

**Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de pós-graduação em administração - PROPAD**

Sérgio Alexandre Costa Sousa

**Governança Corporativa e Estrutura de Capital: o
caso de uma empresa familiar do setor de saúde**

Recife, 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

CLASSIFICAÇÃO DE ACESSO A TESES E DISSERTAÇÕES

Considerando a natureza das informações e compromissos assumidos com suas fontes, o acesso a monografias do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco é definido em três graus:

- "Grau 1": livre (sem prejuízo das referências ordinárias em citações diretas e indiretas);
- "Grau 2": com vedação a cópias, no todo ou em parte, sendo, em consequência, restrita a consulta em ambientes de biblioteca com saída controlada;
- "Grau 3": apenas com autorização expressa do autor, por escrito, devendo, por isso, o texto, se confiado a bibliotecas que assegurem a restrição, ser mantido em local sob chave ou custódia;

A classificação desta dissertação se encontra, abaixo, definida por seu autor.

Solicita-se aos depositários e usuários sua fiel observância, a fim de que se preservem as condições éticas e operacionais da pesquisa científica na área da administração.

**Governança Corporativa e Estrutura de Capital: o caso de uma empresa familiar do
setor de saúde**

Nome do Autor: Sérgio Alexandre Costa Sousa

Classificação, conforme especificação acima:

Grau 1

Grau 2

Grau 3

Recife, 19 de Dezembro mês de 2013

Sérgio Alexandre Costa Sousa

Sérgio Alexandre Costa Sousa

Governança Corporativa e Estrutura de Capital: o caso de uma empresa familiar do setor de saúde.

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Pernambuco, como parte das exigências do Programa de Pós-graduação em Administração, para obtenção do grau de Mestre em Administração.

Área de concentração: Estratégia, Finanças, Marketing, e competitividade nas empresas (EFMC).

Orientadora: Profa. Dra. Joséte Florencio dos Santos

Recife, 2013

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração

Governança Corporativa e Estrutura de Capital: o caso de uma empresa familiar do setor de saúde

Sérgio Alexandre Costa Sousa

Dissertação submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em ____ de _____ de 2013.

Banca Examinadora:

Joséte Florencio dos Santos, Doutora, UFPE
(Orientadora)

Umbelina Cravo Teixeira Lagioia, Doutora, UFPE
(Examinador externo)

Débora Coutinho Paschoal Dourado, Doutora, UFPE
(Examinador interno)

Agradeço aos meus pais, que sempre me apoiaram e nunca desistiram de mim.

Agradecimento

Agradeço a Deus por ter me dado a vida e a oportunidade de ter conseguido viver tão intensamente cada momento dela.

Agradeço aos meus pais, Alexandre e Socorro, por terem sido pais tão maravilhosos, que desde pequeno sempre estiveram ao meu lado, me dando força e orientação para ter uma vida boa e feliz, por terem se dedicado tanto a mim como a meus irmãos, sempre tendo uma palavra de apoio e incentivo e, assim, estando sempre ao nosso lado, durante os nossos sonhos mais difíceis.

Agradeço a minha esposa, Michele, a pessoa que me apoia e me inventiva, que aguentou ao meu lado todos os momentos difíceis vividos durante o curso de mestrado, desde o início, me apoiando e me incentivando a sempre buscar melhorias e assim conseguir vencer todas as dificuldades que surgiram.

Agradeço aos meus filhos, João Alexandre e João Guilherme, que mesmo sendo tão pequenos para entender o porquê de tantas horas longe deles, sempre estiveram com um sorriso e um carinho para o pai, que sempre os procurava para buscar forças para continuar.

Agradeço aos meus familiares e aos amigos, que compreenderam os momentos de ausência durante todo o curso.

Agradeço aos professores do Programa de Pós-graduação em Administração PROPAD, pelos conhecimentos transmitidos ao longo do curso, especialmente aos professores Dra. Joséte Florencio dos Santos, Dra. Debora Dourado e Dr. Walter Moraes.

Aos colegas do mestrado, pela companhia maravilhosa e pela troca de experiências.

À professora Dra. Joséte Florencio dos Santos, por ter me aceitado como orientando e assim ter me dado a oportunidade de receber seus valiosos ensinamentos, que permitiram a elaboração desta pesquisa e principalmente por ter sempre acreditado e me apoiado e nunca ter desistido de mim.

