

DECISÕES DE ENDIVIDAMENTO NA CADEIA PRODUTIVA AGRO-ALIMENTAR: ESTUDO COMPARADO ENTRE COOPERATIVA DO RIO GRANDE DO SUL E AS COMPANHIAS DO SETOR NA BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

Adalberto Schnorrenberger¹, João Batista Gravina², Rodrigo Dullius³, Glauco Schultz⁴ e Natieli Conceição Marques da Silva⁵

RESUMO: O Brasil apresenta momentos alternados de recessão e de expansão econômica, trazendo, por isso, maior risco às decisões de endividamento. Essas particularidades devem levar os executivos a examinarem com cautela as decisões de endividamento nas empresas, pois é a partir dessas que poderão desencadear-se - ou não - as dificuldades, ou mesmo a utilização maior ou menor da alavancagem para o crescimento das empresas. As cooperativas podem apresentar formas diferenciadas de financiamento em relação à outras companhias, eis que dependem exclusivamente dos recursos dos associados, bem como não possuem possibilidade de captação de recursos via emissão de títulos no mercado acionário. Por isso, neste trabalho, pretendeu-se realizar um estudo comparado do endividamento na cadeia produtiva do agro-alimento, entre cooperativa do setor no Rio Grande do Sul e as companhias do setor listadas na Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo. Para tanto, fez-se uso das informações estatísticas descritivas e gráficas das variáveis de estrutura de capital (endividamento) constantes nos Balanços Patrimoniais dos anos de 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008. Observou-se que os níveis de endividamento da cooperativa na grande maioria das situações são inferiores aos demais grupos de companhias listadas na Bovespa, especialmente quando comparados com o grupo do agro-alimento. Supondo certo esgotamento de recursos obtidos de lucros, os resultados sugerem aversão ao risco de endividar-se em níveis mais elevados, possivelmente com o receio de esgotar e comprometer a única alternativa a disposição da cooperativa, eis que tem dificuldade de obtenção de recursos via associados, como também não pode obter recursos junto ao mercado de capitais.

PALAVRAS-CHAVE: Gestão. Cadeia Agro-alimentar. Cooperativismo. Endividamento.

1 Doutor em Agronegócio pelo CEPAN - Centro de Estudos e Pesquisas em Agronegócios / UFRGS. Professor do Centro Universitário UNIVATES

2 Mestre em Administração pelo PPGA/UFRGS. Professor do Centro Universitário UNIVATES

3 Mestre em Administração pelo PPGA/UFRGS. Professor do Centro Universitário UNIVATES

4 Doutor em Agronegócio pelo CEPAN - Centro de Estudos e Pesquisas em Agronegócios/UFRGS. Professor do Centro Universitário UNIVATES

5 Graduanda em Administração e Bolsista de Iniciação Científica do Centro Universitário UNIVATES

INDEBTEDNESS DECISION IN THE SUPPLY CHAIN: A COMPARISON BETWEEN A COOPERATIVE IN RIO GRANDE DO SUL AND COMPANIES IN BOVESPA (SAO PAULO STOCK EXCHANGE)

ABSTRACT: Brazil has interchangeable moments of recession and economic expansion, therefore growing risky indebtedness decision. These particularities may make executives cautiously look at indebtedness decision-making in companies, as these may or may not give difficulties, or may increase or decrease the use of leverage for growing of companies. Cooperatives may have different ways of financing as they depend only to partners' sources and they cannot capture sources by issuing bonds in the stock market. So this paper aims at making a comparative study of agro-food supply chain indebtedness between a cooperative in Rio Grande do Sul and companies listed in the São Paulo Stock Exchange. For this we will draw on chart and descriptive statistical data about variables of the capital structure (indebtedness) that are in 2001-2008 Balance Sheets. We have observed that cooperatives' indebtedness levels are mostly lower than those of companies listed in the São Paulo Stock Exchange, particularly when they are compared to agro-food companies. Assuming a certain profit source breakdown, results suggest dislike of higher indebtedness levels probably in fear of breaking down the solely alternative of the cooperative, once it has trouble capturing sources through partners and stock market.

KEYWORDS: Management. Agro-food supply chain. Cooperatism. Indebtedness.

1 INTRODUÇÃO

Embora não seja tarefa fácil delimitar as fronteiras intersetoriais que venham a definir o que seja a cadeia do agronegócio no Brasil, estudos estimam que ele possa representar mais de 30% do Produto Interno Bruto, empregar mais de 35% da população economicamente ativa residente e responder por mais de 40% das exportações (CALDAS, 1998). Além disso, estudo no mercado brasileiro indica que a agroindústria⁶ representa cerca da metade do valor da transformação industrial de alguns Estados, e, quanto mais competitivo e eficiente o setor agrícola, maior o potencial de crescimento, não só do setor, mas da economia em geral (ALVES, 2002).

Segundo pesquisa industrial do IBGE(2006), na última década do século passado, a parcela das agroindústrias correspondeu a quase 50% do total das indústrias, especificamente, 48,5% em 1990, 49% em 1996, 49,2% em 1998 e 48,1% em 1999. Considerando o total de empregados, 42,2% trabalhavam em agroindústrias no ano de 1990, 46% em 1996, 45% em 1998 e 45,7% em 1999.

Neste cenário, as cooperativas agropecuárias, maior segmento do cooperativismo brasileiro, vêm enfrentando dificuldades para se adaptarem à crescente globalização e à competição entre as organizações. Para sobreviverem

6 A agroindústria é parte do agronegócio e constitui-se no segmento que transforma ou processa matérias-primas agropecuárias em produtos elaborados, adicionando valor ao produto, juntamente com o setor de distribuição da produção para o consumidor final (PARRÉ, ALVES e PEREIRA, 2002).

no mercado, elas deverão rever seus princípios doutrinários, reduzir custos e imprimir critérios de eficiência e fidelidade no relacionamento com seus associados.

As cooperativas do Sul do Brasil também estão inseridas nesse ambiente complexo e turbulento e sentem-se cada vez mais pressionadas a promover mudanças estratégicas em níveis cada vez mais acelerados (Wbatuba, Treter e Sausen, 2004), a exemplo do que vem ocorrendo em várias regiões do mundo. Nos Estados Unidos as cooperativas de produtores rurais estão revendo seus processos, suas tecnologias, reavaliando suas estruturas organizacionais e repensando suas opções estratégicas para tornarem-se mais competitivas (COOK, 1994). No oeste da Europa, as cooperativas agrícolas têm revisado e adaptado suas estratégias com investimentos através de financiamento extra.

Além disso, nos setores de *commodities*, é maior a relação capital/produto e a necessidade de investir frente à demanda, visando a facilitar o posicionamento, o que faz com que a capacidade de mobilizar recursos seja decisiva para a manutenção da competitividade das empresas. Nesses mercados, o porte da empresa e o acesso a fontes de financiamentos são ativos fundamentais para a competitividade (FERRAZ, KUPFER e HAGUENAUER, 1995).

Do mesmo modo, é importante salientar que em mercados com alta participação na economia de um país e com especificidades de maior duração do ciclo produtivo e financeiro, e correspondente maior risco, como sugere ser o setor do agronegócio, há a necessidade de um maior conhecimento e monitoramento das decisões por parte dos gestores, controladores e investidores.

No Brasil, um dos maiores desafios à competitividade das empresas tem sido a escassez de recursos de longo prazo pois essas fontes dependem diretamente de decisão das políticas públicas. Além disso, no Brasil as linhas de financiamento de longo prazo do BNDES apresentam taxas de juros mais baixas do que as taxas de juros para capital de giro praticadas pelos bancos privados, contradizendo o conceito de maior juro em função do maior prazo e, conseqüentemente, maior risco.

Acresce-se a este cenário, a pouca representatividade do mercado de ações como fonte de recursos complementares ao endividamento das empresas e o alto custo de capital existente no país. Esses aspectos acabam por dificultar a captação de recursos em momentos de situação adversa, bem como limitar a alavancagem do crescimento do setor.

Isso ocorre, pois o desempenho do mercado de capitais e os serviços financeiros existentes em um mercado desempenham papel crucial para a competitividade e crescimento sustentável dos diversos setores econômicos de um país.

Além disso, as cooperativas apresentam formas diferenciadas de financiamento em relação às companhias da Bovespa. Isso ocorre pois as fontes de financiamento através do capital social são limitadas, eis que dependem

exclusivamente dos recursos dos associados. Além disso, devido a sua constituição legal e jurídica, as cooperativas não possuem possibilidade de captação de recursos via emissão de títulos no mercado acionário, tornando-as dependentes exclusivamente dos lucros e fontes bancárias.

Desta situação, e supondo certo esgotamento de recursos obtidos de lucros, duas hipóteses podemos sugerir para o caso das cooperativas. A primeira, na qual a cooperativa apresenta endividamento superior às companhias da Bovespa, já que passa a concentrar a captação de recursos na alternativa de endividamento. A segunda hipótese ocorre quando a cooperativa apresenta níveis inferiores de endividamento em relação às companhias da Bovespa, sugerindo aversão ao risco de endividar-se em níveis mais elevados, com o receio de esgotar e comprometer a última alternativa a disposição da empresa.

Diante destas formas limitadas e diferenciadas, este estudo buscou investigar o endividamento na cadeia produtiva do agro-alimento, entre cooperativa do setor no Rio Grande do Sul e as companhias do setor listadas na Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo, considerando os anos de 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008. Para tanto, teve como objetivos específicos identificar os níveis de endividamento da cooperativa e das companhias do setor listadas na Bovespa; realizar um estudo comparado do endividamento entre a cooperativa e as companhias do setor listadas na Bovespa; e, visualizar graficamente os níveis de endividamento da cooperativa e das companhias do setor listadas na Bovespa;

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Cadeia Produtiva

Para [Batalha \(1997\)](#) a cadeia produtiva é uma "sucessão de operações de transformação dissociáveis, capazes de ser separadas e ligadas entre si por um encadeamento técnico". Deste modo, entende-se por cadeia produtiva, todos os atores ligados ao processo produtivo, que vai da produção da matéria-prima, passando por todas as fases da industrialização e até o consumidor final, além de todos os fatores que interferem em qualquer parte do processo.

Dentro de uma cadeia de produção agroindustrial típica podemos verificar no mínimo quatro mercados com características próprias: mercado entre os produtores de insumos e produtores rurais, mercado entre os produtores rurais e agroindústria, mercado entre agroindústria e distribuidores e, finalmente, mercado entre distribuidores e consumidores finais.

Algumas fases devem ser contempladas como áreas importantes, pois se entremeiam a cadeia produtiva. Todas as funções comerciais, de logística, de informações e financeiras contribuem diretamente para o sucesso de todo o conjunto de operações ([CORREA e GIANESI, 1996](#)).

2.2 A teoria clássica sobre estrutura de capital

A estrutura de capital ou estrutura financeira de financiamento é a combinação específica de capital de terceiros de longo prazo e capital próprio para que a empresa possa financiar suas operações. A estrutura de capital indica as proporções de financiamento com capital próprio e com capital de terceiros, de curto e de longo prazos (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995).

