

DESEMPENHO ECONÔMICO DAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO PÓS CRISE FINANCEIRA DE 2008

Cristian Baú Dal Magro¹;
Rosemar José Hall²;
Nelson Hein³;

RESUMO

A crise econômica de 2008, denominada crise do subprime, impactou fortemente a economia mundial e as empresas em geral. O cerne da crise foi o sistema financeiro, com a quebra de bancos, levando o desemprego a diversos setores da economia dos países. A cooperativa de crédito é um setor em crescimento há vários anos, contudo está inserido no sistema financeiro e pode ter sido afetado de alguma maneira pela crise. Muitas vezes alheio à crise, o cooperado espera obter ganhos com os valores do capital investido. Nesse sentido esse estudo tem por objetivo verificar se, após a crise subprime, cooperativas de crédito criaram valor econômico aos associados. Para tanto, foram analisados o Balanço patrimonial e a demonstração de sobras e perdas de 13 cooperativas, que tiveram seus relatórios de gestão de 2009 e 2010 disponibilizados na web. Para verificar o desempenho dessas empresas no período seguinte à crise - 2009 e 2010 -, utilizou a técnica contábil de apuração do valor econômico adicionado EVA®. Os resultados revelaram que das 13 cooperativas analisadas 7 tiveram EVA® positivo em 2009 e 8 em 2010, ou seja adicionaram valor econômico aos investimentos dos cooperados. Além disso, das 13 cooperativas, dez tiveram resultados melhores em 2010 em relação a 2009, demonstrado que o ano subsequente a 2008 foi pior para os investimentos dos cooperados.

Palavras-Chave: Crise Subprime. Cooperativas de Crédito. Valor Econômico Adicionado.

RESUMEN

La crisis económica de 2008, dijo que la crisis subprime afectó fuertemente la economía mundial y los negocios en general. El corazón de la crisis fue el sistema financiero, con las quiebras bancarias, el desempleo conduce a diversos sectores de la economía de los países. Una cooperativa de crédito es una industria en crecimiento desde hace varios años, pero se inserta en el sistema financiero y puede haber sido afectados de alguna manera por la crisis. A menudo ajenos a la crisis, las ganancias esperadas cooperaron con los valores de capital invertido. En este sentido, este estudio tiene como objetivo determinar si, después de la crisis subprime, las cooperativas de crédito han creado un valor económico a los miembros. Por lo tanto, se analizaron disponible el balance y la cuenta de los excedentes y las pérdidas de 13 cooperativas, que tuvo sus informes

¹ doutorando em ciências contábeis e administração – FURB; crisbau@uceff.edu.br

² doutorando em ciências contábeis e administração – FURB e professor da Universidade Federal da Grande Dourados; RosemarHall@ufgd.edu.br

³ doutor em Engenharia da Produção – UFSC, professor do programa de pós-graduação em Ciências Contábeis – FURB; hein@furb.br

de gestión para 2009 y 2010 en la web. Para verificar el funcionamiento de estas empresas en el siguiente período de la crisis - 2009 y 2010 - la técnica contable utilizada para determinar el valor económico agregado EVA®. Los resultados revelaron que 7 de las 13 cooperativas analizadas tenían EVA® positivo en 2009 y 8 en 2010, es decir, un valor añadido económico a las inversiones de los miembros. Por otra parte, las 13 cooperativas, diez tenían mejores resultados en 2010 en comparación con 2009, demostraron que después de 2008 fue el peor año para las inversiones de los miembros.

Palabras clave: Crisis Subprime. Uniones de crédito. Valor Económico Añadido.

INTRODUÇÃO

A mais recente crise econômica mundial teve seu início em meados de 2008 e se alastrou nas principais economias mundiais. Uma das principais causas que ocasionou a crise financeira de 2008 foi que o mercado imobiliário norte-americano abriu crédito na compra de imóveis para pessoas qualificadas por profissionais do mercado como “ninjas” (DAWBOR, 2009). Assim, o crédito disponibilizado para compra de imóveis aos norte-americanos sem capacidade de pagamento levou à chamada “bolha financeira”, afetando em primeiro momento os bancos em seguida as empresas de produção de diversos países.

A economia de diversos países foi afetada, e no Brasil não foi diferente. “Os impactos foram imediatos e severos: queda da bolsa de valores, subida do risco Brasil e desvalorização do câmbio; em razão da venda de papéis brasileiros (ações, títulos públicos e outros papéis de empresas) pelos fundos de investimentos” que visavam diminuir as perdas no mercado americano (MORESCHI; MORÁS, 2010, p. 2).

Visando minimizar os impactos causados pela crise, o governo brasileiro executou mudanças na política monetária e na política fiscal, reduzindo alíquotas tributárias para incentivar a produção, além de criar linhas de financiamento especiais, por meio da Caixa Econômica Federal e do BNDES, dentre outras medidas (CARRERAS, 2009).

A desestabilização da econômica mundial em 2008 levou à queda nas exportações brasileiras a partir de julho de 2008. Assim, de acordo com o relatório do Tribunal de Contas da União (TCU, 2010), o governo brasileiro também implantou ações para estimular o comércio exterior. Para tanto, parte das reservas internacionais foi utilizada para financiar exportações, e novas regras foram estipuladas para facilitar as linhas de crédito aos exportadores. Tais ações resultaram na recuperação do volume de exportações a partir de março de 2009.

A crise na exportação também afetou de forma brusca o setor agropecuário brasileiro, que encontra em outros países seu principal mercado. Impossibilitadas de comercializar com países compradores, situação agravada

pela taxa de câmbio instável, as empresas de *agribusiness* brasileiro passaram a ter sua produção brusca-mente reduzida, afinal, é praticamente impossível em um curto prazo recolocar, no mercado interno, toda venda que se faz ao mercado externo (MORESCHI; MORÁS, 2010).

Carreras (2009) observa que o setor industrial brasileiro foi o mais afetado pela crise, apresentando uma forte redução na produção e na criação de emprego. Também causou forte impacto nas exportações brasileiras que sofreram com a contenção de preços de *commodities*. O setor de manufaturas não ficou imune aos problemas, tendo sido afetado pela retração das outras economias, inclusive de países latinos, que são importantes compradores da produção brasileira.

O setor cooperativo brasileiro, por sua característica de cooperados vinculados ao setor do *agribusiness*, consequentemente, também foi atingido pela crise. Já as cooperativas de crédito que são entidades financeiras, setor de origem da crise nos EUA, e atuam fortemente no crédito rural para o setor agropecuário, podem ter sido afetadas. Além disso, é importante ressaltar que apesar das cooperativas de crédito terem princípios, objetivos, serviços e estratégias diferentes, comportam-se de forma semelhante aos bancos privados nacionais perante o cenário econômico.