À equipe da secretaria do Programa de Pós-graduação, pelo que contribuíram de uma forma ou de outra para a conclusão deste projeto de vida. Em especial, à Paula, que sempre esteve receptiva a me ajudar, não apenas nas funções da secretaria, mas sempre que tínhamos alguma dúvida, se mostrando companheira e amiga.

Agradeço ao CENTRO HOSPITALAR ALBERT SABIN S.A., por ter viabilizado a realização desta pesquisa, em especial ao Dr. Alberto Vilar Trigueiro (em memória), um sonhador que identificou em um menino a capacidade de um homem, que teve a coragem de

apostar, onde muitos outros duvidaram, que me deu a oportunidade de evoluir junto com a sua empresa e assim ter conseguido receber o que havia de melhor. Ao Sr. Antônio Crisanto Trigueiro, que mais que um chefe é um amigo que sempre esteve ao meu lado.

A todos os diretores e colaboradores do hospital, por facilitarem ao máximo a obtenção dos dados necessários para realização deste trabalho. A todos, o meu muito obrigado, vocês fizeram parte da minha vida e contribuíram para o meu sucesso.

De maneira geral, a todas as pessoas que direta ou indiretamente contribuíram, apoiaram e se dispuseram a ajudar durante todo o percorrer desta pesquisa, me incentivando e acreditando na minha capacidade e que eu conseguiria venceria mais esta etapa.

Atravessas rudes provas...
Acalma-te e abençoa.
Alguma ofensa à vista?
Esquece e abençoa.
Amigos desertaram...
Segue à frente e abençoa.
Sofres dificuldades?
Age, serve e abençoa.
Alguém te menospreza...
Silencia e abençoa.
Por nada te revoltas...
Deus te guarda e abençoa.

[Mensagem de Emmanuel sobre as nossas provas].

Resumo

A pesquisa em pauta teve como problema proposto compreender a evolução das práticas de governança corporativa e da estrutura de capital da empresa. Foi utilizado o estudo de caso como método para responder a este problema. O objetivo deste trabalho foi identificar e analisar as práticas de governança corporativa e a evolução da estrutura de capital do Centro Hospitalar Albert Sabin, entre os anos de 1995 a 2012. Para tanto, foram utilizados elementos quantitativos e qualitativos. O método quantitativo se deu mediante estudo de caráter descritivo, de propósito exploratório, com a coleta de dados a partir de dados primários, onde foram utilizados como técnicas de coleta de dados: questionários baseado no código das melhores práticas de governança publicado pelo IBGC, aplicados por meio de entrevista e relatórios escritos. O método qualitativo se deu a partir de um estudo de caso único, de caráter descritivo exploratório, visto que procurou verificar a relação existente entre a estrutura de capital da empresa e as práticas de governança corporativa em uma empresa familiar de capital fechado do setor de saúde, com observação participante, de forma encoberta e de documentos da empresa, tais como balanços patrimoniais, demonstrações de resultados, entre outros. Os resultados mostraram que entre os anos de 1995 até 2006 a empresa teve uma estrutura de governança corporativa, porém ela não utilizava as melhores práticas, guiando-se por estas somente a partir de 2012. Quanto à análise da estrutura de capital a empresa, apresenta uma grande dependência de capital de terceiros.

Palavras-chave: Governança corporativa. Empresa familiar. Estrutura de capital. Índices financeiros.

Abstract

These research had proposed problem to understand the evolution of corporate governance practices and the company's capital structure. A case study was used as a method to respond this problem. The aim of this study was to identify and analyze the corporate governance practices and the evolution of the capital structure of the Albert Sabin Hospital Center, between the years 1995-2012. To this end, quantitative and qualitative elements were used. The quantitative method was through study of descriptive character, exploratory way, by collecting data from primary data, which were used as data collection techniques: questionnaires based on the code of best practice governance published by IBGC, applied through interviews and written reports. The qualitative method was made from a single case study, whit exploratory descriptive character since sought to assess the relationship between the company's capital structure and corporate governance practices in a privately owned company of the health sector, with participant observation, covertly and company documents such as balance sheets, income statements, and other. The results showed that from 1995 until 2006 the company had a corporate governance structure, but she did not use the best practices, guided by these only from 2012. Regarding the analysis of the company's capital structure, it features a large dependence on third-party capital.

Keywords: Corporate governance. Family business. Capital structure. Financial ratios.