Ross, Westerfield e Jaffe (1995) fazem referência aos aspectos relevantes que devem ser considerados numa estrutura de capital ótima. Apontam que não há fórmula exata disponível para avaliar o quociente ótimo entre capital de terceiros e capital próprio. Entretanto, mencionam algumas evidências encontradas na prática e em estudos científicos sobre aspectos relevantes nas decisões de estrutura de capital, tais como: a relação entre endividamento e valor da empresa, as diferenças de estruturas de capital entre setores industriais diferentes e a redução dos impostos. Outros itens contemplados são o custo do endividamento e à hierarquização de fontes de financiamento.

Gitman (1997) refere como fatores importantes a serem considerados nas decisões de estrutura de capital a estabilidade e a previsibilidade nas receitas, as obrigações e as restrições contratuais em negócios futuros e as preferências da administração. Além disso, pondera ser essencial levar em consideração a avaliação dos reflexos externos que a nova posição de endividamento pode causar, como também o nível das taxas de juros no momento da contratação. Assim, como evidenciam Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a estrutura de capital ótima deve produzir o mais alto valor para a empresa, pois é esta estrutura que maximiza os retornos dos acionistas.

As evidências encontradas nas estruturas de capital de empresas norte-americanas segundo Copeland e Weston (1992), demonstram a relação existente com o setor econômico. As indústrias de energia elétrica e de aço, por exemplo, têm alta alavancagem financeira, enquanto que as indústrias de serviços, como empresas de contabilidade e de corretagem, praticamente não têm dívida a longo prazo.

De forma semelhante, estudo desenvolvido por Ross, Westerfield e Jaffe, (1995) mostra que quase todo setor possui um quociente entre capital de terceiros e capital próprio, ao qual aderem as empresas a ele pertencentes. Além disso, evidencia que existe importante relação entre as decisões de estrutura de capital e o segmento e o setor econômico aos quais a empresa pertence. Portanto, não é verdadeiro que as decisões a respeito da estrutura de capital são aleatórias e irrelevantes.

A teoria de *Pecking Order* sustenta que as empresas utilizam uma hierarquia predeterminada na captação de novos recursos, começando pela utilização de seus lucros retidos, passando pela emissão de dívida e, apenas como última alternativa, emitindo ações. Mais especificamente, a empresa primeiro prefere utilizar recursos gerados por lucros internos; depois os recursos decorrentes de

novas emissões de dívida e por último os resultantes de novas emissões de ações. A ordem preferencial de financiamento justifica-se pela necessidade de conseguir recursos mais baratos (BREALEY e MYERS, 1998).

Em pesquisa realizada por Donaldson (1961) sobre o modo pelo qual as empresas estabelecem suas estratégias de financiamento a longo prazo verificou que a primeira modalidade de financiamento utilizada pelas empresas é a geração de fundos, por meio de suas próprias operações: lucros líquidos mais depreciação, menos dividendos. A segunda alternativa utilizada quando a empresa tem fluxo de caixa interno insuficiente é a venda de parte de suas aplicações em títulos negociáveis. E, como último recurso, a empresa utiliza fluxo de caixa de fontes externas, optando, em primeiro lugar, pelo uso do capital de terceiros e, por último, pelo uso da captação via ações ordinárias.

Contrariamente, alguns estudiosos (Korajczyk, Lucas e McDonald, 1990, e Loughran e Ritter, 1997) encontraram evidências de que a emissão de ações não é realizada quando está esgotada a capacidade de alavancagem ou quando ocorrem aumentos nos índices de endividamento, conforme sugere a teoria de *Pecking Order*.

A teoria de assimetria de informações, desenvolvida por Myers e Majluf (1984), sustenta que as decisões de estrutura de capital são implementadas com base no desequilíbrio entre as informações possuídas pela empresa e as possuídas pelos investidores. Decorrentes desse contexto, determinadas decisões financeiras influenciam o mercado, pois servem para apontar credibilidade e expectativas a respeito dos fluxos futuros da empresa (BARCLAY e SMITH, 1999).

Outra abordagem teórica afirma que na presença de imposto de renda de pessoa jurídica, o valor da empresa está positivamente relacionado ao nível de capital de terceiros. Isso ocorre devido às peculiaridades do imposto de renda de pessoa jurídica, que permite a dedução das despesas financeiras decorrentes do uso do capital de terceiros para abatimento do imposto de renda a pagar. No entanto, as empresas só podem reduzir os juros na proporção dos lucros que auferem. Assim, os benefícios esperados do financiamento com capital de terceiros são evidentemente menores, já que apresentam dedutibilidade limitada (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995).

Há que se ponderar, no entanto, que existia dívida na estrutura de capital das empresas dos Estados Unidos bem antes do surgimento do imposto de renda. No período, foram igualmente verificados graus de alavancagem financeira semelhantes aos atuais, evidenciando que a alavancagem ótima, caso exista, pode ser explicada por outras causas (COPELAND e WESTON, 1992).

2.3 A Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro

A estrutura de capital ou estrutura financeira de financiamento é a combinação específica de capital de terceiros de longo prazo e capital próprio para que a empresa possa financiar suas operações. Embora seja grande a

preocupação, estudos realizados sobre a estrutura de capital (nível de recursos de capital próprio e de terceiros) não tem apontado fórmulas para descobrir o ponto ótimo de endividamento das empresas em geral.

No Quadro 1 que segue, encontram-se os principais estudos e pesquisas realizados relativo ao tema estrutura de capital (financiamento) no mercado brasileiro.

QUADRO 01 - Estudos e pesquisas sobre Estrutura de Capital no Brasil

1	Eid Jr. (1996)	Em estudo realizado sobre o comportamento das empresas em relação ao custo e à estrutura de capital, identificou a existência de um grande número de empresas (40%) que segue uma hierarquia de captação pré-determinada, conforme a teoria de <i>pecking order</i> .
2	Procianoy e Caselani (1997)	Foram encontrados indícios de que o proprietário tende a escolher, preferencialmente, estruturas de capital menos alavancadas financeiramente, como forma de redução do risco da empresa e do seu próprio risco. Os autores ressaltam que as companhias, ao emitirem ações para reduzir o passivo, não obtêm qualquer tipo de rentabilidade adicional, pois não fazem nenhum investimento que proporcione crescimento à empresa.
3	Ness Jr e Zani (2000)	Os resultados mostraram que o lançamento dos juros sobre o capital próprio agrega valor à firma, mas em magnitude insuficiente para eliminar o benefício fiscal gerado pelo uso da dívida
4	Soares e Procianoy (2000)	Os resultados encontrados nos estudos realizados sobre as estratégias utilizadas nas decisões de estrutura de capital e captação de recursos para financiamento nas companhias brasileiras sugerem que quanto maior for a lucratividade histórica da empresa, menor será a utilização de recursos de terceiros. Os indícios encontrados embora sem significância estatística, indicaram que as empresas brasileiras seguem uma ordem pré-determinada nas decisões de estrutura de capital, que condiz com a abordagem de <i>pecking order</i> .
5	Gomes e Leal (2001)	Em pesquisa sobre os determinantes da estrutura de capitais das companhias brasileiras os autores encontraram um R^2 ajustado de 0,28. Neste estudo a rentabilidade e a oportunidade de crescimento apresentaram relação negativa com a variável dependente, enquanto que a composição dos ativos, positivamente relacionada, e o setor industrial, sem significância estatística. A variável tamanho e risco apresentaram coeficiente positivo, contradizendo as hipóteses sustentadas pela teoria financeira.
6	Procianoy e Kraemer (2001)	Os estudos evidenciaram a utilização da emissão de ações como a fonte principal de recursos para a redução do risco financeiro nas companhias brasileiras. O estudo também permitiu identificar a fórmula (PASSIVO CIRCULANTE + EXIGÍVEL A LONGO PRAZO) / PATRIMÔNIO LÍQUIDO como o sinalizador mais eficiente de que os custos e os riscos incorridos pela utilização de capital de terceiros encontram-se em níveis inviáveis

7	Nakamura, Martin e Kimura (2004)	Constatou-se que rentabilidade operacional, grau de imobilização e índice valor de mercado sobre valor contábil do capital próprio são variáveis relevantes para explicar a política de endividamento. No que tange a endividamento financeiro de longo prazo, verificamos resultados significativos indicando que empresas que pagam mais impostos, de maior porte, com maior grau de tangibilidade e maior crescimento de vendas são mais endividadas
8	Pereira (2004)	Os resultados indicam, ainda que de forma limitada, que há diferença entre a estrutura de capital de empresas que apresentam maior e menor nível de divulgação voluntária
9	Procianoy e Schnorrenberger (2004)	Foi observado que quanto maior é o grau de centralização do controle das empresas, menor é o nível de endividamento. Por outro lado, quanto maior é a lucratividade apresentada, menor é a alavancagem, o que, segundo os autores, é consistente com a teoria de <i>pecking order</i> . O estudo ainda indicou que o tamanho da empresa é uma variável positivamente relacionada com o nível de dívida praticado. Por fim, foi encontrado um nível estatisticamente significativo de diferença nos níveis de endividamento em função do setor ao qual a empresa pertence, e também em função do período (anual) da observação.
10	Cicogna, Valle e Toneto Junior (2005)	O resultado dos testes mostraram que, controlando-se pelo tamanho das empresas, aquelas que aderiram a níveis superiores de governança ampliaram o acesso a dívida junto ao sistema financeiro, sinalizando uma redução na restrição ao crédito, e conseguiram um alongamento do prazo dos passivos
11	Junqueira, Bertucci e Bressan (2005)	Os testes apontaram uma relação positiva entre endividamento e volume de recursos disponibilizados para investimentos pelas empresas analisadas. Em relação à rentabilidade, os resultados deram suporte à hipótese de que, quanto maior a lucratividade da empresa, maior sua capacidade de investimento. As variáveis tamanho e risco operacional não se revelaram estatisticamente significantes para explicar o comportamento da variável investimento pelas empresas analisadas.
12	Medeiros e Daher (2005)	Os resultados sugerem que a qualidade de ajustamento das regressões para o Brasil é significativamente melhor do que aquelas relatadas para empresas norte-americanas e que as empresas brasileiras parecem estar mais próximas da forma forte da Teoria de <i>Pecking Order</i> do que as norte-americanas.
13	Brito e Moreira (2006)	O estudo confirmou que firmas maiores têm mais dívida de longo prazo da mesma forma que firmas com ativos de maior duração. Com dívidas de prazos mais curtos estão as firmas com maiores oportunidades de investimento, mais rentáveis e com maior predominância de investimento estrangeiro em seu capital
14	Brito, Corrar e Batistela (2007)	O estudo indicou que os fatores risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são determinantes da estrutura de capital das empresas, enquanto o fator rentabilidade não é determinante. Os resultados também mostram que o nível de endividamento da empresa não é afetado pelo fato de ela ser de capital aberto ou capital fechado
15	Kayo, Teh e Basso (2006)	Os testes apontaram para uma influência negativa e estatisticamente significativa das patentes sobre o nível de endividamento das empresas analisadas. Isso indica que as empresas intensivas em inovação apresentam níveis mais baixos de endividamento