Nesse sentido, esta pesquisa levantou a seguinte questão: Houve agregação de valor econômico para os associados das cooperativas de crédito após crise financeira de 2008? Deste modo, o objetivo do estudo é verificar se após a crise de 2008 as cooperativas de créditos criaram valor econômico a seus cooperados. Para atingir tal objetivo, será calculado o Valor Econômico Agregado (EVA[®]) de 13 cooperativas de crédito de diversos estados brasileiros nos anos de 2009 e 2010.

A utilização do cálculo EVA[®] visa revelar a criação do valor das cooperativas de créditos a seus cooperados. Caselani e Caselani (2005) comentam que as empresas descobriram instrumentos de gestão capazes de monitorar o desempenho financeiro visando à maximização da riqueza dos proprietários. Para os cooperados quanto melhor for o desempenho da cooperativa, menor serão os custos para empréstimos a associados.

O estudo se revela importante pelo fato de que a partir do ano 2000, as cooperativas de crédito apresentaram constante crescimento atendendo de forma direta as demandas do setor *agribusiness* ou regiões em que esse segmento é o "motor" da economia local (PINHEIROS, 2008). Como o *agribusiness* foi fortemente afetado pela crise de 2008, consequentemente, há possibilidade de que as cooperativas de crédito sofreram para gerar valor econômico a seus associados.

2. REVISÃO DA LITERATURA

O trabalho segue com uma revisão da literatura, no qual apresenta o impacto da crise *subprime* na economia e em organizações, aspectos econômicos das cooperativas de crédito no Brasil, valor econômico agregado – EVA[®] e estudos anteriores. Em seguida, são demonstrados os procedimentos metodológicos adotados. Por fim, é apresentada a análise e discussão dos dados e as considerações finais.

2.1 IMPACTO DA CRISE SUBPRIME NA ECONOMIA E ORGANIZAÇÕES

Em vários períodos da história do capitalismo, ocorreram crises econômicas que abalaram o mundo e impactaram fortemente as organizações e as pessoas, dentre as quais, está a crise de 1929, que levou a economia americana para uma grande depressão que se alastrou por diversos países no mundo. Mazzucchelli (2008) salienta que a experiência de 1929 foi dramática e subverteu o mundo com uma grande depressão.

Muitos compararam a crise de 2008 à de 1929, entretanto, as comparações devem ser guardadas, pois tudo indica que foram diferentes, principalmente nas políticas e ações adotadas pelos governos.

A crise *subprime* teve seu auge em setembro de 2008 com a quebra do banco americano *Lehman Brothers*. Porém, desde 2007, a economia já apresentava indícios de problemas. Martelanc e Ghani (2008) comentam que em agosto de 2007 o mercado *subprime* entrou em crise após a elevada inadimplência no setor imobiliário americano e seu estopim veio com o anúncio de uma grande instituição financeira que apresentou prejuízos inesperados em operações com títulos *subprime*.

O mercado *subprime* é caracterizado por conceder crédito a pessoas que tenham capacidade duvidosa de pagamento. Esse mercado, para garantir uma dívida, faz a hipoteca da casa; o banco, por sua vez, pode vender o título da dívida para outro interessado, que por sua vez pode repassar o título a outras instituições financeiras. As primeiras instituições conseguem, então, emprestar mais dinheiro, mesmo que o comprador do imóvel ainda não tenha quitado (MARTELANC; GHANI, 2008).

Isto levou a uma bolha financeira, que estourou em 2008. Dawbor (2009) relata que o crescimento da bolha financeira no mercado imobiliário *subprime* ocorreu da seguinte forma: um corretor oferece uma casa de 300 mil dólares para uma pessoa pouco capitalizada. Esse corretor fala que em um ano a casa estará valendo 380 mil, e o saldo de 80 mil da valorização poderá ser usado para saldar uma parte das parcelas atrasadas e refinar o restante. O corretor repassa este contrato qualificado de *subprime*, sub-primeira linha, para um banco, e os dois racham a perspectiva de valorização do imóvel, que serão ganhos e pagos

sob forma de reembolso e juros. O banco, ao ver o volume de *subprime* na sua carteira, decide repassar uma parte do que internamente qualifica de *junk* (aproximadamente, lixo), para quem irá securitizar a operação, ou seja, assegurar certas garantias em caso de inadimplência total, em troca evidentemente de uma taxa, sobre os 80 mil, que ainda são hipotéticos. As empresas financeiras que juntam, desta forma, uma grande massa de *junk* assinados pelos chamados *ninjas*, começam a ficar preocupadas e empurram os papéis mais adiante.

Segundo Dawbor (2009), muitos compradores de imóveis não pagaram suas dívidas e os bancos foram obrigados a cobrar as hipotecas. Entretanto, os imóveis são inutilizáveis pelos bancos que os colocaram a venda no mercado. Deste modo, o bem acabou perdendo valor e também os títulos *subprime*, prejudicando financeiramente o investidor final.

Farhi e Borghi (2009) comentam que as consequências foram imediatas com enormes perdas financeiras em importantes empresas de diversos países. O investimento em derivativos foi um dos pivôs dessas perdas financeiras, pois o dólar estava desvalorizado antes do estouro da crise. Em setembro de 2008, com o aumento do dólar e o aprofundamento da crise, os preços das *commodities* tiveram uma queda brusca, e a moeda norte-americana estava com grande apreciação internacional. Nesse momento, os prejuízos das empresas vieram à tona, principalmente pelo fato de muitas serem exportadoras e sofrerem mais com o impacto de uma apreciação na taxa de câmbio de suas moedas nacionais (FARHI; BORGHI, 2009).

As crises financeiras causam turbulência internacional nas economias locais medidas por meio de indicadores como: a contração do produto interno bruto - PIB, a diminuição do nível de confiança dos consumidores, a retração na concessão de crédito, além da geração de ambientes de incertezas (PINHO, 2009). Em relação ao Brasil é salientado que:

A economia brasileira, considerada por alguns economistas nos últimos cinco anos como de estabilidade macro-econômica e criação de condições de crescimento sustentado, hoje inspira preocupação. Como efeito, em 2008 iniciou um processo de desaceleração do Produto Interno Bruto - PIB, conjugado a aumento do desemprego com demissões em massa em alguns segmentos, redução na concessão de crédito, diminuição de investimentos produtivos e decréscimo do consumo doméstico (PINHO, 2009, p. 08).

Conforme, Dulci (2009, p. 105), “o Brasil ficou relativamente protegido do desastre do sistema financeiro dos Estados Unidos e da Europa, graças à solidez de seus bancos e à melhor supervisão dos órgãos públicos encarregados pelo setor”. Entretanto, a crise em outros países causou uma forte redução do crédito, sucessão de falências bancárias e aumentando na concentração do capital (CRUZ, 2009).

No Brasil, o impacto da crise financeira de 2008 poderia ter sido maior se o governo não tivesse tomado uma série de medidas para fomentar a economia em alguns setores. O quadro 1 demonstra as medidas que forma adotadas pelo governo brasileiro.

