesley, 1992. 946p.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law & Economics**, v.26, p.375-393, 1983.

EGGERTSSON, T. **Economic behavior and institutions**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. 385p.

EMPEL, G.V. Future outlooks for european cooperatives in a dynamic agri- and food environment. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL DO PROGRAMA DE ESTUDOS DO SISTEMA AGROINDUSTRIAL, Canela, 1996. 12p. (mimeo.)

ESCHENBURG, R. Una breve intrucción a la teoría econômica de la cooperación. **Perspectiva Econômica**, v.13, p 7-14 , 1983.

FAIRBAIRN, G. **From prairie roots**: the remarkable story of Saskatchewan Wheat Pool. Saskatoon: Western Producer Prairie Books, 1984. 318p

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v.26, p.301-325, 1983.

FARINA, E.Q.M.; ZYLBERSZTAJN, D. **Relações tecnológicas e organização dos mercados no sistema agroindustrial de alimentos**. São Paulo, PENSA, 1991. 26 p. (Série Temas para a Discussão).

FARINA, E.Q.M. Reflexões sobre desregulamentação e sistemas agroindustriais: a experiência brasileira. São Paulo, 1996. 156p. Tese (Livre-Docência) - Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo.

FARINA, E.Q.M.; AZEVEDO, P.F, e SAES M.S.M. **Competitividade: mercado, estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997. 285p.

FORSTER, L.D. Capital structure, business risk, and investor returns for agribusiness. **Agribusiness**, v.12, p.429-442, 1996.

FRANKE, W. **O direito das sociedades cooperativas**. São Paulo: Saraiva, 1973. 157 p.

FRANKE, W. Aspectos jurídicos decorrentes da conceituação da cooperativa como extensão das economias cooperativadas. **Perspectiva Econômica**, v.12, p.11-46, 1982.

FULTON, M.E.; FULTON, J.R.; CLARK, J.S.; PARLIAMENT, C. Cooperative growth: Is it constrained? **Agribusiness**, v.11. p.245-261, 1995.

FULTON, M.E. The future of canadian agricultural cooperatives: A property rights approach. **American Journal of Agricultural Economics**, v.77, p.1144-1152, 1995.

FULTON, M.E. Some observations on new generation cooperatives. In:
 COOK, M. (Ed.) **Cooperatives: Their importance in the future food
 and agricultural system.** Washington: National Council on Farmer
 Cooperatives. 1997. 118p.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Agroanalysis.** 1995 - 1997.

GAYOTTO, A. M. **Formas primitivas de cooperação e precursores.** São
 Paulo: ICA, 1976. 22 p.

GAYOTTO, A.M.; BARROS, M.J.M **Os realizadores.** São Paulo: ICA, 1976.
 34p.

GONÇALVES, J.S.; MARTINS, N.B. Agricultura no processo de
 desenvolvimento: Uma crítica à formulação tradicional. **Agricultura em
 São Paulo**, v.42, p.73-100, 1995.

GROSSMAN, S.J.; HART, O. D. An analysis of the principal-agent problem.
Econometrica, v.51, p.7-45, 1983.

GUTIERREZ, A.C.M. El cooperativismo desde el enfoque contractual : un
 híbrido entre la empresa y el mercado. **Perspectiva Econômica**, v. 27, p.
 67-78, 1992.

GUTTMAN, J.M. Rational actors, tit-for-tat types, and the evolution of
 cooperation. **Journal of Economic Behavior e Organization**, v.29, p.27-
 56, 1996.

HACKMAN, D.L.; COOK, M. The transition to new cooperative organizational firms: public policy issues. In: COOK, M. (Ed.) **Cooperatives: Their importance in the future food and agricultural system**. Washington, National Council on Farmer Cooperatives. 1997. 118p.

HARRIS, A.; FULTON, M. **Comparative financial performance analysis of canadian co-operatives, investor owned firms, and Industry norms**. Saskatoon: University of Saskatchewan, Centre for the Study of Co-operatives, 1996. 136p. (Occasional Paper Series).

HARRIS, A.; STEFANSON, B.; FULTON, M. New generation cooperatives and cooperative theory. **Journal of Cooperatives**, v.11, p.15-18, 1996.

HART, O.D. Incomplete contracts and the theory of the firm. In: WILLIAMSON, O.E.; WINTER, S.G. (Ed.) **The nature of the firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford Press, 1993. cap.9, p.138-158.

HENDERSON, J.M.; QUANT, R.E. **Microeconomia: uma abordagem matemática**. São Paulo: Pioneira, 1958. 417 p.

HENDRIKSE, G.W.J. **Cooperatives and financial structure**. Tilburg University, 1993. 17p. (mimeo.)