16	Carrete (2007)	Os resultados são favoráveis aos modelos <i>trade-off</i> e de decisão de liquidação da empresa, pois o Ponto de Inadimplência Ótimo, aquele que otimiza o valor de mercado patrimonial, é muito próximo ao Ponto de Inadimplência Empírico, que aproxima as probabilidades estimadas às taxas históricas de inadimplência. A média do Ponto de Inadimplência Empírico foi de 44% do valor de mercado do ativo, enquanto a média do ponto de Inadimplência Ótimo foi de 45%. As correlações de 0,82 e 0,80 entre o Ponto de Inadimplência Empírico e o Ponto de Inadimplência Ótimo, indicam forte relação linear entre eles.
17	Cicogna, Toneto Jr e Valle (2007)	A pesquisa apontou que empresas com melhores níveis de governança aumentaram seu financiamento em instituições financeiras e seu endividamento total de longo prazo, mas apresentaram uma redução em seu endividamento total de curto prazo
18	Correa, Basso e Nakamura (2007)	Os resultados do estudo sugerem que a teoria de <i>Pecking Order</i> é mais consistente do que a teoria de <i>Trade-Off</i> para explicar a estrutura de capital das maiores empresas brasileiras. A análise dinâmica demonstrou baixa velocidade do processo de ajuste da estrutura de capital em direção ao nível-alto, sugerindo a existência de levados custos de transação e confirmando o comportamento de <i>Pecking Order</i> dos administradores.
19	Mendes-da-Silva, Famá e Materlanc (2007)	De acordo com a pesquisa, que, em três dos cinco anos analisados, empresas cujo presidente do conselho de administração era um <i>outsider</i> apresentaram menor endividamento de curto prazo. Simultaneamente, parece que as empresas que concedem participação nos lucros tendem a adotar maior endividamento; e ainda que a relação entre endividamento com a composição do conselho é inconclusiva, alternando o sinal dos coeficientes de correlação da governança com as <i>proxies</i> de endividamento da firma.
20	Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa e Amaral (2007)	O estudo apresenta uma investigação sobre os fatores determinantes da estrutura de capital utilizando variáveis de liquidez corrente, tamanho da empresa, rentabilidade, oportunidade de crescimento, risco de negócio, economia fiscal e crescimento de vendas, tangibilidade, coeficiente de variação e risco de falência. Os resultados obtidos foram consistentes com as teorias de <i>pecking order</i> e de <i>Trade-off</i>
21	Perobelli, Cerqueira, Castro e Pazos (2007)	Pôde-se constatar que o setor de siderurgia e metalurgia apresentou uma relação inversa entre endividamento e criação de valor. Este resultado pode ser explicado em parte pelo processo de privatização recente do setor. Dessa forma, os elevados montantes e custo de endividamento observados podem ser resultado de financiamentos obtidos para reestruturação, modernização e adaptação das empresas ao novo contexto e realidade.
22	Rocha (2007)	O modelo apresentou resultados bastante robustos, tanto para o curto como para o longo prazo, e ainda, no endividamento total. Dentre os vários atributos analisados, foram considerados mais relevantes o tamanho e a lucratividade, tal como em estudos anteriores, além da política de distribuição de dividendos.

23	Rocha e Amaral (2007)	Os resultados para o prazo de um ano sugerem uma grande relevância dos atributos de lucratividade, tangibilidade e oportunidade de investimento com VPL positivo. Além disso, revela que a empresa ajusta cerca de 40% a 50% do <i>gap</i> para o endividamento ótimo e 40% dos efeitos do desempenho acionário. No curto prazo, os indícios são totalmente favoráveis aos modelos de <i>trade-off</i> , em detrimento das abordagens de <i>pecking order</i> e momento do mercado. Entretanto, a tendência de realização de ajustes não persiste no longo prazo, sugerindo uma possível má especificação dos modelos de <i>trade-off</i> no Brasil.
24	Terra (2007)	Foi verificado que, contrariamente a alguns estudos prévios, os fatores específicos de cada país, embora importantes, não são determinantes decisivos do endividamento. Os fatores particulares e relativos a cada empresa sobressaem como os principais determinantes da estrutura de capital
25	Yoshinaga e Lucchesi (2007)	O estudo apresentou indícios de uma relação negativa e significativa entre o uso de dívida (medido pela relação entre dívida de longo prazo e ativos totais) e a fração de pagamentos contratuais fixos (medido pela relação entre a soma dos produtos vendidos mais as despesas gerais e administrativas e a receita líquida). Os resultados indicam a necessidade de uma releitura dos trabalhos empíricos anteriores nos quais a dimensão dos custos contratuais não é considerada para efeitos de análise da estrutura de capital das empresas.
26	Bastos, David e Bergman (2008)	Os resultados para os fatores macroeconômicos e institucionais não foram tão robustos, exceto para as variáveis crescimento do PIB, e em menor grau para as <i>proxies</i> sobre relevância do mercado de capitais, carga fiscal e tempo de abertura de um novo negócio. Os demais fatores macroeconômicos e institucionais foram estatisticamente insignificantes.
27	David, Nakamura e Bastos (2008)	Os testes sinalizam que o <i>payout</i> é negativamente relacionado com as oportunidades de investimento e que os dividendos não sofrem variação de curto prazo para acomodar os investimentos, conforme defende a teoria do <i>pecking order</i> . A lucratividade demonstrou ser relevante na determinação da política de endividamento, o que indica que as empresas mais lucrativas são menos endividadas, confirmando a <i>pecking order</i> . Além disso, a variável tamanho mostrou ser significativa na política de endividamento, o que corrobora as teorias do <i>pecking order</i> e <i>trade-off</i> .
28	Ferreira, Bertucci e Pereira Filho (2008)	Os resultados encontrados permitiram concluir que mesmo mediante forte aumento na estrutura de ativos, a estrutura de capital das empresas do setor de energia elétrica foi afetada apenas no médio e longo prazos. No setor de telecomunicações, ela não foi afetada até dois anos após o aumento realizado nos ativos. A análise de "histórias" específicas de empresas da amostra deram conta de que suas especificidades exercem papel crucial na escolha de estruturas de capital, superando até mesmo os efeitos provocados por características setoriais.

29	Laureano (2008)	As determinantes de endividamento encontradas para o curto prazo foram <i>composição dos ativos, lucratividade, liquidez, tamanho, taxa de juros e volatilidade</i> , sendo a influência da última de sinal positivo e das demais de sinais negativos. Já pra o longo prazo, as variáveis que se mostraram significativas como determinantes foram composição dos ativos, lucratividade, crescimento, tamanho e taxa de juros apresentaram relação negativa, tendo as demais, apresentado correções positivas com o segundo tipo de endividamento.
30	Medeiros e Daher (2008)	A análise dos dados encontrados levou a conclusão de que a chamada teoria de <i>pecking order</i> , em sua forma semiforte, é a que melhor explicou a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras
31	Perobelli, Burkowski e Oliveira (2008)	Os resultados encontrados demonstram o caráter racionalmente limitado de gestores das empresas no tratamento da decisão de financiamento. As pequenas empresas seguem uma hierarquia de fontes de financiamento obrigatória, financiando-se primeiro através de lucros acumulados, segundo por empréstimos e, posteriormente, aportes de capital. Outro resultado obtido foi a tendência de não modificar a decisão tomada no passado, o que traz indícios de inércia gerencial.
32	Rossi Jr. E Céspedes (2008)	Os resultados são consistentes com a teoria do <i>market timing</i> e confirmam que as firmas brasileiras financiam seu déficit de fundos pela emissão de ações primordialmente quando o custo do capital próprio é baixo relativo ao custo de endividamento. Adicionalmente, o trabalho mostra que as firmas utilizam uma quantidade menor do capital de terceiros quando seu valor de mercado é maior em relação ao seu valor patrimonial.
33	Silva e Valle (2008)	No endividamento de longo prazo verificou-se a superioridade das americanas sobre as brasileiras. No que se referem ao endividamento total, as brasileiras mostraram-se superiores às americanas. Foram encontradas evidências de que maiores proporção de ativos para garantia resultam em maiores níveis de dívida total e longo prazo e de que as empresas mais rentáveis e com altas taxas de despesa de depreciação tendem a apresentar menos dívidas, tanto de longo prazo como totais. Foi ainda verificado que empresas maiores tendem a ser mais endividadas no total
34	Valle (2008)	Foi constatado que as fontes diferenciadas de recursos e as linhas em moeda estrangeira tiveram participação significativa no nível de endividamento das empresas brasileiras e que a inclusão do acesso a estas fontes, juntamente com variáveis comumente utilizadas (tamanho, rentabilidade etc.) nos modelos de análise do nível de endividamento, contribuiu para o entendimento da estrutura de capital de empresas brasileiras.
35	Barros e Silveira (2008)	O artigo, teve por objetivo analisar a influência da intangibilidade e também do papel moderador do endividamento sobre a criação de valor para as empresas adquirentes nos eventos de aquisição. Os resultados mostram que a variável de interação entre intangibilidade e endividamento apresenta uma relação negativa e significativa com a criação de valor. Esse resultado rejeita o papel do endividamento como instrumento disciplinador contra os conflitos de agência, mas reforça a importância da folga financeira para a criação de valor nas aquisições promovidas por empresas intangível-intensivas.

36	Silveira, Barros e Perobelli (2008)	O estudo investigou empiricamente a influência das práticas de Governança Corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital. Os resultados revelam significativa influência, com sentido positivo, das práticas de governança sobre a alavancagem financeira, em particular daquelas relacionadas com a dimensão estrutura de propriedade e conselho de administração, sugerindo que a Governança Corporativa pode ser determinante relevante da estrutura de capital.
37	Bastos e Nakamura (2009)	A partir de seis indicadores de nível de endividamento foi evidenciado que os fatores específicos da firma: liquidez corrente, rentabilidade, <i>market to book value</i> e tamanho apresentaram os resultados mais significantes para a estrutura de capital das empresas dos três países. Dentre as quatro correntes teóricas analisadas (<i>Trade off</i> , Assimetria de informações, <i>Pecking order</i> e Agência), a teoria do <i>Pecking order</i> parece ser aquela que melhor explica os resultados obtidos para o Brasil e México. Para o Chile, além do <i>Pecking order</i> , a teoria do <i>Trade off</i> exerce forte influência sobre a estrutura de capital.
38	Burkowski, Preobelli e Zanini (2009)	O artigo analisa a estrutura de capital de 99 pequenas empresas. Os objetivos são verificar as características desejadas de financiamento e relação entre atributos da empresa/gestor e financiamentos de curto e longo prazo atuais e desejados, a partir das análises conjunta e de correspondência. Conclusivamente, evidenciaram-se aspectos da teoria da hierarquia de fontes obrigatória e a adequabilidade de certas teorias de estrutura de capital em pequenas empresas.
39	Futema, Basso e Kayo (2009)	Embora a distribuição de lucros no Brasil ainda seja muito baixa, comparada com a americana, a lucratividade demonstrou-se ser a variável explicativa de maior peso e influência tanto para a distribuição de lucros como para a alavancagem.
40	Kayo, Patrocínio e Martin (2009)	Os testes mostram que a variável de interação entre intangibilidade e endividamento apresenta uma relação negativa e significativa com a criação de valor. Esse resultado rejeita o papel do endividamento como instrumento disciplinador contra os conflitos de agência, mas reforça a importância da folga financeira para a criação de valor nas aquisições promovidas por empresas intangível-intensivas.
41	Macagnani, Pimenta e Cicconi (2009)	Pesquisa realizada por meio da aplicação de um questionário a uma população de 356 empresas de capital aberto, não financeiras e ativas no mercado brasileiro. Dessa população, uma amostra de 40 empresas foi analisada de modo a promover uma investigação dos fatores determinantes na escolha das fontes de recursos de longo prazo utilizadas por essas organizações. Verificou-se que o oportunismo foi considerado por 13% das empresas, enquanto a adoção de uma estrutura-meta de capital foi a opção de metade da amostra. A teoria da hierarquia de fontes de recursos foi a escolha de 28% das empresas analisadas. Os custos de transação foram considerados o fator que mais afeta a formação da estrutura de capital por 23% das empresas da amostra o que é condizente com a importância dos juros na escolha das fontes de recursos, além de fatores como flexibilidade financeira, <i>rating</i> e benefícios fiscais da dívida que também tiveram importância atribuída pelas empresas da amostra na composição de sua estrutura de capital.