SETOR	EFEITOS DA CRISE	AÇÃO DO GOVERNO	RESULTADOS
Construção Civil	Queda da produção industrial de insumos da Construção Civil de outubro/2008 a fevereiro/2009.	Aumento de R\$ 7 mil para R\$ 25 mil no limite de empréstimo para compra de material de construção. Disponibilização, em novembro de 2008, de crédito de R\$ 2 bilhões para estimular o consumo em diversos setores, incluindo o de materiais de construção.	Aumento da produção industrial de insumos da construção civil em 2009, apesar de ainda apresentar níveis menores que no mesmo período de 2008.
Automóveis	Queda das vendas reais de carros nacionais a partir do final de julho até dezembro de 2008 e de veículos, motos e autopeças de julho a novembro de 2008.	Aumento da oferta de crédito para o setor automotivo; isenção do IPI de carros de motor 1.0 e do IOF nos financiamentos de motocicletas, motonetas e ciclomotores.	Tendência de aumento das vendas de carros nacionais de janeiro a outubro de 2009; e das vendas de veículos, motos e autopeças a partir de dezembro de 2008.
Agricultura	Queda na produção de máquinas agrícolas a partir de outubro de 2008 até fevereiro de 2009.	Antecipação de crédito de R\$ 5 bilhões para financiamento da safra agrícola.	A produção de máquinas agrícolas em 2009, que indica o nível de atividade econômica na agricultura, foi inferior à produção mensal de 2008.
Móveis e eletrodomésticos	Vendas reais no varejo de setembro a dezembro de 2008 inferiores às vendas no mesmo período de 2009.	Disponibilização, em novembro de 2008, de crédito de R\$ 2 bilhões para estimular o consumo em diversos setores, incluindo o de móveis e eletrodomésticos; redução do IPI de fogões, geladeiras, lavadoras e tanques em abril de 2009.	Aumento das vendas a partir de novembro de 2008; nos três últimos meses de 2009, obtiveram-se as maiores vendas no varejo.

Quadro 1. Medidas adotadas pelo governo brasileiro

Fonte: Adaptado de TCU (2010).

É possível observar que as medidas do governo surtiram efeito quase que imediato ou pelo menos no ano de 2009. Contudo, o setor agrícola teve uma retração maior devido à desvalorização das *commodities*, além de redução nas exportações.

Dulci (2009) comenta que a crise não atingiu drasticamente a economia brasileira, mas provocou impacto na produção e no comércio de forma gradual, de duas maneiras: restrição ao crédito, que ficou limitado e caro, e a queda nos preços dos produtos básicos de exportação, ou *commodities*.

A redução na circulação da moeda e a elevação nas taxas de juros trouxeram prejuízos para o sistema financeiro nacional, especialmente aos bancos e às cooperativas de créditos. O aumento na taxa de juros e a redução dos *spreads* bancários, ocorridas no Brasil e em outros países, diminuiram o potencial concorrencial com outros bancos Cruz (2009, p. 09) afirma que “a redução dos *spreads* e a ampliação das escalas de operação deverão levar a um tensionamento cada vez maior das estruturas de reprodução do capital das cooperativas de crédito e, evidentemente, de sua capacidade de operação”.

Antes da crise financeira de 2008 as cooperativas estavam em um cenário de pleno crescimento. Trindade et al. (2008) consideram que a estabilidade econômica como peça fundamental para o crescimento das cooperativas de crédito que expandiram serviços e o crédito aos seus cooperados a partir de meados de 1990. Todavia, percebe-se que a crise atingiu as cooperativas de crédito, prejudicando seu desempenho. Desta forma, faz-se necessário na próxima seção, verificar a relevância dos aspectos econômicos das cooperativas de crédito no Brasil.

2.2 ASPECTOS ECONÔMICOS DAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO NO BRASIL

Há décadas que o cooperativismo de crédito surgiu no Brasil, mas foi a partir dos anos 1990 e, principalmente, no ano de 2000, que seu crescimento foi mais acelerado, como pode ser observado na figura 1.

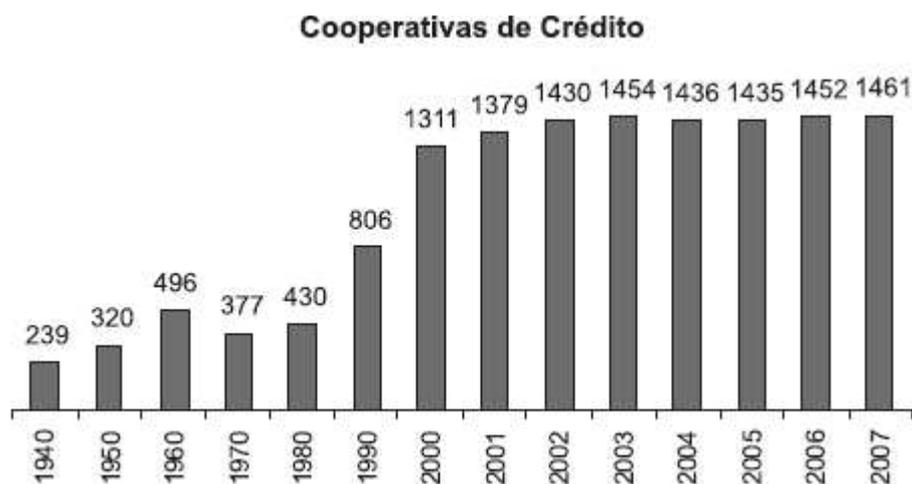


Figura 1. Evolução do número de cooperativas de crédito no Brasil

Fonte: Pinheiro (2008).

O alto crescimento das cooperativas de crédito no ano de 2000 foi auxiliado pela Resolução do BACEN n. 3.106 de 2003, que autorizou a livre admissão de associados pelas cooperativas (TRINDADE et al, 2008).

O fortalecimento do sistema levou ao aumento do número de instituições cooperadas como descrito por Pinheiro (2008, p. 13):

Em junho de 2008, o sistema cooperativo de crédito no Brasil encontrava-se estruturado com dois bancos cooperativos, sendo um múltiplo e o outro comercial, cinco confederações, uma federação, 38 cooperativas centrais e 1.423 cooperativas singulares, com 4.044 pontos de atendimento, somando mais de três milhões de associados. Dentre as singulares, 152 eram de livre admissão de associados, 74 eram de empresários, 386 eram de crédito rural e 881 eram dos demais tipos.

De acordo com Ferreira et al. (2007), as cooperativas de crédito são instituições financeiras que facilitam o crédito e diminuem os custos do empréstimo para seus associados reduzindo os juros, sobretudo as taxas de cheque especial e de empréstimos. As cooperativas de crédito são diferentes das outras instituições financeiras pelos seus objetivos e pelo público que pretendem atingir.

Silva Filho (2002) afirma que as cooperativas de crédito têm objetivos antagônicos às demais corporações financeiras, porque não visam lucro e buscam o equilíbrio entre o econômico e o social. Entretanto, a gestão das cooperativas não deve ser diferente de outras organizações financeiras, deve haver uma preocupação em gerir situações de liquidez, solvência, economia de escala e comprometimento com os ativos (SILVA FILHO, 2002).