Lista de figuras

Figura 1 (2)- Sistema de governança corporativa	27
Figura 2 (4)- Organograma conforme estatuto social de 1995	45
Figura 3 (4)- Organograma do Centro Hospitalar Albert Sabin	46
Figura 4 (4)- Organograma do Centro Hospitalar Albert Sabin	47
Figura 5 (4)- Relação de capital de terceiros com ativo total	54
Figura 6 (4)- Participação de capital de terceiros	55
Figura 7 (4)- Evolução da liquidez da empresa	57
Figura 8 (4) - Giro do ativo x margem líquida	58
Figura 9 (4)- Retorno sobre o ativo	60
Figura 10 (4)- Retorno sobre o patrimônio líquido	61
Figura 11 (4)- Termômetro de insolvência de Kanitz	63

Lista de tabelas

Tabela 1 (3) - Índices financeiros	37
Tabela 2 (4) - Índices que refletem a participação de capital de terceiros na empresa	53
Tabela 3 (4) – Índices de liquidez	56
Tabela 4 (4) - Índices de rentabilidade	57

Lista de quadros

Quadro 1 (2)- Conceitos de empresa familiar	33
Quadro 2 (2)- Estágio de propriedade	33
Quadro 3 (3)- Questões quanto ao conselho de administração	38
Quadro 4 (3)- Quanto à gestão	38
Quadro 5 (3)- Quanto à auditoria independente	39
Quadro 6 (3)- Quanto à transparência	40
Quadro 7 (3)- Indicadores	41
Quadro 8 (4)- Índice de inflação acumulado IPCA (% a.a.)	53
Quadro 9 (4)- Taxa de retorno sobre investimento	59
Quadro 10 (4)- Fator de insolvência	62

Lista de abreviaturas e siglas

AC – Ativo Circulante

ANAHP – Associação Nacional de Hospitais Privados

AT – Ativo Total

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

BP – Balanço Patrimonial

CA – Conselho de Administração

CBSB – Comitê de Basileia de Supervisão Bancária

CDE – Corporate Data Exchange

CHAS – Centro Hospitalar Albert Sabin S.A.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DE – Diretoria Executiva

DRE – Demonstração de Resultado do Exercício

ELP – Exigível a Longo Prazo

FEF – Fórum para a Estabilidade Financeira

FMI – Fundo Monetário Internacional

GC – Governança Corporativa

IBCG – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IFC – Corporação Financeira Internacional

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IOSCO – Organização Internacional das Comissões de Valores

IPCA – Índice nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPSA – Instituto de Pesquisa Sociais Aplicadas

LL – Lucro Líquido

MM – Modigliani e Miller

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OMS – Organização Mundial de Saúde

PL – Patrimônio Líquido

PC – Passivo Circulante

PIB – Produto Interno Bruto

POT – *Pecking Order Theory*

RLP – Realizável a longo Prazo

SINDHOSPE – Sindicato dos Hospitais de Pernambuco

STT – *Static Tradeoff Theory*

UFPE – Universidade Federal de Pernambuco

Sumário

1 Introdução	17
1.1.1 Objetivo Geral	21
1.1.2 Objetivos específicos	21
1.2 Justificativa	21
2 Referencial teórico	23
2.1 Governança corporativa	23
2.2 Estrutura de capital	28
2.3 Empresa familiar	32
3 Procedimentos metodológicos	35
3.1 Tipo e Instrumentos de coleta de dados	36
3.2 Definição e operacionalização das variáveis	37
3.3 O caso	42
3.4 Limitações do estudo	43
4 Análise dos resultados	44
4.1 Estrutura de capital	52
5 Conclusões	64
Referências	66
Apêndice A – Relação dos entrevistados	69
Anexo A – Balanços patrimoniais de 1998 a 2012	70

1 Introdução

Empresas de controle familiar são a forma mais antiga de negócios do mundo. Zborowski (2011) constata que ainda é a forma dominante dos negócios. Sua gestão é composta por famílias, sendo nesses casos, administrada por seu fundador ou um de seus descendentes. La Porta e Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) demonstram em seus trabalhos que as empresas familiares são a forma de negócio mais antiga e a mais expressiva no mundo, tanto que em alguns países as empresas familiares correspondem a mais de 70% de todas as companhias, tendo um papel-chave na geração de empregos e crescimento econômico do país.

Estudos apontam que o desempenho das empresas de controle familiar tem sido superior ao das demais empresas. Em 2006, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) realizou uma pesquisa com 15 empresas familiares e concluiu que as empresas de controle familiar pesquisadas são, em média, maiores, mais valiosas, mais rentáveis, mais líquidas, mais solventes no curto prazo e mais alavancadas do que a média de todas as empresas listadas na Bovespa.