HOFFMANN, R.; VIEIRA, S. **Análise de regressão, uma introdução a econometria**. São Paulo: Hucitec, 1987. 379p.

HUGON, P. **História das doutrinas econômicas**. São Paulo: Atlas, 1970. 447 p.

JANK, M.; GALAN, V.B. **Competitividade do sistema agroindustrial do leite**. 1997. 19p. (mimeo.)

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p.305-360, 1976.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Rights and production functions: Na application to labor-maneged firms and codetermination. **Journal of Business**, v.52, p.469-506, 1979.

KATZ,J.P. Managerial behavior and strategy choices in agribusiness cooperatives. **Agribusiness**, v.13, n.5, p.483-495, 1997.

KNUTSON, R.D. Cooperatives and the competitive ideal. **Journal of Farm Economics**, v.48, p. 111-121 , 1966.

KOCH, J.V. **Industrial organization and prices**. New Jersey: Prentice Hall, 1980. 504 p.

LABONNE, M. **Sur le concept de filière en économie agroalimentaire.** Montpellier: INRA, 1985. 11 p.

LAMBERT, P. **La doutrina cooperativa.** Buenos Aires: Intercoop, 1975. 357p.

LAZZARINI, S.G. Estudos de caso: aplicabilidade e limitações do método para fins de pesquisa. **Economia e Empresa**, v.2, n.4, p.17-26, 1995.

LAZZARINI, S.G.; BIALOSKORSKI NETO, S. **Gestão financeira de cooperativas: entraves e desafios.** São Paulo: PENSA, 1998. 17p. (mimeo.)

LERMAN,Z.; PARLIAMENT, C. Comparative performance of cooperatives and investor-owned firms in US food industries. **Agribusiness**, v.6, p.527-540, 1990.

MARSH,P. The choice between equity and debt: An empirical study. **The Journal of Finance**, v. 37, n.1, p.121-144, 1982.

MASTEN,S.E. **Empirical research in transaction-cost economics: challenges, progress, directions.** 1994. 26p. (mimeo.)

MILGROM,P.; ROBERTS,J. **Economics, organization & management.** New Jersey: Prentice Hall. 1992. 619p.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v.48, p.261-297, 1958.

MOLLER, L.G.; FEATHERSTONE, A. M.; BARTON, D.G. Sources of financial stress in agricultural cooperatives. **Journal of Cooperatives**, v.11, p.38-50, 1996.

NORTH, D. Economic performance through time. **The American Economic Review**, v.84, p.359-369, 1994.

ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS BRASILEIRAS. **Anuário**. Brasília: OCB, 1996, 1997.

PANZUTTI, R. **Estratégias de financiamento das cooperativas agrícolas no Estado de São Paulo: o caso da Cooperativa dos Agricultores da Região de Orlândia**. São Paulo: ICA, 1997. 256p.

PARLIAMENT, C. ; LERMAN, Z. Risk and equity in agricultural cooperatives. **Journal of Agricultural Cooperation**, v.8, p.1-14, 1993.

REQUEJO, L.M. **A estrutura de capital das cooperativas agrícolas no Brasil**. 1997. 21p. (mimeo.)

RICKETTS, M. **The economics business enterprise : new approaches to the firm** . Oxford: Harvest Press, 1987. 306 p.

RIORDAN,M.H.; WILLIAMSON,O.E. Asset specificity and economic organization. **International Journal of Industrial Organization**, v.3, p.365-378, 1985.

ROYER,J.S. Cooperative principles and equity financing: a critical discussion. **Journal of Agricultural Cooperatives**, v.7, p.79-98 , 1992.

SASKATCHEWAN WHEAT POOL. **Prospectus**. Regina, 1997. 96p.

SASKATCHEWAN WHEAT POOL. **Annual Report** . 1996 -1997.

SCHMIESING,B. Theory of marketing cooperatives and decision making. In: COBIA, D. (Ed.) **Cooperatives in agriculture**. New Jersey: Prentice Hall, 1989. cap. 10, p.156-173.

SEXTON, R.J. Perspective on the development of the economic theory of co-operatives. **Canadian Journal of Agricultural Economics**, v.32, p. 423-436, 1984.

SEXTON, R.J. Cooperatives and the forces shaping agricultural marketing. **American Journal of Agricultural Economics**, v.68, p.1167-1172, 1986.

SEXTON, R.J. e ISKOW, J. What do we know about economic efficiency of cooperatives: An evaluative survey. **Journal of Agricultural Cooperation**, v. 8, p15-27, 1993.

STAATZ, J.M. The cooperative as a coalition : a game theoretic approach .
American Agricultural Economics Association, v.65, p.1084-1089,
 1983.