Além disso, o cooperado espera que o capital investido retorne de alguma maneira, ou gerando menores taxas de empréstimos ou aumento no valor agregado sobre seu investimento. Nessa direção, a próxima seção trata da análise do valor econômico agregado, também conhecido como *Economic Value Added* – EVA[®].

2.3 VALOR ECONÔMICO AGREGADO-ECONOMIC VALUE ADDED - EVA[®]

A abertura dos mercados e a alta concorrência vêm exigindo que as organizações adotem sistemas gerenciais mais eficientes e baseados na gestão concentrada no valor. A criação e geração é um desafio para as organizações. De acordo com Müller e Teló (2003, p. 111), os gestores devem conhecer os mecanismos disponíveis para avaliação do valor das suas empresas e ainda que “[...] o valor da empresa através do modelo é dado pela adição ao capital dos acionistas do valor econômico adicionado pela empresa, considerando o custo de capital e a expectativa de crescimento futuro”.

As medidas de desempenho tradicionais são alvo de críticas, pois não levam em conta o custo do capital e são influenciadas pelas margens de resultados (*accruals*). Considerando o contexto e a preocupação do investidor com a criação de valor, o EVA[®] foi criado como uma técnica para mensurar o desempenho baseado no valor e nas medidas reais das empresas (MADITINOS et al, 2006).

Burksaitiene (2009) menciona que o primeiro a abordar sobre criação de valor foi o economista Alfred Marshall, em 1890, que tratou sobre a noção de valor econômico. Burksaitiene (2009) salienta que de acordo com Stern Stewart Co. &, o objetivo dos gestores de empresas deve ser maximizar o valor do acionista. Portanto, a principal medida financeira usada para mensurar o desempenho e a geração de valor para o acionista é o EVA[®] (*Economic Value Added*).

O EVA[®] foi criado na década de 90, por Stern Stewart & Co., a partir do modelo *Residual Income*, sendo que, deste momento em diante, o assunto “criação de valor” passou a ganhar maiores proporções (BURKSAITIENE, 2009).

Basso et al (2001) enfatizam que para uma organização gerar valor baseada na adoção de medidas de valor adicionado é necessário que os retornos obtidos superem todo o custo. Dentro desta abordagem, o EVA[®] ganha destaque ao considerar o custo de oportunidade, pois “mede a diferença, em termos monetários, entre o retorno sobre o capital de uma empresa e o custo desse capital” (YOUNG e O’BYRNE, 2003, p. 20).

Para Perobeli et al (2007), o EVA[®] permite que a organização tome decisões embasada na performance das resoluções de investimento e financiamento geradas pelas tradicionais medidas de retorno contábil. Além disso, os ajustes de Stern & Co no modelo EVA[®] aproximaram o real valor econômico da empresa, e desta forma, sua aplicação permite à gestão monitorar e controlar o uso do capital investido de forma mais eficiente (BURKSAITIENE, 2009).

Young e O' Byrne (2003) conceituam o EVA[®] como uma estrutura integrada de gerenciamento de negócios e remuneração variável. Seu objetivo é elevar ao máximo o valor criado pela empresa através de uma mudança na cultura organizacional. Para Martins (2001) a utilização do EVA[®] apresenta vantagens de conscientização do gestor sobre as perspectivas do investidor em relação a suas ações e compreensão de forma simplificada.

A maior crítica ao modelo é sobre o uso de ajustes contábeis, às vezes tão arbitrários quanto às regras de contabilização inicialmente utilizadas, para o ajuste das demonstrações utilizadas no cálculo (MÜLLER; TELÓ, 2003, p. 111). O modelo EVA[®] é complexo e apresenta limitações que são demonstradas por Martins

(2001): limita-se a ajustar de forma global o valor da empresa em vez de tratar as informações conforme a ocorrência dos fatos, os resultados globais não proporcionam informações da contribuição gerada por área.

Damodaran (1999, p. 53) menciona que “a estimativa do valor econômico adicionado, realizada por “outsiders” (investidores, analistas e gerentes fora da empresa) depende quase totalmente da informação pública disponibilizada pela empresa”.

2.4 ESTUDOS ANTERIORES

Este tópico apresenta um breve relato dos principais resultados de diversos estudos anteriores que utilizaram da metodologia do EVA[®]. Deste modo, o estudo de Kassai (2005) buscou verificar a conciliação entre VPL (Valor Presente Líquido) e EVA[®]. Os resultados revelam que ambos os métodos permitem que a empresa seja capaz de observar se esta agregando riqueza a seus acionistas após a remuneração de todos os financiadores do negócio.

Caselaine e Caselaine (2005) buscaram identificar dentre um conjunto de direcionadores, aqueles que impactam o potencial de geração de valor das empresas brasileiras listadas na Bovespa. Os resultados mostram que as empresas atribuíram para si notas altas quando se trata de fatores não financeiros como a qualidade do produto, satisfação do cliente ou eficiência dos processos. Já nos fatores administração dos recursos humanos e remuneração dos executivos, as empresas atribuíram para si um baixo desempenho. Os resultados evidenciaram que a combinação de indicadores financeiros e não financeiros faz-se necessária para explicar o potencial de agregação de valor por parte das empresas.

Perobeli et al. (2007) buscaram verificar a existência de relação entre a estrutura de capital escolhida pelas companhias abertas brasileiras do setor de siderurgia e metalúrgica e o valor econômico por elas adicionado. Por meio dos estudos realizados constatou-se que o setor analisado 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 custos de endividamento observados podem ser resultado de financiamentos obtidos para a reestruturação, modernização e adaptação das empresas a um novo contexto.

Trindade et al. (2008) pesquisaram as vinte maiores cooperativas de créditos do Brasil e compararam com os três maiores bancos comerciais do Brasil no período de 1996 a 2005. Os resultados mostraram que as cooperativas de crédito tiveram sua rentabilidade líquida dos investimentos menor do que a dos bancos

privados. Por outro lado, o custo total do financiamento foi menor, indo ao encontro do princípio cooperativista, ou seja, não visar lucro.

O estudo de Burksaitiene (2009) analisou as duas abordagens usadas para medir a criação de valor das empresas, o EVA[®] e o DCF (Fluxo de Caixa Descontado). O resultado é o valor presente líquido (VPL) altamente positivo. O EVA[®] é calculado sobre um período do calendário definido. Ele mede o desempenho econômico atual de uma companhia inteira. O conceito de NOPAT (lucro operacional após os impostos) é fundamental para ambas as abordagens. Cada abordagem requer uma variedade de ajustes para as informações contábeis. Embora as abordagens da DCF e do EVA[®] possam fornecer a expressão mesmo valor presente, há diferenças entre estas abordagens.

Angonese et al. (2010) averiguaram a existência de relação positiva e significativa entre o endividamento e o valor econômico agregado. Os resultados da análise de regressão linear pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) não apresentaram uma relação significativa entre as variáveis de endividamento e geração do valor agregado. Apenas a variável tamanho confirmou-se como determinante do endividamento nas empresas estudadas.