Fonte: compilado pelo autor.

2.4 Estratégias de financiamento no agronegócio brasileiro

Estudos no mercado brasileiro apresentam resultados preliminares sobre as estratégias de financiamento nos setores do agronegócio. Em relação à competitividade financeira do sistema agroindustrial avícola brasileiro, os principais fatores que comprometem o desempenho das empresas nacionais em relação às internacionais são: falta de escala produtiva, altas taxas de juros para captação de recursos, desvalorizações cambiais e impostos em demasia. Mesmo com essas desvantagens em relação ao mercado internacional, o lucro líquido em relação às vendas líquidas das empresas brasileiras pesquisadas tem sido extremamente maior que o das estrangeiras. Isso ocorre porque a eficiência brasileira em sua produção faz com que a carga tributária elevada, perto dos padrões americanos, seja compensada. No Brasil, os maiores problemas do setor são o alto endividamento e a instabilidade cambial, que resulta em menor competitividade e maior risco às empresas brasileiras do setor (CALDEIRA, MATHIAS e PASIN, 2002).

Ao pontuar o financiamento empresarial cooperativo em termos de natureza, características, modalidades, restrições e relações de poder, Bastiani (2001) evidenciou que as cooperativas agropecuárias não dispõem das alternativas que se apresentam às sociedades mercantis nas decisões sobre as respectivas estruturas de capital, principalmente pela impossibilidade de emissão de títulos no mercado de ações. O estudo identificou que 64% das entidades cooperativas não possuem volume de recursos suficiente para atender a demanda por novos investimentos. Para tal, desse número de cooperativas, 36% sacrificam o capital de giro e duas buscam formar alianças estratégicas com outras cooperativas e empresas do setor. A pesquisa caracterizou a existência de *Pecking Order* nesse tipo de organização empresarial, pois priorizaram o uso dos recursos líquidos gerados internamente, seguidos de endividamento e do aporte de capital por meio dos associados. Além disso, o estudo detectou a presença de relação de poder, conforme se apresenta na teoria da agência, entre os cooperados que se encontram no comando da cooperativa, na condição de administradores, e os demais cooperados, que não fazem parte da administração e não detêm esse poder. Nesse contexto, para os cooperados que não detêm o poder, uma elevação do endividamento pode resultar em um incentivo para que a administração aja para o melhor desempenho e resultado, como também para reduzir suas mordomias e benefícios extraordinários.

Estudo publicado na *Revista de Agronegócios* (2002) indicou que, apesar de as empresas do agronegócio terem melhorado o resultado operacional, as flutuações do câmbio, associadas ao elevado custo do dinheiro no país, continuaram pressionando as despesas financeiras e provocando elevação do endividamento empresarial. As análises apresentadas ressaltam o aumento do endividamento de 123% do patrimônio líquido para 138%, quase o dobro dos 76% de seis anos atrás. Além disso, o nível mediano do endividamento empresarial supera o padrão nacional (119%) e apresenta características indesejáveis em sua composição, pois

cerca de 42% desse endividamento são dívidas bancárias, e metade delas vence no curto prazo. O estudo conclui que as empresas do agronegócio estão mais vulneráveis aos períodos turbulentos da economia nacional do que a média das empresas nacionais.

Ao pesquisar as especificidades e características das decisões de estrutura de capital do agronegócio, [Schnorrenberger et al. \(2008\)](#) observaram diferença significativa entre as companhias do grupo do agronegócio e as do grupo demais companhias da Bovespa. Os resultados sugerem maior endividamento e risco financeiro das companhias do agronegócio, em relação as demais companhias, possivelmente pelas características e peculiaridades do segmento, como clima, sazonalidade, clima, duração do ciclo produtivo e ciclo financeiro.

3 MÉTODO

De acordo com os objetivos gerais da pesquisa, é possível classificá-la como do tipo exploratória e descritiva. Exploratória pois tem como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito. É descritiva porque tem como objetivo geral a descrição das características de determinada população ou fenômeno ([GIL, 2002](#)).

Constitui-se objeto de estudo desta pesquisa uma cooperativa da cadeia agro-alimentar do Rio Grande do Sul, e as companhias de mesmo setor listadas na Bovespa. Na etapa de coleta de dados, buscar-se-ão as variáveis de endividamento junto aos Balanços Patrimoniais dos anos de 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008 das empresas pesquisadas. Para a análise dos resultados, o estudo fará uso das estatísticas descritivas e gráficas das variáveis de estrutura de capital (endividamento) no período acima.

As variáveis representativas do endividamento (estrutura de capital) utilizadas no estudo são as mesmas apresentadas por [Procianoy e Schnorrenberger \(2004\)](#), ajustadas de acordo com as novas Normas Contábeis. Deste modo, a variável costumeiramente identificada como ELP (Exigível a Longo Prazo), passa a ser nomeada no estudo como Passivo Não Circulante (PNC), conforme identificado no Quadro 2.

QUADRO 2 - Variáveis representativas de endividamento utilizadas

Variável	Descrição
PNC/PL	Expressa a relação entre duas fontes de capital de longo prazo para financiamento das companhias, permitindo, com isso, visualizar o nível de recursos de longo prazo (Passivo Não Circulante) em relação ao capital próprio (Patrimônio Líquido), mantidas as demais variáveis inalteradas
PNC+PC/ PL	Mantidas as demais variáveis inalteradas, revela os níveis totais de uso de capital de terceiros, composto pelas fontes de curto prazo (Passivo Circulante) e longo prazo (Passivo Não Circulante), em relação aos capitais próprios (Patrimônio Líquido)

PC/PL	Apresenta a relação entre as fontes de curto prazo (Passivo Circulante) em relação ao capital próprio (Patrimônio Líquido), mantidas as demais variáveis inalteradas
PC/PNC+PL	Apresenta a relação estabelecida entre as fontes de recursos de curto prazo (Passivo Circulante) e as de longo prazo (Passivo Não Circulante e Patrimônio Líquido). Mantidas as demais variáveis inalteradas, esta variável, quanto maior for o resultado da variável maior será a dependência e a utilização de recursos de curto prazo, ou seja, com menores prazos de vencimento (Passivo Circulante) em relação a recursos de longo prazo, e, com prazos maiores de vencimento
PC/PNC	Indica a relação entre os recursos de terceiros de curto prazo (Passivo Circulante) e os recursos financeiros de longo prazo (Passivo Não Circulante). Um resultado elevado nesta variável, mantidas as demais variáveis constantes, indica um maior uso de recursos de curto prazo (Passivo Circulante) e de menor vencimento, comparativamente aos recursos de longo prazo (Passivo Não Circulante)
PT-PL/AT	Revela a participação dos recursos não próprios (Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo) sobre o total do ativo (Ativo Total). Esta variável permite visualizar qual a participação dos recursos de terceiros sobre o total das fontes de recursos da empresa, mantidas as demais variáveis constantes
IFCP/PL	Representa a relação dos recursos obtidos junto a instituições financeiras no curto prazo (Instituições Financeiras de Curto Prazo), sobre o total do patrimônio líquido (Patrimônio Líquido), se mantidas as demais variáveis inalteradas. A variável permite visualizar a participação individualizada do financiamento de curto prazo junto a instituições financeiras, eis que, normalmente, as informações restringem-se ao passivo circulante da companhia. A variável também permite visualizar a utilização de recursos empregados em maior volume no mercado brasileiro, devido às dificuldades de captação dos recursos de longo prazo
IFLP/PL	Revela a participação dos recursos obtidos junto a instituições financeiras de longo prazo (Instituições Financeiras de Longo Prazo) em relação aos recursos originários do capital próprio (Patrimônio Líquido). A variável permite visualizar distintamente os valores correspondentes à instituições financeiras de longo prazo (Instituições Financeiras de Longo Prazo), eis que, normalmente, as informações contemplam a composição global, incluídos os demais recursos de longo prazo, como parcelamentos tributários e outros (Exigível a Longo Prazo)

Fonte: compilado pelo autor com base em [Procianoy e Schnorrenberger](#) (2004, p. 127) com os ajustes realizados no presente estudo.

As empresas listadas na Bovespa foram às pertencentes ao grupo do Agro-Alimento: empresas do agronegócio da cadeia agro-alimentar do mesmo segmento da cooperativa pesquisada, como aves, suínos, lácteos.

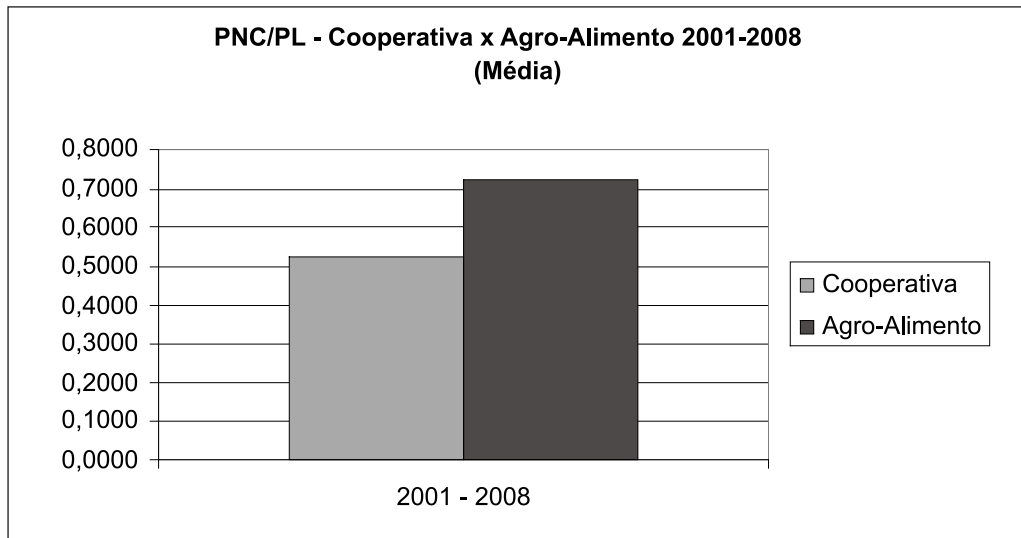
Para todas as variáveis de estrutura de capital apresentadas, quanto maiores forem os resultados obtidos, maior é a dependência e o uso de recursos de terceiros, e, por conseguinte, maiores os riscos incorridos pela cooperativa e pelas companhias estudadas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados encontrados apresentam-se na forma gráfica, permitindo melhor visualização da comparação entre os níveis de endividamento das companhias do Agro-Alimento pertencentes a Bolsa de Valores de São Paulo, e os níveis de endividamento da cooperativa.

Quando comparado os níveis de endividamento entre a cooperativa e as companhias do grupo do Agro-Alimento da Bovespa, em todo o período (2001-2008), observou-se níveis inferiores de risco obtidos pela Cooperativa, conforme Gráfico 1 que segue. Os dados representados correspondem ao índice PNC (Passivo Não Circulante) dividido pelo PL (Patrimônio Líquido). O índice constitui-se da relação dos recursos de longo prazo obtidos pela empresa diante seu capital próprio (Patrimônio Líquido).