TITMAN,S.; WESSELS,R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v.43, p.1-19, 1988.

VERHEIJEN,J.A.G.; HEIJBROEK, A.M.A. Cooperatives in changing market conditions. Rabobank, Agribusiness Research Department. s.d. (mimeo.)

WILLIAMSON,O.E. **Las instituciones económicas del capitalismo**. México:
 Fondo de Cultura Económica, 1985. 431p.

WILLIAMSON,O.E. Corporate finance and corporate governance. **The Journal of Finance**, v.43, n.3, p.559 -567, 1988.

WILLIAMSON,O.E. Comparative economic organization: the analysis of discrete structural alternatives. **Administrative Science Quarterly**, v.36, p.269-296, 1991.

WILLIANSOM, O. E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996. 429p.

ZUURBIER,P. Future outlooks for european cooperatives in a dynamic agri- and food environment. In: SEMINÁRIO INTERNACIONAL DO PROGRAMA DE ESTUDOS DO SISTEMA AGROINDUSTRIAL, Canela, 1996. 17p. (mimeo.)

ZWANENBERG, A. Farms and food industries in european dairy cooperatives: a transaction costs analysis. 1994. 215p. Draft for Thesis (Ph.D.) - Wageningen Agricultural University. (mimeo.)

ZYLBERSZTAJN, D. Organizational challenges for farmers cooperatives. In: SYMPOSIUM OF THE INTERNATIONAL AGRIBUSINESS MANAGEMENT ASSOCIATION, 3., Berkeley, 1993. 30p. (mimeo.)

ZYLBERSZTAJN, D. Estruturas de governança e coordenação do agribusiness: Uma aplicação da nova economia das instituições. São Paulo, 1995. 238p. Tese (Livre-Docência) - Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo.

ZYLBERSZTAJN, D.; BIALOSKORSKI NETO, S. Vignettes on managing global change by agribusiness and cooperatives firms. In: CONFERENCE OF THE GRADUATE INSTITUTE OF COOPERATIVE LEADERSHIP, Palm Springs, 1996. 26p. (mimeo.)

ZYLBERSZTAJN, D. LAZZARINI, S.G. e BIALOSKORSKI NETO, S. Cooperativa COAMO: Gerenciando os conflitos do crescimento. In: VI SEMINÁRIO INTERNACIONAL DE AGRIBUSINESS. PENSA, Canela, 1996. 29p. (mineo.)

ZYLBERSZTAJN,D.; LAZZARINI, S.G.; CHADDAD, F.R. Percepções de participação na Conferência Inaugural da Sociedade Internacional de Nova Economia das Instituições. 1997. 9p. (mimeo.)

ANEXO

Relação de entrevistas:

(por ordem de realização)

Pedro Carvalho Melo

Diretor da Comissão de Valores Mobiliários - CVM

Carlos Eduardo Sussekind

Chefe de Gabinete da Presidência - CVM

Sueli da Silva

Superintendente Jurídica - CVM

Ana Maria França

Superintendente de Relações com Investidores - CVM

José Roberto Mubarack

Assessor - Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA

Maria Carmem Westerlund Montera

Gerente - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDES-Par

Ademar Shardong

Diretor BANSICREDI

Dick Carlos de Geus

Presidente BATAVO - Cooperativa Central

Aldo Luiz Marquardt

Diretor Superintendente - BATAVO

Carlos G.C. Mielke

Engenheiro Agrônomo - BATAVO

Murray Bryck

Assistente Executivo - Saskatchewan Wheat Pool

Leroy J. Larsen

Presidente - Saskatchewan Wheat Pool

Marvin Wiens

Vice-President - Saskatchewan Wheat Pool

Mitchell Demyen

Director - Policy & Economic Research Division

Saskatchewan Wheat Pool

Dan Schmeiser

Manager - Policy & Economic Research Division

Saskatchewan Wheat Pool

Donna Bruce

Manager - Member Relation Division

Saskatchewan Wheat Pool

Vern Mebs

Manager - Member Relation Division
Saskatchewan Wheat Pool

Paul Bonnet

Manager - Corporate Business Development
Saskatchewan Wheat Pool

Murray Fulton

Director - Centre for the Study of Co-operatives
University of Saskatchewan

Roger F. Herman

Manager - Managere Saskatchewan Region
Canadian Co-operative Association

Daniel Coté

Director - Centre de Gestion des Coopératives
École des Hautes Études Commerciales - Université de Montreal

Martine Vézina

Professor - Centre de Gestion des Coopératives
École des Hautes Études Commerciales - Université de Montreal

Michael Cook

Professor - Department of Agricultural Economics
University of Missouri