Em relação a pesquisas sobre a crise financeira de 2008, o estudo de Ivashina e Scharfstein (2010) demonstrou que os novos empréstimos a grandes tomadores caíram 47% durante o período de pico da crise financeira (quarto trimestre de 2008) em relação ao trimestre anterior e de 79% em relação ao pico do estouro de crédito (segundo trimestre de 2007). Também verificaram que os novos empréstimos para investimento real (tais como capital de giro e despesas de capital) caíram 14 % no último trimestre de 2008, mas contraiu quase tanto quanto os novos empréstimos para a reestruturação em relação ao pico do estouro de crédito.

Eichengreen et al (2009) pesquisaram como a crise do *subprime* afetou todo sistema bancário global. No estudo, os autores descobriram que a sorte de bancos internacionais sobe e de desce em conjunto, mesmo em tempos normais, juntamente com as perspectivas de curto prazo da economia global. Mas a importância de fatores comuns aumentou de forma constante a níveis excepcionais no surto da crise do *subprime*, refletindo um sentimento difuso de que o financiamento e risco de crédito foi aumentando. Após a falência do *Lehman Brothers*, as interdependências aumentaram para um novo patamar, antes de cair novamente a níveis pré-*Lehman*. Depois da falência dessa instituição, a perspectiva de recessão global se tornou iminente, provendo uma nova deterioração das carteiras de empréstimos dos bancos, nesse ponto, o sistema financeiro mundial infectou-se.

Beltratti e Stulz (2009) comentam que embora o desempenho geral dos bancos de julho de 2007 a dezembro de 2008 tenham sido os piores desde a grande depressão, há uma variação significativa nos retornos das ações de grandes bancos em todo o mundo durante o mesmo período. O estudo utilizou essa variação para avaliar a importância de fatores que tenham contribuído para o fraco desempenho dos bancos durante a crise de crédito. Destaca-se que Bancos favorecidos pelo mercado em 2006, tiveram retornos menores especialmente durante a crise. Utilizando indicadores convencionais de boa governança, os bancos com mais acionistas tiveram piores resultados durante a crise. Os Bancos de países com regras mais severas de exigência de capital e com mais auditores independentes tiveram melhor desempenho. Embora os bancos em países com supervisores mais poderosos tenham tido retorno pior no estoque. O estudo evidenciou que isso ocorreu devido à necessidade de levantamento de capital por parte desses supervisores durante a crise, tornando caro para os acionistas. Grandes bancos, com mais capital e maiores financiamentos no final de 2006, tinham retornos significativamente maiores durante a crise. Os bancos com mais empréstimos de ativos tiveram melhor desempenho durante o mês em sequência a falência do *Lehman*, assim, bancos com supervisão de capital mais forte e com maiores restrições tiveram melhor desempenho.

Moreschi e Morás (2010) pesquisaram o impacto da crise em cooperativas de crédito localizadas em Xaxim (RS) e constaram que a crise impactou fortemente a parte mercadológica das cooperativas que tiveram a transferência de clientes para bancos privados, detectou-se também que houve um aumento dos custos de capital, reduzindo de forma direta os empréstimos e financiamentos da instituição, afetando a concessão de crédito sem burocracia e a um custo baixo, desestruturando o principal foco das cooperativas de crédito.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

De forma a cumprir com a meta proposta para o trabalho e atingir o objetivo de analisar se as cooperativas de crédito em estudo criaram valor para seus cooperados após a crise *subprime* de 2008, a pesquisa caracteriza-se como descritiva que de acordo com Raupp e Beuren (2008) é importante por ajudar a esclarecer determinado aspecto e/ou características dessa ciência. Para Andrade (apud Raupp e Beuren, 2008) quando empregável a pesquisa descritiva deve o pesquisador se preocupar com a observação dos fatos, seus registros, a análise, classificação e interpretação.

Em relação aos procedimentos, ou seja, à maneira como é conduzida a pesquisa e como são obtidos os dados, foram utilizadas as informações divulgadas pelo relatório de gestão de 2010 disponíveis na *web*. Esse procedimento é considerado como pesquisa documental, que se baseia em materiais que ainda não

foram analisados ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa (RAUPP; BEUREN, 2008), também pode ser considerada como pesquisa *ex post facto* (SANTOS, 1999), considerando que os dados são as demonstrações contábeis das cooperativas que foram analisadas após sua divulgação.

Para responder ao problema, que consiste em saber se as cooperativas de crédito objeto de estudo geraram valor aos cooperados pós crise *subprime* de 2008, foi utilizada uma abordagem quantitativa, que, de acordo com Martins e Theóphilo (2007, p. 103) nesse tipo de pesquisa, “[...] o pesquisador, dependendo da natureza das informações, dos dados e das evidências levantadas, poderá empreender uma avaliação quantitativa, isto é: organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”.

Será empregando o cálculo do EVA[®] para cada cooperativa em cada ano estudado, ou seja, nos anos de 2009 e 2010, para verificar se as cooperativas continuaram gerando valor econômico adicionado a seus cooperados.

Para cálculo do EVA[®] adotar-se-á a seguinte equação, sugerida por Young e O’Byrner (2003): **EVA[®] = (ROIC – WACC) x Capital Investido.**

O ROIC é o retorno sobre o capital investido, que é encontrado pelo resultado da divisão do NOPAT (lucro operacional) pelo capital investido ou Ativo Líquido, ou seja, $ROIC = NOPAT / \text{Ativos Líquido}$.

Segundo Gimenes et al (2007), o *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) é lucro operacional menos encargos financeiros, despesas e receitas não-operacionais. Já o capital investido ou ativo econômico (CI) é o ativo total menos as disponibilidades e aplicações financeiras de curto prazo e menos o passivo não oneroso de curto e longo prazo.

O *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) ou custo médio ponderado de capital foi calculado ponderando o custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. Para a apuração do custo de capital próprio considerou-se nesse estudo a taxa de 12% para o retorno desejado dos cooperados, conforme determinado pela legislação cooperativista e adotado pro Gimenes et al. (2007) e, para o cálculo da taxa do custo do capital de terceiros, fez se a divisão das despesas com operações de créditos pelo capital de terceiros.

A população da pesquisa é caracterizada pelas Cooperativas de Créditos do Brasil e a amostra foi selecionada e delimitada, intencionalmente, por 13 cooperativas de créditos localizadas em diversos estados brasileiros. Entre as cooperativas selecionadas, quatro classificam-se entre as dez maiores de 2010, definidas pelo Banco Central. Assim, a amostra da pesquisa ficou composta pelas cooperativas de crédito que estão descritas no quadro 2.

Nº	Cooperativas de Crédito que compõem a amostra da pesquisa
1	COOPUNESP
2	SICOOB CREDJUS
3	CREDSEF DF
4	COOPERCREDI SP
5	COOPJUS
6	CREDIPE
7	SICOOB TRANSCREDI
8	SICCOB DF
9	CREDUNI PB
10	VIACREDI
11	CREDICOAMO
12	SICOOB CONCRED SP
13	SICOOB CREDCITRUS

Quadro 2. Medidas adotadas pelo governo brasileiro

Fonte: Adaptado de TCU (2010).