Em relação a isso, Macedo (2009, p. 23), baseado nos estudos das escolas de negócios Wharton e Havard, numa pesquisa realizada de 1994 a 2000 nas 500 empresas citadas pela revista *Fortune*, verificou que as empresas de controle familiar tiveram um melhor faturamento e melhores resultados em relação às empresas não familiares.

A definição de empresa familiar, que será seguida neste trabalho, foi idealizada por Abouzaid (2008) para a Corporação Financeira Internacional (IFC), onde empresas familiares são aquelas companhias nas quais a maioria das ações com direito a voto está em mãos da família controladora, incluindo o fundador ou fundadores, que tenha a intenção de passar o negócio a seus descendentes.

Devido a grande concorrência existente no segmento de saúde, a estabilidade da moeda a partir do plano real e ao incentivo do governo para liberação de empréstimos e recursos financeiros em órgãos governamentais com taxas e prazos diferenciados, as empresas de saúde viram que necessitavam de mecanismos para melhorar o controle da empresa e dessa forma melhorar seu desempenho econômico e financeiro. Ceretta (2011) confirmou, mediante

seu estudo empírico, que a adoção das práticas de governança corporativa (GC) influencia a estrutura de capital e o desempenho da empresa.

A partir da necessidade do controle da empresa, a governança corporativa surge como uma solução, visto que ela tem por princípio minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes agentes da companhia, tendo como objetivo reduzir os custos de capital e aumentar tanto o valor da empresa quanto o retorno aos seus acionistas.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa funciona como um sistema de monitoramento e direção, onde seu principal objetivo é a operacionalização de mecanismos que fazem com que as decisões sejam tomadas de forma a valorizar o desempenho de longo prazo das empresas. No caso das empresas familiares, surge a questão familiar que influencia na condução dos negócios e, portanto, na forma como se posiciona e funciona no longo prazo.

Em pesquisa realizada com empresas familiares não listadas em bolsa entre os anos de 2003 e 2009, Santos et al. (2011) verificaram que os controladores das empresas mantêm a posse de quase todas as ações da empresa (ações ordinárias mais ações preferenciais) e “possuem em média mais de 93% do total das ações das empresas”, o que sustenta a hipótese de haver conflitos de interesse com os poucos sócios não familiares existentes.

A governança corporativa em empresas de controle familiar, para Santos et al. (2011), deve unir os interesses dos gestores, acionistas e membros da família. Dessa forma, a governança corporativa em empresas familiares, além da separação entre propriedade e gestão, também atua sobre as relações entre família, propriedade e a gestão da empresa.

Com o intuito de ajudar as empresa na criação de seus sistemas de governança corporativa, o IBGC criou, em 1999, sua primeira edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, nesta época focado somente no conselho de administração. Após algumas revisões e levando em consideração as mudanças ocorridas no ambiente organizacional das empresas brasileiras, em 2009 o IBGC lançou a 4ª edição do Código, dando um passo à frente em relação o que já é obrigatório para as organizações internacionais. O novo código vem com o intuito de ajudar as organizações brasileiras no ambiente interno deixando-as mais transparentes, justas, responsáveis e sólidas, contribuindo para a criação de melhores sistemas de governança corporativa dentro das organizações, para seu bom desempenho e longevidade. No código são trazidos os princípios básicos da governança, que são eles: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Segundo Vieira et al (2011), o “trinômio governança corporativa, estrutura de capital e desempenho” funciona como um conjunto de procedimentos e regulamentos que permitem aos acionistas melhor acompanhamento da gestão.

No estudo em pauta serão abordados os modelos teóricos criados por Jensen e Meckling (1976), que tratam da teoria da agência (relacionados aos conflitos de interesse entre credores e acionistas da empresa), benefícios fiscais decorrentes da dedutibilidade das despesas financeiras e o efeito disciplinador que o endividamento exerce sobre os gestores e o modelo teórico *pecking order* proposto por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

Saito e Miceli da Silveira (2008) apresentam três contribuições principais do trabalho de Jensen e Meckling (1976), 1 – a criação de uma teoria da estrutura de propriedade; 2 – definição de um novo conceito de custo de agencia e 3 – a definição de um novo conceito para firma.

Na pesquisa também será utilizado o modelo teórico *pecking order* proposto por Myers (1984) e Myers & Majluf (1984), que de acordo Gonçalves (2009, p. 3) a teoria *pecking order* “sustenta que as empresas tenderão a seguir uma hierarquia de preferência por diferentes fontes de financiamento, em razão da assimetria informacional que existe entre os seus gestores e os investidores externos” e que para a *pecking order* não existirá nenhuma estrutura de capital ideal a ser perseguida pela empresa.