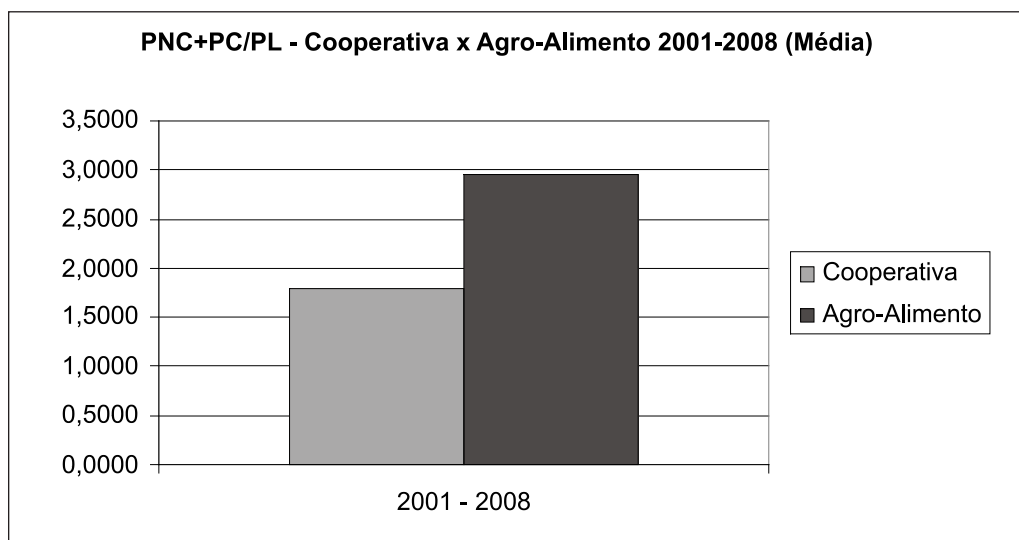
GRÁFICO 1- Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento no período de 2001-2008 no Índice PNC/PL



Fonte: compilado pelo autor com base nos dados.

O nível mais baixo de endividamento entre no índice PNC+PC/PL no período de 2001-2008, foram obtidos pela cooperativa. O índice indica qual a relação entre o volume de recursos de terceiros (curto e longo prazo) e o volume de capital próprio (Patrimônio Líquido). Os resultados encontram-se apresentados no Gráfico 02.

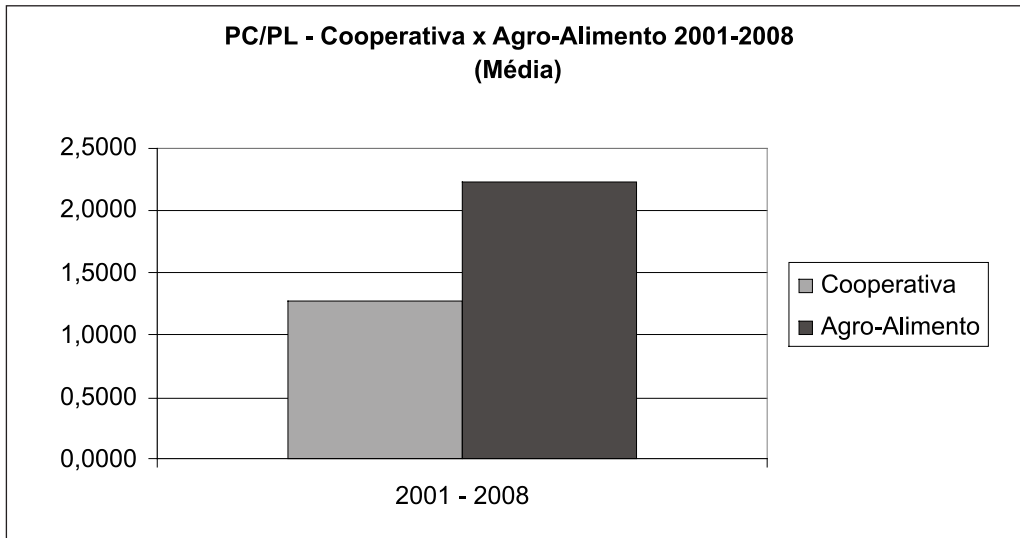
GRÁFICO 2 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento no período de 2001-2008 no Índice PNC+PC/PL



Fonte: compilado pelo autor com base nos dados.

O Gráfico 3 representa os níveis de endividamento obtido no período de 2001 a 2008, entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento. Neste gráfico, visualiza-se menor o nível de endividamento da Cooperativa em relação as demais companhias do Agro-Alimento. O índice mede o total das dívidas de curto prazo, em relação ao Patrimônio Líquido (PL).

GRÁFICO 3 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento no período de 2001-2008 no Índice PC/PL

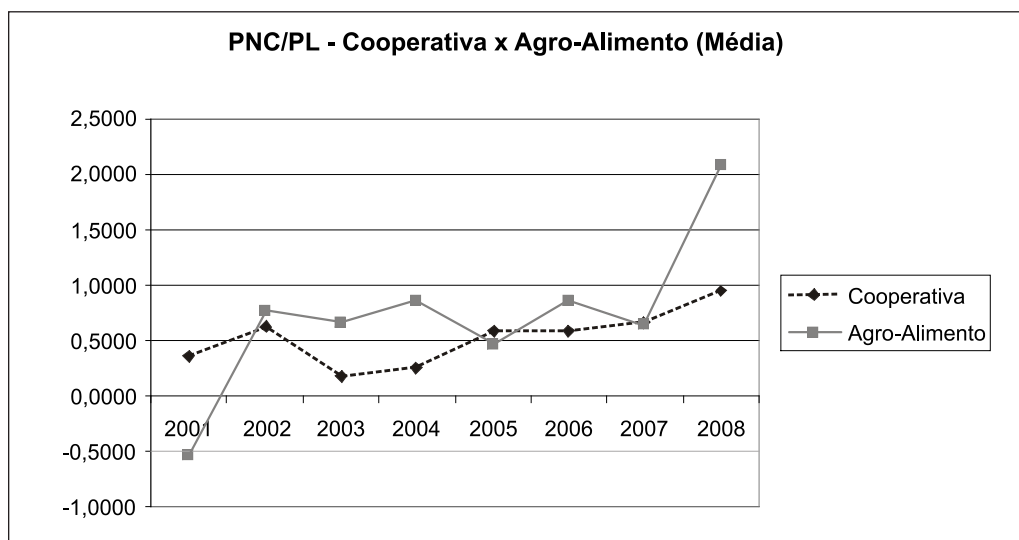


Fonte: compilado pelo autor com base nos dados.

Os níveis de endividamento também foram menores na Cooperativa, quando comparados com as demais companhias do agro-alimento, nos índices de endividamento (PC/PNC+PL), (PC/PNC), (PC+PNC/AT), (IFCP/PL) e (IFLP/PL). A representação ocorre no Gráficos 4 e Gráfico 05, apresentados no Anexo A, no Gráfico 06 e Gráfico 07, no Anexo B, e Gráfico 08 no Anexo C.

Os níveis de endividamento, entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento, em cada um dos anos de estudo, indicam que a Cooperativa apresenta níveis inferiores quando comparados com as demais companhias do Agro-Alimento. Isso não ocorre, em apenas dois anos. No ano de 2001 a diferença é grande, ao passo que em 2005, a diferença visualizada é insignificante. Nos anos de 2002, 2003, 2004, 2006, 2007 e 2008, o nível das companhias é superior aos níveis da cooperativa. O Gráfico 09 vislumbra a relação do Passivo Não Circulante (longo prazo) com o Patrimônio Líquido da Cooperativa, apontando que não existe alto comprometimento de recursos de longo prazo, comparados com o capital próprio (Patrimônio Líquido).

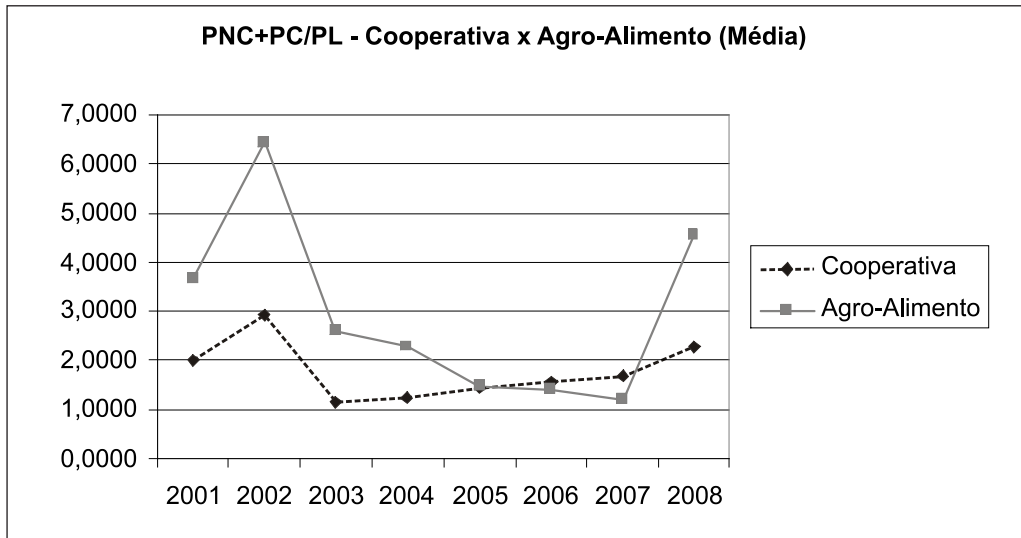
GRÁFICO 9 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento em cada um dos anos no Índice PNC/PL



Resultados semelhantes também ocorrem quando comparados o Passivo Não Circulante (recursos longo prazo) e o Passivo Circulante (recursos de curto prazo) e sua relação com o Patrimônio Líquido (Capital Próprio). Exceto para os anos de 2006, com pequena diferença, e 2007, os níveis da cooperativa apontam com níveis superiores. Em todos os demais anos, os níveis de endividamento da cooperativa são inferiores aos das companhias do Agro-Alimento da Bovespa.

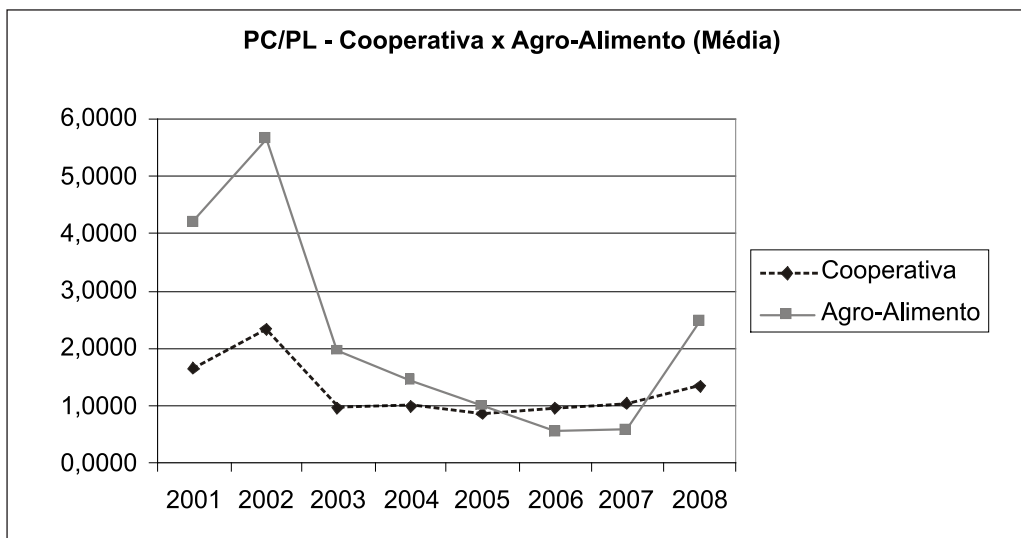
Observando o Gráfico 10, visualiza-se níveis superiores em 2006 (pequena diferença), e em 2007, pela Cooperativa. Nos demais anos de estudo, as companhias níveis superiores em relação à Cooperativa pesquisada.