O levantamento dos dados foi realizado por meio das demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial e Demonstração de Sobras e Perdas) integrantes no relatório de gestão das cooperativas no ano de 2009 e 2010. A análise dos dados foi realizada após a padronização dos demonstrativos, ajustes das demonstrações para cálculos acessórios e, em seguida, apurou-se o cálculo do EVA[®]. Dessa forma, foram calculados o NOPAT, CI, WACC. Na seção seguinte será demonstrado como foram realizados esses cálculos e a análise dos dados.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS

Para apresentar os dados, utilizou-se a forma de tabelas para melhor visualizar os resultados. Optou-se em não caracterizar as cooperativas, dessa forma elas foram enumeradas de 1 a 13. Procurou-se não dar destaque aos valores em comparação entre as cooperativas, por serem essas de tamanhos diferentes, sendo que quatro estão entre as dez maiores do país e são compostas por diversas agências, enquanto outras são pequenas e regionais ou locais.

Primeiramente foi realizado o cálculo do NOPAT. Para se apurar o valor do NOPAT, utilizou-se o valor do lucro operacional, informado na Demonstração de Sobras e Perdas e excluiu-se o valor do Imposto de Renda e Contribuição Social, já recalculado somente sobre o lucro operacional. Desse modo, a tabela 1 demonstra o valor do NOPAT de 2009 e 2010 e apura-se o percentual de variação de um ano para outro.

COOPERATIVAS	NOPAT 2009	NOPAT 2010	Δ% NOPAT
1	38.911	40.229	3,4%
2	991.898	1.138.486	14,8%
3	664.490	701.000	5,5%
4	647.088	103.748	-84,0%
5	3.566.446	4.210.014	18,0%
6	945.826	1.907.841	101,7%
7	3.524.957	4.233.419	20,1%

Tabela 1. NOPAT 2009 e 2010 e Variação percentual

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na tabela 1 que das cooperativas pesquisadas, 11 melhoraram seu lucro operacional de 2009 para 2010. Contudo, três cooperativas tiveram redução do NOPAT de um ano para o outro, sendo que uma delas, a cooperativa 4, teve uma redução de 84%. Na média geral, houve uma redução de 3,7%.

Feita a apuração do lucro operacional ajustado, realizou-se o cálculo do Capital Investido ou Ativo Líquido. Para apurar esse valor, utilizou-se o ativo total, excluindo-se os valores do ativo circulante (disponíveis, relações interfinanceira e aplicações interfinanceira de liquidez) e do passivo operacional, valores não financeiros.

A tabela 2 apresenta esses cálculos referentes a 2009 e 2010 e a variação percentual obtida. Percebe-se que, em geral, houve um aumento de 2009 para 2010 de 13,1%. Porém, se compararmos com a evolução do NOPAT (tabela 1), o aumento do capital investido não refletiu necessariamente em aumento da lucratividade, pois o NOPAT reduziu de um ano para outro em 3,7%.

COOPERATIVAS	CI 2009	CI 2010	Δ% CI
1	1.209.347	1.441.949	19,2%
2	4.458.991	4.797.014	7,6%
3	2.173.556	1.770.461	-18,5%
4	24.444.407	24.190.139	-1,0%
5	12.403.428	7.657.226	-38,3%
6	12.758.677	17.138.072	34,3%
7	9.946.811	13.418.438	34,9%
8	150.835.592	33.161.476	-78,0%
9	56.287.299	61.342.162	9,0%
10	-17.929.000	-32.004.000	78,5%
11	218.362.586	105.639.084	-51,6%
12	41.510.994	47.110.955	13,1%
13	249.771.656	644.023.527	157,8%
TOTAL	1.352.314.343	1.530.090.602	13,1%

Tabela 2: Capital Investido em 2009 e 2010 e Variação percentual

Fonte: Dados da Pesquisa.

Destaca-se, também, a evolução do capital investido da cooperativa 13, que de 2009 para 2010 aumentou em 157,8%. No entanto, na outra via, seu NOPAT reduziu em 28,7%, demonstrando que o capital investido não alavancou o resultado da cooperativa. Em geral, as cooperativas tiveram aumento no capital investido, mas praticamente a metade (seis) teve redução no valor do ativo econômico.

A cooperativa dez se destaca em relação ao capital investido, pois teve valor negativo tanto em 2009 como em 2010. Isso ocorre pois o valor apurado retira os valores financeiros do ativo circulante, como aplicações financeiras em outros bancos e valor do passivo operacional, ou seja, excluído de empréstimos em outros bancos. Os valores apresentados por essa cooperativa em seu balanço patrimonial demonstram um valor alto na conta "Relações Interfinanceiras", aproximadamente 35% do total do ativo e um valor expressivo do passivo operacional próximo de 70%. Isso demonstra que a cooperativa dez utiliza boa parte do capital de terceiros para investimentos financeiros em outros bancos. Assim o capital investido (ativo líquido) na operação bancária foi negativo.

Após a apuração do NOPAT e do CI, foi possível encontrar o índice de retorno do capital investido ROIC - esse índice demonstra a eficiência de uma empresa na alocação de capital sob seu controle para investimentos lucrativos. O índice é obtido dividindo-se o NOPAT pelo CI. A tabela 3 demonstra os resultados.

Observa-se que quanto maior o NOPAT e menor o CI, maior será o percentual do ROIC. Nesse caso, pode se destacar as cooperativas três, cinco e sete, que obtiveram ROIC acima de 30%. Dessas, a cooperativa cinco, teve um aumento no ROIC de 2009 de 28,8% para 55% em 2010, demonstrando alta eficiência na alocação do capital investido. A cooperativa dez, teve os índices negativos em 2009 e 2010, isso ocorreu, conforme discutido anteriormente, por conta do CI foi negativo, ou seja, pode-se afirmar que retorno ocorrido foi principalmente sobre os valores investidos em outros bancos.

COOPERATIVAS	ROIC 2009	ROIC 2010
1	3,2%	2,8%
2	22,2%	23,7%
3	30,6%	39,6%
4	2,6%	0,4%
5	28,8%	55,0%
6	7,4%	11,1%
7	35,4%	31,5%
8	1,4%	8,1%
9	10,9%	12,8%
10	-144,8%	-100,0%

Tabela 3: Retorno sobre Capital Investido em 2009 e 2010

Fonte: Dados da Pesquisa.

Por outro lado, a cooperativa 13, apresentou uma redução no índice do ROIC de 2009 para 2010 de 21% para 5,8%. Isso ocorreu devido ao aumento no CI de 157% (tabela 2). Mas a redução no NOPAT de 2009 para 2010 em 28,7%, (tabela 1). O retorno obtido de 5,8% praticamente não cobre o custo médio ponderado do capital WACC, que é apresentado na tabela 4.