Já para Famá (2000), os autores Myers; Majluf (1984) discutiram a relação da informação entre administradores e acionistas com a abordagem da assimetria e expectativas racionais. Sendo assim, estes autores passaram a discutir a fundo a estrutura de capital das empresas.

Contudo, Albanez et al. (2012) e Myers e Majluf (1984) demonstram que quando investidores possuem menos informação sobre o valor da empresa os preços das ações podem ser subavaliados pelo mercado. Assim, surge uma teoria de hierarquia de fontes de recursos, segundo a qual as empresas deveriam preferir financiamento interno a externo, e, caso o financiamento externo fosse necessário, deveriam preferir emissão de dívida à emissão de ações.

Albanez et al. (2012) acreditam que quando as empresas anunciam captação de recursos, seja por meio de títulos de dívida ou ações, elas transmitem para o mercado informações onde os títulos de dívidas sinalizam de forma positiva e a emissão de novas ações de forma negativa. Dessa forma, a teoria demonstra que os administradores agem no interesse dos acionistas atuais e recusam emitir ações se estas estiverem subavaliadas, inclusive deixando passar valiosas oportunidades de investimento.

A empresa pesquisada está localizada no polo médico do Recife, que de acordo com Francisco Balestrin, presidente do conselho de administração da Associação Nacional dos Hospitais Privados (Anahp) no estado de Pernambuco, possui um dos principais polos de saúde da região, com cerca de 240 hospitais e 21 mil leitos de internação.

Segundo dados da Organização Mundial de Saúde (OMS) 2011, “A saúde é uma das atividades econômicas mais importantes no Brasil e no mundo, representando aproximadamente 9% do produto interno bruto (PIB)”.

A empresa pesquisada foi escolhida por se destacar como um dos primeiros hospitais do Nordeste a lançar ações na bolsa de valores, tendo tido essa iniciativa nos primeiros anos do plano real, por ser uma empresa de gestão familiar e ser da área de saúde e pelo conhecimento do pesquisador, por ser colaborador da mesma.

O hospital foi fundado em 1º de setembro de 1974, criado como uma sociedade de cotas de responsabilidade limitada, com a participação de 3 grupos familiares como sócios.

Em 1995, foi transformado em sociedade anônima. No ato desta transformação a empresa passou por um processo de cisão parcial, surgindo desta transformação o CENTRO HOSPITALAR ALBERT SABIN S.A (CHAS) e três novas sociedades com responsabilidade limitada, as incorporadoras VILAR TRIGUEIRO & CIA LTDA, DIM EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA e QUEVICI EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA, cada uma destas incorporadoras possuía 33,33% da empresa cindida.

O problema proposto para esta pesquisa é compreender a evolução das práticas de governança corporativa e da estrutura de capital da empresa. Será utilizado o estudo de caso como método para responder a este problema.

1.1 Objetivos

Como forma de responder ao problema da pesquisa, serão apresentados a seguir os seus objetivos.

1.1.1 Objetivo Geral

O objetivo deste trabalho é investigar as práticas de governança corporativa e a estrutura de capital do Centro Hospitalar Albert Sabin, entre os anos de 1995 a 2012.

1.1.2 Objetivos específicos

- Identificar e caracterizar as práticas de governança corporativa utilizadas na empresa ao longo do período do estudo;
- Analisar a composição da estrutura de capital da empresa por meio de indicadores, entre os anos de 1995 e 2012.

1.2 Justificativa

Originalmente a governança corporativa está associada ao mercado de capitais, vista como um mecanismo de proteger os sócios minoritários dos mandos e desmandos dos sócios majoritários. O conceito de governança corporativa para os estudos de finanças foi proposto para dar maior segurança aos investidores em relação ao retorno de seus investimentos.

No Brasil, está associada às empresas com maior rigor na prestação de contas e transparência, listadas no mercado de ações, e que pertencem à lista do segmento “Novo Mercado” da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Porém, o IBGC está diversificando a ideia de governança corporativa, de que ela não é exclusividade das empresas listadas na

bolsa de valores, e que sim, pode ser utilizada tanto empresas de capital aberto, como de capital fechado, empresas familiares, e até por entidades do terceiro setor.

Na pesquisa em pauta será verificada esta situação em uma empresa familiar de capital fechado do segmento de saúde.