GRÁFICO 10 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento em cada um dos anos no Índice PNC+PC/PL



O Gráfico seguinte, representa os níveis de endividamento de curto prazo (Passivo Circulante) em relação ao Patrimônio Líquido (Capital Próprio) entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento, nos anos de 2001 a 2008. Os resultados indicam que nos anos de 2006 e 2007 a Cooperativa apontou níveis superiores neste indicador de endividamento. Já nos demais anos as companhias do Agro-Alimento obtiveram níveis superiores de endividamento.

GRÁFICO 11 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento em cada um dos anos no Índice PC/PL



De modo geral, os Gráficos 12, 13, 14, 15 e 16, apresentados nos Anexos D, E e F respectivamente, demonstram resultados semelhantes aos demais. Quando comparados todos gráficos, apresentados ano a ano, observa-se que no ano de 2008 o nível de endividamento da Cooperativa é inferior as demais companhias do Agro-Alimento listadas na Bovespa.

5 CONCLUSÕES

Neste trabalho, pretendeu-se realizar um estudo comparado do endividamento na cadeia produtiva do agro-alimento, entre cooperativa do setor no Rio Grande do Sul e as companhias do setor listadas na Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo. Para tanto, fez-se uso das informações estatísticas descritivas e gráficas das variáveis de estrutura de capital (endividamento) constantes nos Balanços Patrimoniais dos anos de 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008.

A motivação para o estudo ocorreu já que as cooperativas apresentam formas diferenciadas de financiamento em relação às companhias da Bovespa. Isso ocorre pois as fontes de financiamento através do capital social são limitadas, eis que dependem exclusivamente dos recursos dos associados. Além disso, devido a sua constituição legal e jurídica, as cooperativas não possuem possibilidade de captação de recursos via emissão de títulos no mercado acionário, tornando-as dependentes exclusivamente dos lucros e fontes bancárias.

Considerando a teoria de *pecking order*, que se caracteriza por uma ordem pré-determinada de captação de recursos, e supondo certo esgotamento de lucros obtidos de lucros, e considerando dificuldades de obtenção de recursos pela cooperativa, duas hipóteses podem ocorrer. A primeira, na qual a cooperativa apresenta endividamento superior às companhias da Bovespa, já que passa a concentrar a captação de recursos na alternativa de endividamento. A segunda hipótese ocorre quando a cooperativa apresenta níveis inferiores de endividamento em relação às companhias da Bovespa, sugerindo aversão ao risco de endividar-se em níveis mais elevados, com o receio de esgotar e comprometer a última alternativa à disposição da empresa.

Neste estudo, quando pesquisado em toda extensão do período (2001 a 2008) observou-se que os níveis de endividamento da cooperativa, na grande maioria das situações, são inferiores aos demais grupos de companhias listadas na Bovespa, especialmente quando comparados com o grupo do agro-alimento, setor a que pertence a cooperativa, apontando indícios de confirmação da segunda hipótese. Quando comparado os níveis ano a ano, verificou-se oscilações, principalmente nos períodos de 2004 a 2007. Entretanto, é visível que no ano de 2008, a Cooperativa demonstrou queda nos níveis de endividamento, quando confrontada com as companhias do Agro-Alimento listadas na Bovespa. A partir disso, existem indícios que a cooperativa possa alavancar um maior volume de recursos, se considerada a comparação com as demais empresas do segmento,

baseada na teoria clássica de finanças, na qual sugere que cada empresa deve aderir e confrontar-se aos níveis de endividamento de seu setor.

Este estudo permitiu ainda para conhecer os estudos sobre estrutura de capital no mercado brasileiro. Com base neles, pôde-se verificar ainda, da existência de uma grande quantidade de estudos centrados na teoria de *pecking order*, e na própria teoria que considera a classificação setorial com aspecto relevante. Entretanto, existem inúmeras outras centradas em outras abordagens teóricas clássicas e estudos científicos recentes, pressupondo e confirmando que não haja uma única teoria capaz de explicar as decisões de estrutura de capital no mercado financeiro brasileiro.

Por fim, sugere-se novos estudos sobre a estrutura de capital considerando um grupo de cooperativas e as companhias da Bovespa, tentando descobrir melhor as diferenças entre elas. Do mesmo modo, seria adequado um confronto entre os níveis de endividamento das cooperativas e das companhias do setor na Bovespa, considerando os momentos históricos, políticos e econômicos que o país conviveu ao longo do período de estudo.

REFERÊNCIAS

- ALVES, A. F. Participação da agricultura no crescimento econômico. In: MONTOYA, M. A; ROSSETO, C. R. (Orgs.). **Abertura econômica e competitividade no agronegócio brasileiro**. Passo Fundo: UPF, 2002. ❶
- BARCLAY, M. J.; SMITH, J. The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence. **Journal of Applied Corporate Finance**, n. 12, p. 8-20, 1999. ❶
- BARROS, L. A. B. C.; SILVEIRA, A. D. Excesso de confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, 2008. ❶
- BASTIANI, I. C. R. Estrutura e custo de capital: um estudo sobre a realidade das cooperativas agropecuárias do Paraná. **Caderno de Administração**. Maringá/PR. v. 9, p. 101-130, 2001. ❶
- BASTOS, D. D.; DAVID, M.; BERGMANN, D. R. Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina no Período 2001 - 2006. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. ❶
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 75-94, maio/agosto 2009. ❶

BATALHA, Mário O. et al. **Gestão Agroindustrial**. São Paulo, Atlas, 1997, vol I-II. ①

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. 5. ed. Portugal: McGraw-Hill, 1998. ①

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D.; Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças-USP**, São Paulo, N.43, p.9-19, Jan/Abr. 2007. ①

BRITO, R. D. O.; MOREIRA, M.L. Determinantes da duração da dívida corporativa no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Salvador-Bahia: ANPAD, 2006. ①

BURKOWSKI, E.; PEROBELLI, F. F.; ZANINI, A. A Identificação de Preferências e Atributos Relacionados à Estrutura de Capital em Pequenas Empresas. **RAE-eletrônica** - v. 8, n. 1, Art. 2, jan./jun. 2009. ①

CALDAS, R. de A. **Agronegócio brasileiro: ciência, tecnologia e competitividade**. Brasília: CNPQ, 1998. ①

CALDEIRA, L.; MATHIAS, A B.; PASIN, R.M. Competitividade financeira do Sistema Agroindustrial Avícola Brasileiro. In: XXXVII Cladea, Porto Alegre, 2002. ①

CARRETE, L. S. **Decisões de Estrutura de Capital: Evidências Empíricas a partir de Modelo Estrutural de Crédito**. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. ①

CICOGNA, M. P. V.; TONETO Jr. R. O Impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. **R. Adm.**, São Paulo, v. 42, n.1, p.52-63, jan/fev/mar. 2007. ①

CICOGNA, M. P. V.; VALLE, M. R.; TONETO Jr, R. O Impacto da Adesão a Padrões mais Elevados de Governança sobre o Financiamento Empresarial. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ANPAD, 2005. ①

COOK, M. L. The evolution of U.S. agricultural cooperative financial strategies. In: International agribusiness seminar Águas de São Pedro: [s.n], 1994. ①

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. **Financial Theory and Corporate Policy**. 3. ed. Addison Wesley Publishing Company, Mass, 1992. ① ②

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de *Pecking Order* e *Trade-Off*, usando *Panel Data*. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. ①

CORREA, H. L. ; GIANESI, I. G. N. **Just in time, MRP II e OPT**. São Paulo, Atlas, 1996. ①

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Estudo dos Modelos Trade-off e Pecking Order para as Variáveis de Endividamento e Payout com Empresas Brasileiras (2000 - 2006). In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. ①

DONALDSON, G. G. **Corporate Debt Capacity: a Study of Corporate Debt Policy and Determination of Corporate Debt Capacity**. Boston: Harvard Graduate Scholl of Bussines Administration, 1961. ①

EID Jr, W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de administração de empresas - RAE**. v. 36, n. 4, 1996, p. 51-59. ①

FERRAZ, J. C.; KUPFER, D.; HAGUENAUER, L. **Made in Brazil: desafios competitivos para a indústria**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1995. ①

FERREIRA, R. M.; BERTUCCI, L. A.; PEREIRA FILHO, A. D. Relação entre Estrutura de Capitais e Estrutura de Ativos: Um Estudo em Setores Específicos da Economia Brasileira. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. ①

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital proprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 44-62, jan./abr. 2009. ①

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo : Atlas, 2002. ①

GITMAN, L. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. ①

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociáveis em bolsas de valores. In: LEAL, R. P. C; COSTA Jr, N. C. A; LENGGRUBER, E.F. **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2001. ①

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Dados Estatísticos**. Disponível em: <<http://www.ibge.org.br>>. Acesso em: jun./2009. ①

- JUNQUEIRA, L. R.; BERTUCCI, J. L. O.; BRESSAN, A. A. Alavancagem Financeira como Estratégia de Financiamento do Processo de Crescimento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período 1995-2002. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ANPAD, 2005. ❶
- KAYO, E. K.; PATROCÍNIO, M. R., MARTIN, D. M. L. Intangibilidade e criação de valor em aquisições: o papel moderador do endividamento. **R. Adm.**, São Paulo, v. 44, n. 1, p. 59-69, jan./fev./mar. 2009. ❶
- KAYO, E. K.; THE, C. C.; BASSO, L.F.C. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 41, n. 2, p. 158-168, abr/maio/jun. 2006. ❶
- KORAJCZYK, R. A.; LUCAS, D.; McDONALD, R. Understanding stock price behavior around the time of equity issues. **Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investments**, Chicago: University of Chicago Press, 1990. ❶
- LAUREANO, G. Determinantes dos Endividamentos de Curto e Longo Prazos das Empresas Brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. ❶
- LOUGHRAN, T.; RITTER, J. R. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. **The Journal of Finance**, v. LII, n. 5, p. 1823-1850, dec. 1997. ❶
- MACAGNANI, C. S.; PIMENTA Jr., T.; CICCONI, E. G. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **R. Adm.**, São Paulo, v. 44, n. 1, p. 70-81, jan./fev./mar. 2009. ❶
- MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresas brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças - USP**, São Paulo, n. 37, p. 37-45, jan./abr. 2005. ❶
- MEDEIROS, O.; DAHER, C. E. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **RAC**, Curitiba, v.12, n.1, p. 177-199, Jan/Mar. 2008. ❶
- MENDES-DA-SILVA, W.; FAMÁ, R.; MATERLANC, R. Governança Corporativa e Decisões de Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras Listadas. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. ❶