O WACC é o custo médio ponderado do capital, também conhecido por CMPC. Em relação a esse índice, quanto menor, melhor: quer dizer, menor é custo de captação de recursos, tanto próprio como de terceiros. Para apurar esse índice, considerou-se, como taxa de retorno esperado pelo cooperado, o utilizado por Gimenez at al (2007) de 12% ao ano: o custo do capital de terceiro foi calculado sobre o valor do Custo de Intermediação financeira das Cooperativas dividido pelo capital de terceiros.

COOPERATIVAS	WACC 2009	WACC 2010
1	12,2%	11,7%
2	12,5%	10,5%
3	10,9%	9,6%
4	18,8%	18,4%
5	12,0%	10,3%
6	14,7%	15,3%
7	10,1%	7,7%
8	3,8%	4,1%
9	13,3%	10,1%
10	8,4%	8,0%
11	7,8%	7,4%
12	14,3%	12,3%
13	9,5%	9,4%
TOTAL	10,4%	9,7%

Tabela 4: Custo Médio Ponderado da Dívida em 2009 e 2010

Fonte: Dados da Pesquisa.

Nessa tabela, os percentuais encontrados mostram que a média de 2009 do WACC foi de 10,4% e de 9,7% para 2010. As cooperativas que se destacaram em termos de menores custos foram a cooperativa oito, com custo da dívida em torno de 4% e a cooperativa onze, com custo em torno de 7,5% ao ano. Por outro lado, a cooperativa quatro teve as maiores taxas para o WACC, 18,8% e 18,4% em 2009 e 2010, respectivamente a cooperativa seis apresentou um custo médio da dívida em torno de 15%.

Contudo esses valores devem ser comparados com os índices encontrados pelo ROIC. Dessa forma, ao reduzir o retorno do capital investido do custo médio do capital encontramos um índice que, multiplicando pelo capital investido, chegaremos ao Valor Econômico Adicionado (EVA[®]), ou seja, quanto as cooperativas geraram de valor ao associado no período. A tabela 5 demonstra o EVA[®].

COOPERATIVAS	EVA@ 2009	EVA@ 2010	Δ% EVA@
1	-R\$ 108.385	-R\$ 129.004	19,0%
2	R\$ 432.487	R\$ 635.777	47,0%
3	R\$ 426.901	R\$ 531.914	24,6%
4	-R\$ 3.954.214	-R\$ 4.341.935	9,8%
5	R\$ 2.072.786	R\$ 3.420.519	65,0%
6	-R\$ 933.459	-R\$ 714.971 [▼]	23,4%
7	R\$ 2.518.378	R\$ 3.205.552	27,3%
8	-R\$ 3.569.177	R\$ 1.317.210	136,9%
9	-R\$ 1.339.191	R\$ 1.676.817	225,2%
10	R\$ 27.472.801	R\$ 34.568.802	25,8%
11	R\$ 8.536.171	R\$ 21.044.184	146,5%
12	-R\$ 77.955.292	-R\$ 71.313.586 [▼]	8,5%
13	R\$ 28.639.097	-R\$ 23.171.811	-180,9%
TOTAL	-R\$ 17.761.096	-R\$ 33.270.533	-87,3%

Tabela 5: Valor Econômico Adicionado em 2009 e 2010

Fonte: Dados da Pesquisa.

A tabela 5 mostra que várias cooperativas no ano de 2009 destruíram o valor econômico dos associados ao invés de adicionar. Ao todo, seis cooperativas não conseguiram criar valor aos seus associados, isso pode ser sinal de que a crise do *subprime* de 2008 afetou fortemente essas cooperativas, não lhes dando poder de reação. Essa hipótese é reforçada quando comparado com o ano de 2010, em que cinco cooperativas ainda geraram um EVA[®] negativo. Entretanto, se observamos a

variação de um ano para outro, perceberemos que dez cooperativas tiveram uma evolução positiva e somente três cooperativas regrediram na criação de valor econômico para os cooperados.

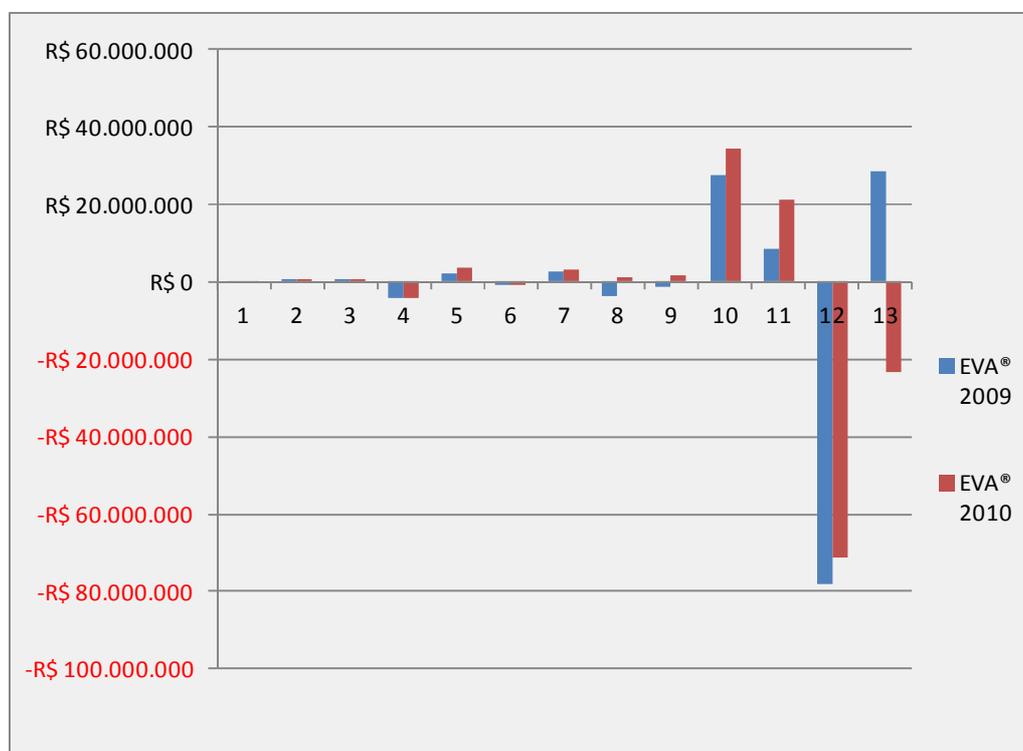


Figura 2: Valor Econômico Adicionado em 2009 e 2010

Fonte: Dados da Pesquisa.