Para as empresa familiares, de capital fechado, que não estão listadas na bolsa de valores, a governança corporativa surge como uma ferramenta para transmitir aos novos investidores como a empresa está sendo administrada, deixando transparecer seus princípios e valores de forma clara.

O tema da pesquisa foi definido devido aos poucos trabalhos apresentados sobre as empresas familiares de capital fechado, e avaliará a utilização das boas práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas familiares, levando em consideração sua estrutura de capital.

Outro fator motivador foi que a empresa pesquisada lançou ações no mercado financeiro um ano após o lançamento do plano real, que tinha como intuito conter a hiperinflação que assolava o país desde os anos setenta, e ainda era incerto saber se o novo plano econômico lançado pelo governo brasileiro daria ou não resultado.

A governança corporativa em empresas de controle familiar, além de ajudar na relação propriedade e gestão, também age na relação entre família, propriedade e gestão.

Da mesma forma, o estudo procurou analisar a estrutura de capital da empresa pesquisada na última década, uma época de novidades nas finanças brasileiras, pois a empresa muda sua natureza jurídica, passando de sociedade por cotas limitadas para sociedade anônima.

Esta pesquisa surge como proposta para que sejam realizados mais trabalhos sobre governança corporativa em empresas familiares de capital fechado e principalmente na área de saúde, visto a pouca produção de trabalhos nesta área, e assim se possa divulgar mais sobre governança corporativa e sua importância como ferramenta para auxiliar as empresas familiares do setor de saúde, em separar a gestão das empresas da propriedade.

2 Referencial teórico

O referencial teórico será dividido em 3 seções, onde na primeira seção se falará sobre governança corporativa; a segunda seção tratar-se-á da estrutura de capital; e a terceira seção abordar-se-á sobre empresas familiares.

2.1 Governança corporativa

Atualmente, as argumentações sobre governança corporativa tratam das formas como as decisões corporativas serão administradas visando os interesses dos investidores. Becht et al. (2005) dizem que a governança corporativa está preocupada com a resolução de problemas de ação coletiva entre os investidores dispersos e a conciliação de conflitos de interesses entre os vários detentores de direitos corporativos. Já Shleifer e Vishny (1997) trazem a perspectiva da governança corporativa como uma solução para o conflito entre propriedade e controle.

O trabalho seminal de Berle e Means (1932), que abordou direitos dos acionistas, direito de propriedade, equidade nas informações, observando a estrutura de propriedade, a estrutura do mercado e a concorrência, questionou as novas empresas, as firmas, analisando as decisões centralizadas, conhecimento concentrado, planejamento hierarquizado e mudança na situação do agente. Tal estudo é considerado como o marco inicial dos trabalhos de governança corporativa. Nele os autores foram os primeiros a discutir as questões sobre a separação entre propriedade e gestão.

Dando continuidade aos estudos sobre a firma, Coase, em 1937, amplia os estudos e em seu trabalho sobre direito de propriedade e teoria dos contratos traz a firma como um tipo de organização engendrada, com a finalidade de ser um mecanismo mais eficiente que o mercado na obtenção de um resultado esperado, levando em consideração os custos de transação.

Já para Leal (2004), as principais contribuições para as pesquisas sobre estrutura de propriedade e valor da firma surgiram do trabalho de Jensen e Meckling (1976), que trouxeram contribuições para a teoria da agência, teoria dos direitos de propriedade, para a

teoria das finanças desenvolverem uma teoria da estrutura de propriedade da firma e definem o conceito de custo de agência.

De acordo Jensen e Meckling (1976, p.2), a firma ou empresa privada é como “uma ficção legal que serve como um foco para um processo complexo no qual os objetivos conflitantes de indivíduos (alguns dos quais podem “representar” outras organizações) atingem um equilíbrio no contexto de relações contratuais”.

Desde então, diversos estudos procuraram analisar o problema provocado pela separação da propriedade e a gestão ou teoria da agência.

Segundo Jensen e Meckling (1976), a teoria da agência analisa os conflitos entre os principais (proprietários) e os agentes (administradores), considerando que os interesses entre eles nunca estarão alinhados. Para eles, esses conflitos podem ser reduzidos por meio de ações efetuadas pelo principal, separadamente ou em conjunto. As ações são: realizar o monitoramento das ações do agente mediante contratos, e criar incentivos para o agente agir em favor do principal.

Segundo estes autores (p. 3), “se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidades, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal”. Dessa forma, o principal pode tentar evitar divergências procurando dar ao agente incentivos adequados ou criando contratos para monitorar suas decisões e ações, porém estas ações gerarão custos de monitoramento.