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. **Journal of Finance Economics**, n. 13, 1984, p. 187-221. ❶

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F. ; COSTA, A. C. F. ; AMARAL, A. C. . Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro: Análise de Regressão com Painel de Dados no Período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, p. 72-85, 2007. ❶

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; KIMURA, H. Indicadores Contábeis como Determinantes do Endividamento das Empresas Brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ANPAD, 2004. ❶

NESS Jr, W.L.; ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 36, n. 2, p. 89-102, abr./jun. 2001. ❶

PARRÉ, J. L.; ALVES, A. F.; PEREIRA, M. F. Desempenho do setor agroindustrial da região Sul do Brasil. In: MONTOYA, M. A.; ROSSETO, C. R. **Abertura econômica e competitividade no agronegócio brasileiro**. Passo Fundo: UPF, 2002. ❶

PEREIRA, M. A. Estudo do Nível de Divulgação e sua Relação com a Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ANPAD, 2004. ❶

PEROBELLI, F. F. C.; BURKOWSKI, E.; OLIVEIRA, D. L. Estudo sobre a Estrutura de Capital e Decisões de Financiamento de Longo Prazo em Pequenas Empresas. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. ❶

PEROBELLI, F. F. C.; CERQUEIRA, J. E. A.; CASTRO, G. S.; PAZOS, R. B. Relação Eva® Estrutura de Capital: uma Análise em Painel em Empresas Brasileiras do Setor de Siderurgia e Metalurgia. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. ❶

PROCIANOY, J. L.; CASELANI, C. N. A Emissão de ações como fonte de crescimento ou como fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos. **Revista de Administração - USP**, v. 32, n. 3, p. 70-81, jul./set.1997. ❶

PROCIANOY, J. L.; KRAEMER, R.; Estrutura de capital: um enfoque sobre a capacidade máxima de utilização de recursos de terceiros das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo, In: **Finanças corporativas**. Organizado por LEAL, R. P. C; COSTA Jr, N. C. A; LENG RUBER, E.F. São Paulo: Atlas, 2001. p. 58-77. ❶

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, 2004. ❶ ❷ ❸

REVISTA de agronegócios da FGV, Outubro de 2002. ❶

ROCHA, F. D. Determinantes da Estrutura de Financiamento de Empresas Brasileiras do Setor Elétrico: Análise para os Anos de 2000 - 2004. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. ❶

ROCHA, F. D.; AMARAL, H. F. A Explicação da Escolha da Estrutura de Capital por Modelos de Ajuste Parcial: Uma Aplicação no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO , Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. ❶

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995. ❶ ❷ ❸ ❹ ❺

ROSSI JR., J. L.; CÉSPEDES, I. Testes Empíricos sobre *Market Timing* na Determinação da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. ❶

SCHNORRENBERGER, A et al. Decisões de Endividamento e Risco Financeiro nas Companhias do Agronegócio Listadas na Bovespa. **Estudo & Debate**, Lajeado, v.15, n.2, p. 115-136, 2008. ❶

SILVA, A. F.; VALLE, M. R. Análise da Estrutura de Endividamento: Um Estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras e Americanas. **RAC**, Curitiba, v.12, n.1, p.201-229, Jan/Mar.2008. ❶

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **RAC**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, Jul./Set. 2008. ❶

SOARES, K.; PROCIANOY, J. L. O perfil de endividamento das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo após o plano real. ENCONTRO DA ANPAD, 2000, 24., Florianópolis. **Anais...** Florianópolis, 2000. ❶

TERRA, P. R. S. Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. **R. Adm.**, São Paulo, v. 42, n. 2, p. 192-194, abr/maio/jun. 2007. ①

VALLE, M. R. Juros Altos, Fontes de Financiamento e Estrutura de Capital: o Endividamento de Empresas Brasileiras no Período 1997 - 2006. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. ①

WBATUBA, B. R; TRETER, J.; SAUSEN, J. O. Mudança estratégica organizacional. **Desenvolvimento em Questão**. Ijuí: Unijuí, 2004. p. 149-177. ①

YOSHINAGA, C. E.; LUCCHESI, E. P. Teoria dos Contratos e Estrutura de Capital: uma Abordagem Empírica. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. ①

ANEXO A

GRÁFICO 4 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento no período de 2001-2008 no Índice PC/PNC+PL

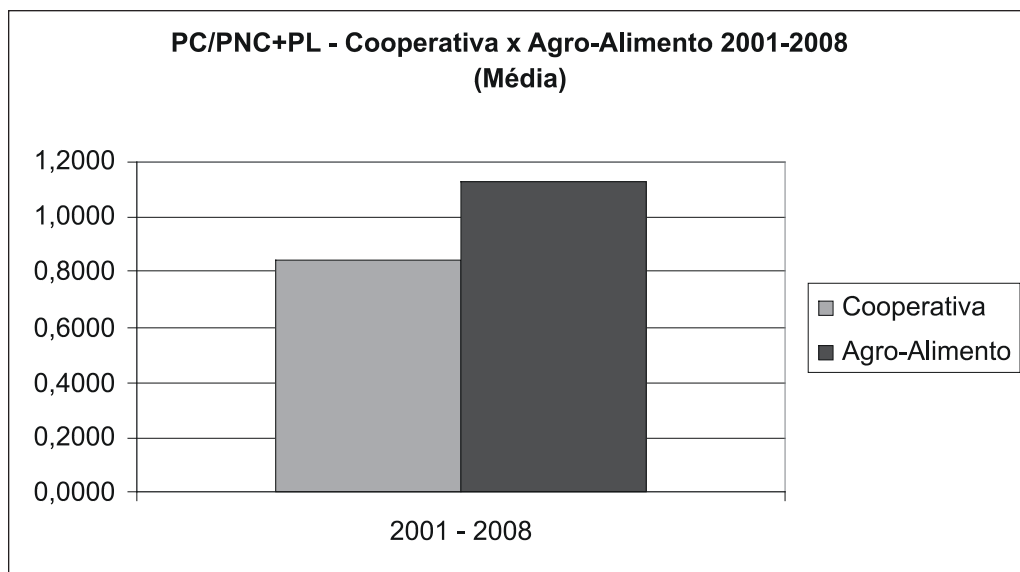
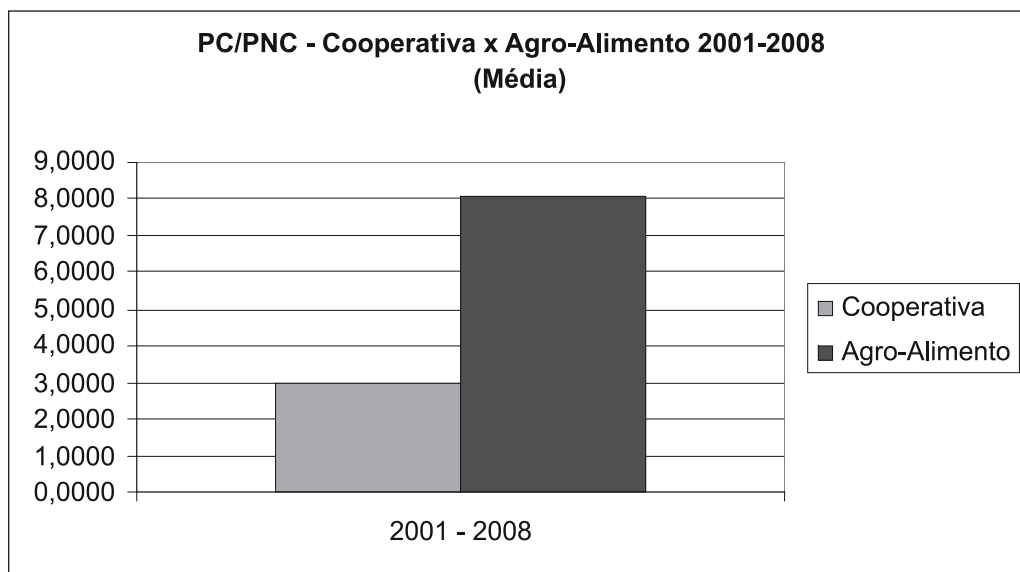


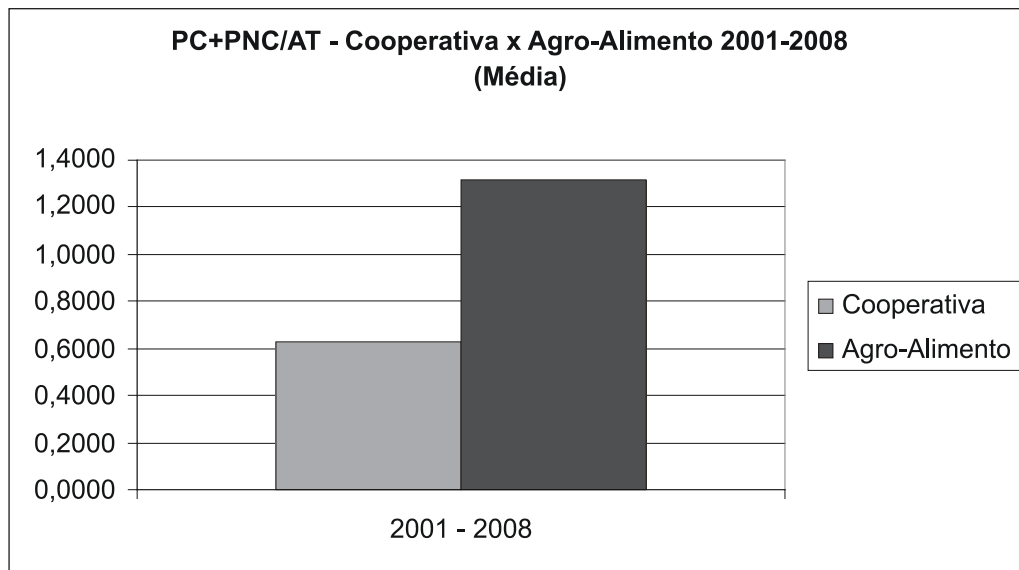
GRÁFICO 5 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento no período de 2001-2008 no Índice PC/PNC



Fonte: compilado pelo autor com base nos dados.

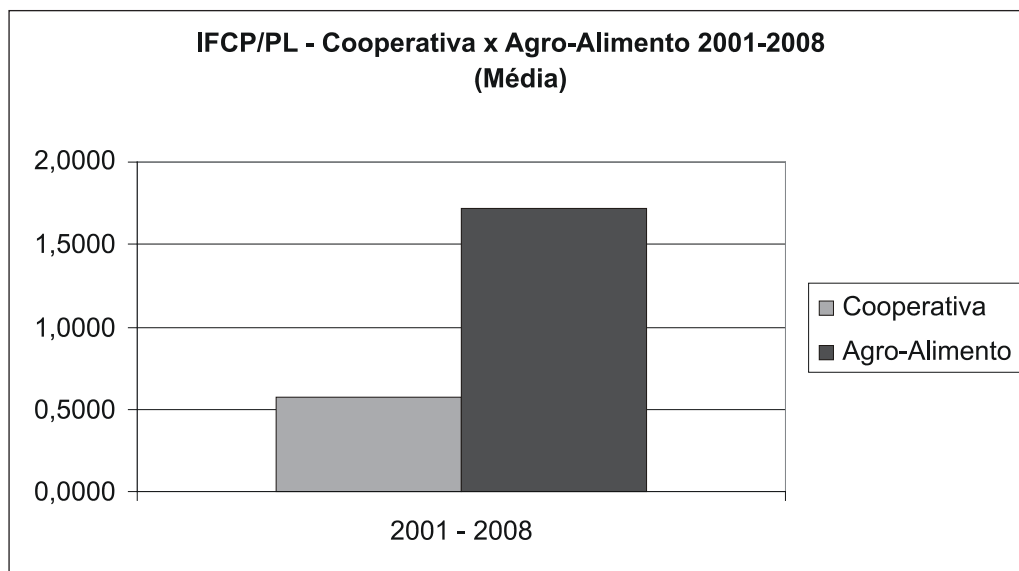
ANEXO B

GRÁFICO 6 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento no período de 2001-2008 no Índice PC+PNC/AT



Fonte: compilado pelo autor com base nos dados.