A figura 2 demonstra essas observações em forma de gráfico, o destaque negativo é a cooperativa 13 que variou seu EVA[®] negativamente em 180,9%, passando de positivo para negativo de 2009 para 2010. Por outro lado as cooperativas oito e nove se destacaram pela variação positiva, passando de negativo para positivo e gerando valor para seus associados em 2010. Além da cooperativa 11, que adicionou valor aos associados em 146,5% de 2009 para 2010.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em resposta ao problema de pesquisa *“Houve agregação de valor econômico para os associados das cooperativas de crédito pós crise financeira de 2008?”*. É possível afirmar que algumas das cooperativas analisadas adicionaram valor econômico aos associados, sendo que seis delas conseguiram EVA[®] positivo em ambos os anos, duas passaram de uma situação desfavorável em 2009 para uma situação positiva em 2010. Por

outro lado, cinco cooperativas pioraram seu desempenho, das quais uma passou de positiva em 2009 para uma situação totalmente inversa em 2010, piorando em mais de 180% o valor econômico para os associados.

O estudo teve por finalidade avaliar se a crise financeira mundial de 2008 interferiu na geração de valor para associados. Verificou-se que em 2009, o EVA[®] das cooperativas foi pior do que o observado em 2010. Isso pode caracterizar que a crise impactou o desempenho do setor. Entretanto, o trabalho não avaliou outras variáveis internas ou externas que talvez pudessem impactar o desempenho das cooperativas. Dessa forma, não foi possível emitir opinião conclusiva se a crise *subprime* de 2008 impactou as cooperativas. Porém, percebe-se em 2009 foi diferente de 2010, com tendência de melhoras no desempenho em 2010, o que pode ser um indício de que a desestabilização da economia em 2008 provocou uma série de problemas na agregação de valor para os cooperados das cooperativas de crédito.

Como sugestões para pesquisas futuras, seria importante realizar uma análise comparando dois anos anteriores ao início da crise e dois anos pós crise, ou seja, utilizando indicadores de 2006 e 2007 (anteriores a crise), indicadores do ano de 2008 (ano da crise) e indicadores de 2009 e 2010 (pós crise).

Também seria necessário aprofundar os estudos com um número maior de cooperativas e ampliar o espaço temporal, analisando dados de outros períodos. Dessa forma, espera-se ter contribuído para o conhecimento a respeito do assunto, apontando a necessidade de novas pesquisas para se ampliar o nível informacional sobre o tema.

REFERÊNCIAS

BASSO, L. F. C.; ALVES, W.; NAKAMURA, W. T. Medidas de Valor Adicionado: um estudo do impacto das dificuldades encontradas para a estimativa do custo total de capital na opção pela utilização deste tipo de medida em empresas operando no Brasil. In: II Encontro Brasileiro de Finanças, 2001, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2001.

BELTRATTI, A.; STULZ, R. M. Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation. National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue, Cambridge, MA 02138, July, 2009.

CARVALHO, E. L. **A relação entre o EVA® (Economic Value Added) e o valor das ações na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo.** São Paulo, 1999. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo.

CASELANI, D. M. C.; CASELANI, C. N. **A importância dos direcionadores financeiros para a geração de valor nas companhias brasileiras:** evidências empíricas. In: V Encontro Brasileiro de Finanças, 2005, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2005.

CRUZ, A. Cooperativas de crédito, integração macro-regional e ameaças sistêmicas diante da crise financeira internacional. Pelotas: arquivo eletrônico, 2009. Disponível em <<http://www.ucpel.tche.br/ne-sic>>. Acesso em: 13 nov. 2011.

DAMODARAN, A. Value creation and enhancement: back to the future. **NYU Working Paper**, n. FIN-99-018, 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1297053>>. Acesso em 26 out. 2011.

DULCI, O. S. Economia e política na crise global. **Revista Estudos Avançados**, v. 23, n. 65, p. 105-119. Brasil. 2009.

EICHENGREEN, B.; MODY, A.; NEDELJKOVIC, M.; SARNO, L. How the subprime crisis went global: evidence from back credit default swap spreads. NBER Working Paper No. 14904, JEL No. F36, G15, G18, 2009.

FERREIRA, M. A. M.; GONCALVES, R. M. L.; BRAGA, M. J. **Investigação do desempenho das cooperativas de crédito de Minas Gerais por meio da Análise Envoltória de Dados (DEA).** *Economia Aplicada* [online]. vol. 11. n.3. p.425-445. Ribeirão Preto. SP. 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecoa/v11n3/a06v11n3.pdf>>. Acesso em: 15 nov. 2011.

IVASHINA, V.; SCHARFSTEIN, D. Bank lending during the financial crisis of 2008. **Journal of Financial Economics**, 97; 319–338, 2010.

KASSAI, J. R. Conciliação entre o VPL e o EVA®: abordagem matemática e contábil do Lucro Econômico. **Revista Brasileira de Contabilidade**. Brasília, n.156, p. 23-35, Nov/dez 2005.

MADITINOS, D.; SEVIC, Z.; THERIOUN. A review of the empirical literature on earnings and economic value added (EVA®) inexplaining stock market returns. Which performance measure is more value relevant in the Athens Stock Exchange (ASE)? **5th Annual Conference of the Hellenic Finance and Accounting Association Thessaloniki**, 15-16 December, 2006, University of Macedonia.

- MARTELANC, R.; GHANI, A. N. A. Crises de crédito: causas e medidas mitigadoras. *Revista FACEF Pesquisa*, v.11, n.3, 2008.
- MARTINS, E. (org). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- MARTINS, G. A.; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007;
- MÜLLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de avaliação de empresas. *Revista FAE*, Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003.
- 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: XXXI Encontro da Anpad, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2007.
- PINHEIRO, M. A. H. **Cooperativas de crédito: história da evolução normativa no Brasil**. 6 ed. Brasília. BCB, 2008.
- PINHO, T. F. **Economia brasileira e portuguesa: especificidades de sua demanda na crise mundial**. XXIII Congresso Internacional de Economia Aplicada. Covilhã, Portugal. Jul. 2009. Disponível em: <http://www.oeb.org.br/ADM/depoimentos/public/meus_arquivos/VersaoFinalPap_r_TFPAsepelt09.pdf>. Acesso em 11 nov. 2011.
- RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Caracterização da pesquisa em contabilidade. In. BEUREN, Ilse Maria (Org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- SANTOS, A. R. **Metodologia científica: a construção do conhecimento**. Rio de Janeiro. DP&A. 1999.
- SILVA FILHO, G. T. Avaliação de desempenho em cooperativas de crédito: uma aplicação do modelo de gestão econômica – GECON. *Revista Organizações Rurais e Agroindustriais*. v. 4 n. 1. p.32-46. 2002.
- TCU, Tribunal de Contas da União. Relatório e parecer prévio sobre as contas do governo da república: exercício de 2009. Brasília: TCU, 2010. Disponível em: <http://portal2.tcu.gov.br/portal/page/portal/TCU/comunidades/contas/contas_governo/contas_09/Textos/CG%202009%20Relatório.pdf>. Acesso em 14 nov. 2011.
- WERNKE, R.; LEMBECK, M. Valor econômico adicionado (EVA). **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, ano XXIX, n.121, p.84-90, jan.-fev. 2000.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. **EVA e gestão baseada em valor**: guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman, 2003.