Na maioria das vezes, as relações de agência, o principal e o agente incorrerão em custos, que, segundo Jensen e Meckling (1976), podem ser positivos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais (tanto não pecuniárias quanto pecuniárias). Para Jensen e Meckling (1976), estes custos de relação de agência ou custo residual são definidos como custo de agência e podem ser definidos como a soma de:

- a) das despesas de monitoramento por parte do principal;
- b) das despesas com a concessão de garantias contratuais e por parte do agente; e,
- c) do custo residual.

Na maioria das relações de agência, o principal e o agente terão custos de monitoramento e acordos contratuais.

Saito e Silveira (2008, p. 5) defendem que o trabalho de Jensen e Meckling (1976) é “sob o ponto de vista da economia financeira, considerado seminal na linha de pesquisa em governança corporativa, um verdadeiro divisor de águas”.

Para a teoria econômica, a governança corporativa aparece como solução para o conflito de agência. Randall Morck, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, em 1988, avaliaram

a relação entre a participação acionária do conselho e a valoração de mercado das empresas, usando uma listagem de 1980 com os dados de 371 empresas pertencentes ao grupo da *Fortune 500*, fornecida pela Corporate Data Exchange (CDE), o que pode ser considerado como uma verificação empírica da teoria de Jensen e Meckling.

Morck et al. (1988, p. 140), na conclusão de seu trabalho, argumenta “que seu estudo ficou compatível com as predições de Jensen; Meckling (1976) para baixos níveis de concentração da propriedade”.

Conforme Saito e Silveira (2008, p. 84), as conclusões de Morck et al. (1988) em relação às empresas brasileira sofreram adaptações ficando da seguinte maneira: “a estrutura de propriedade, quando concentrada em grandes acionistas, possui um aspecto positivo (efeito incentivo), na medida em que eles possuem tanto o interesse quanto o poder para monitorarem as ações dos gestores”.

A partir do seu estudo sobre proteção legal dos investidores e a concentração de propriedade e os mecanismos de governança corporativa no mundo, Shleifer e Vishny (1997) tentaram responder: como grandes investidores vão conseguir que os gestores devolvam seus recursos e como eles vão se certificar que seus investimentos não serão investidos em projetos ruins? Segundo Shleifer e Vishny (1997), em mercados mais avançados estes problemas têm sido minimizados com o uso da governança corporativa.

De acordo Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa trata de forma simples o problema de agência cuidando simplesmente da separação entre propriedade e gestão. Sendo assim, “mecanismos de governança corporativa variam muito ao redor do mundo, nos Estados Unidos e Reino Unido dependem substancialmente da proteção jurídica dos investidores. Já em grande parte da Europa Continental e no Japão há menos dependência de proteções legais” (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Para estes autores, os sistemas de governança corporativa para serem bem-sucedidos dependem de uma combinação de propriedade concentrada e proteção legal dos investidores.

La Porta et al. (2000) analisaram a proteção jurídica que os investidores possuem e, de acordo com eles, a proteção dos acionistas e credores pelo sistema legal do país é fundamental para classificar os modelos de governança corporativa. Uma implicação importante dessa abordagem é que deixando os mercados financeiros sozinhos não é uma boa maneira de incentivá-los. Os mercados financeiros precisam de alguma proteção dos investidores externos, quer pelos tribunais, agências governamentais ou participantes do mercado em si.

Para Silva (2006, p. 7), na teoria econômica tradicional a governança corporativa surge “com vistas a superar o conflito de agência e na perspectiva da teoria da agência, a

preocupação maior é criar mecanismos eficientes – sistemas de monitoramento e incentivos – para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas”.

No Brasil os estudos sobre governança corporativa são recentes e têm se intensificando a partir dos anos 90, de acordo Silva (2006), no esforço em busca das boas práticas de governança corporativa se pode destacar a criação, em 1995, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), voltado exclusivamente para desenvolver e divulgar as boas práticas de governança no Brasil.

Um grande marco para a governança corporativa no Brasil é o lançamento, em 1999, da primeira versão do código das melhores práticas de governança corporativa, atualmente na 4ª edição (2009), onde traz os princípios básicos de Governança corporativa: transparência; equidade; prestação de contas (*accountability*); e responsabilidade corporativa.