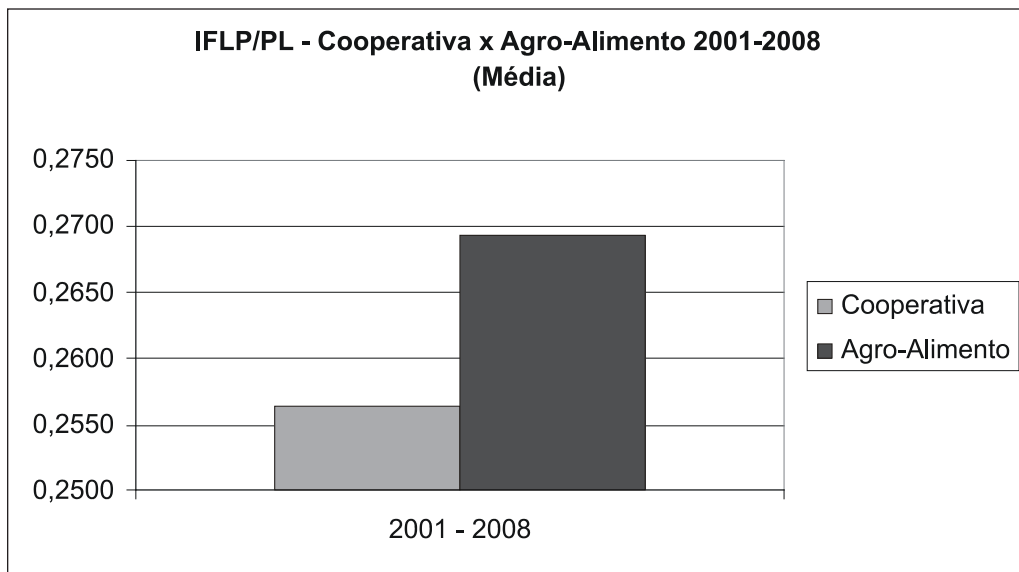
GRÁFICO 7 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento no período de 2001-2008 no Índice IFCP/PL



Fonte: compilado pelo autor com base nos dados.

ANEXO C

GRÁFICO 8 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento no período de 2001-2008 no Índice IFLP/PL



Fonte: compilado pelo autor com base nos dados.

ANEXO D

GRÁFICO 12 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento em cada um dos anos no Índice PC/PNC+PL

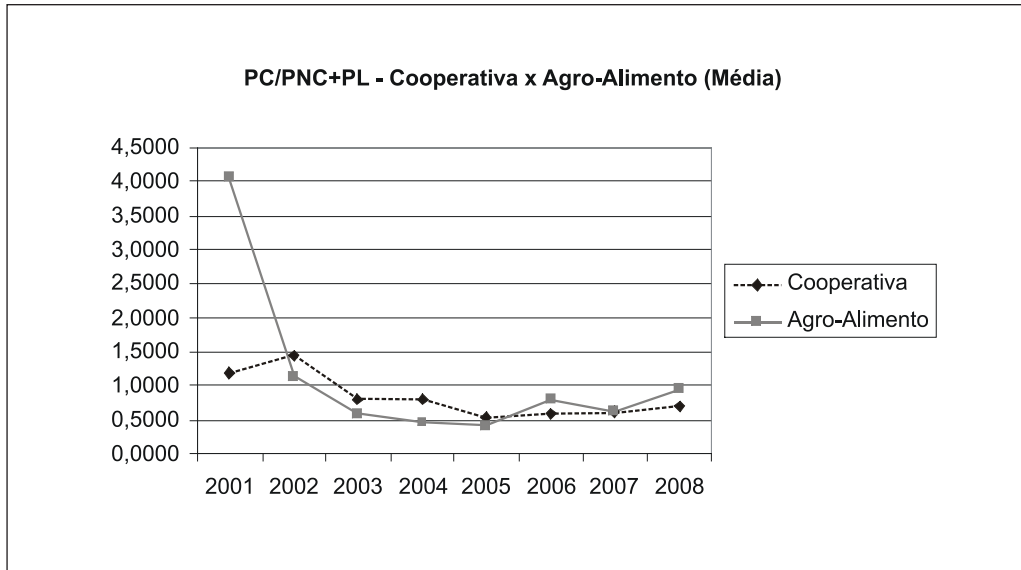
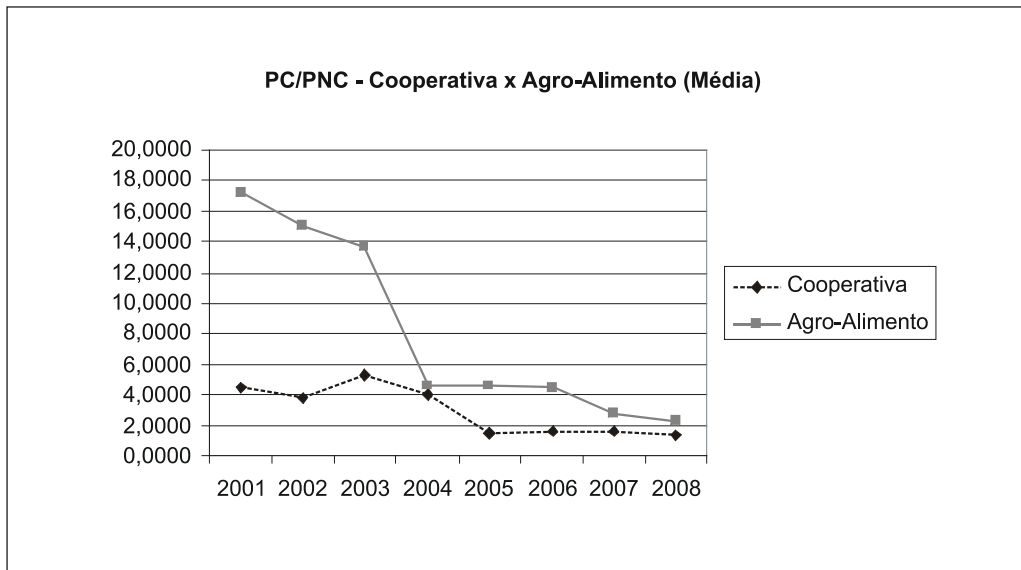


GRÁFICO 13 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento em cada um dos anos no Índice PC/PNC



ANEXO E

GRÁFICO 14 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento em cada um dos anos no Índice PC+PNC/AT

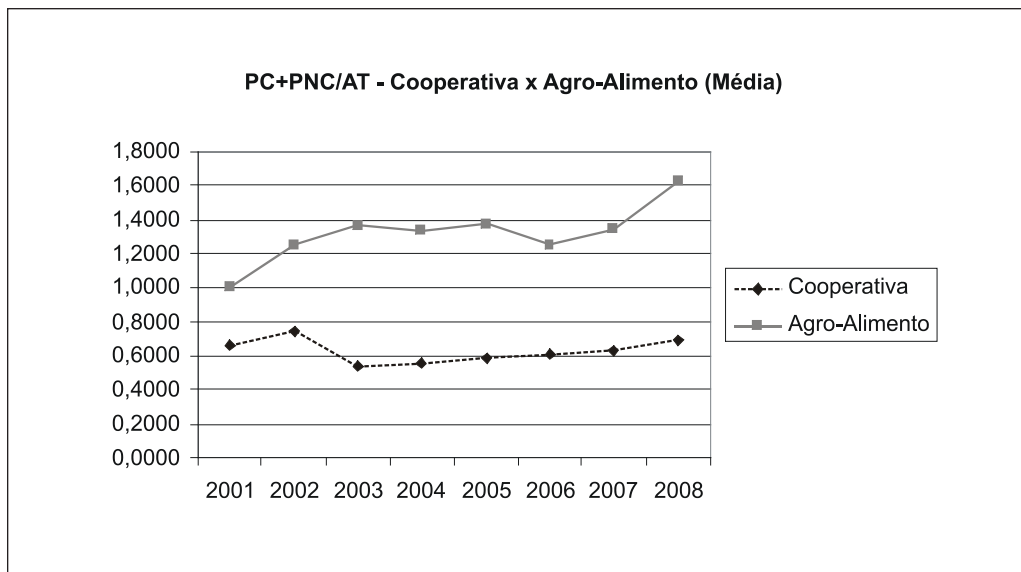
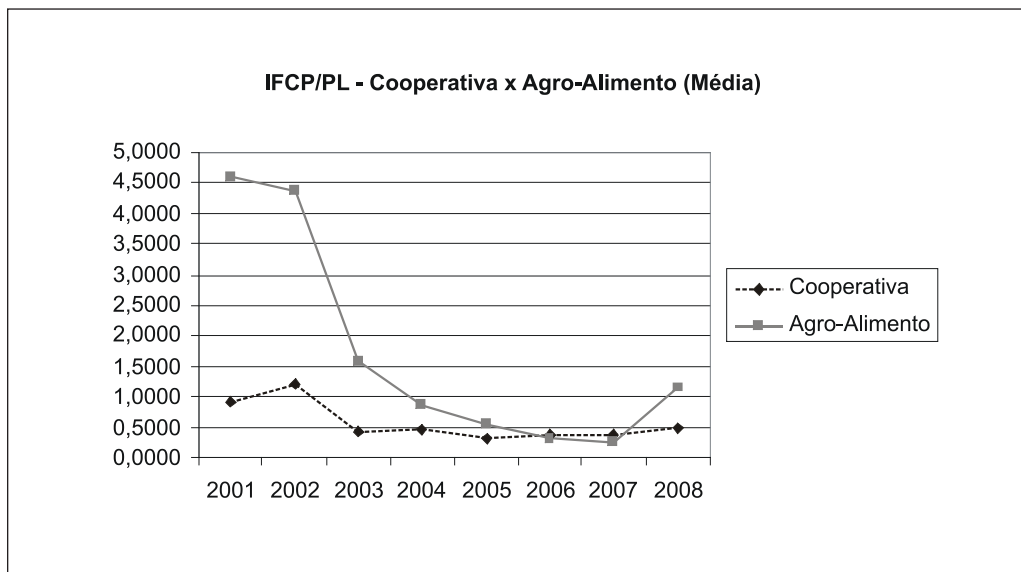


GRÁFICO 15 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento em cada um dos anos no Índice IFCP/PL



ANEXO F

GRÁFICO 16 - Níveis de Endividamento entre a Cooperativa e as companhias do Agro-Alimento em cada um dos anos no Índice IFLP/PL