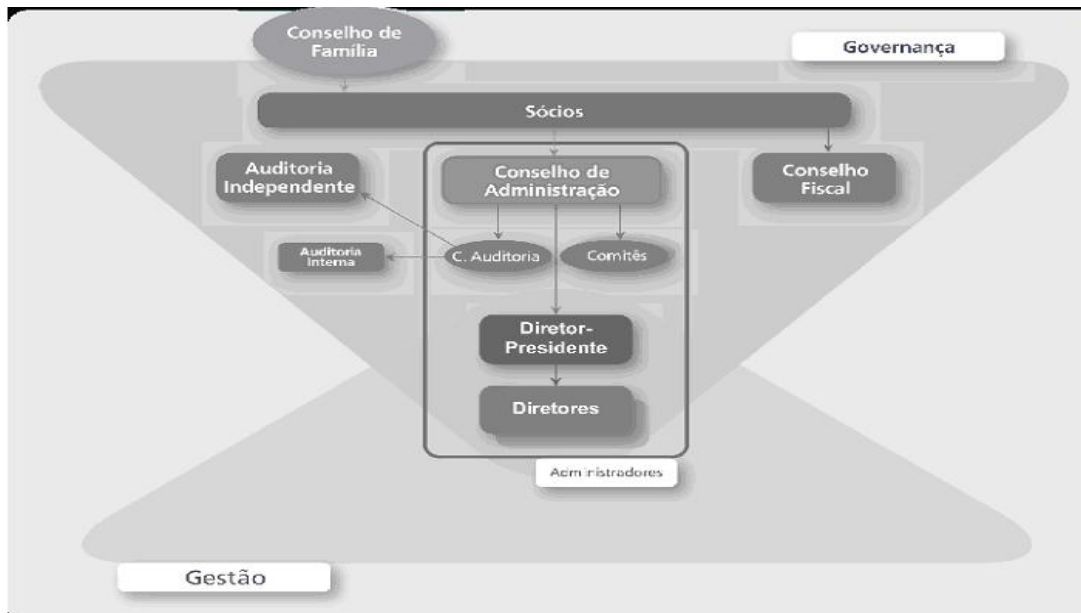
Para o IBGC, governança corporativa é “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre propriedade, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”, tendo suas boas praticas convergindo para os princípios objetivos, alinhados com a finalidade de preservar e otimizar o valor da empresa, dessa forma agilizando seu acesso a recursos e contribuindo para sua prosperidade.

Na Figura 1 a seguir, apresenta-se cada órgão do sistema de governança corporativa.

A Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa), em 2000, cria o novo mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa: Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2). A Bovespa criou estes mecanismos no momento que ela notou que para o mercado de capitais brasileiro crescer e atrair novos investidores seria preciso ter regras rígidas sobre governança, sendo estas mais rígidas que a lei das Sociedades Anônimas (S.A.), e as empresas que querem aderir devem fazer de forma voluntária.

A Lei n. 10.303/2001, que alterou e acrescentou dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários, procurou dar ao acionista minoritário maior proteção, dando também maior poder à comissão de valores mobiliários e impondo maior transparência na administração das companhias.

Figura 1 (2) – Sistema de governança corporativa



Fonte: Código das melhores práticas de governança corporativa (IBGC, 2009, p. 16)

A Comissão de valores mobiliários (CVM), procurando desenvolver o mercado de capitais brasileiro, lançou em 2002 uma cartilha que apresenta recomendações relativas às boas práticas de governança corporativa, padrões de conduta superiores aos exigidos em lei, ou pela regulamentação da própria CVM. Porém, esta cartilha não tem poder de punição e serve somente como orientação.

Segundo Silva (2004), a abertura econômica brasileira e o aumento de investimentos estrangeiros no Brasil têm incentivado as empresas a utilizar as boas práticas de governança corporativa. Em seu estudo sobre a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras entre 2003 a 2007, Santos et al. (2010) verificaram que as empresas que tiveram uma boa média nas boas práticas de governança obtiveram um retorno positivo sobre os ativos da empresa, e, dessa forma, foram sugerindo que empresas com melhores práticas tendem a apresentar melhor desempenho.

Partindo da ideia de que as boas práticas de governança afetam de forma positiva o desempenho das empresas, o que afeta diretamente o seu endividamento e sua maneira de alavancar recursos, vários autores realizaram pesquisas examinando a relação entre estrutura de capital da empresa e as boas práticas de governança corporativa.

Ceretta et al. (2011) realizaram pesquisa com empresas listadas na Bovespa em 2006 e verificaram que não houve influência das boas práticas de governança na melhoria da

estrutura de capital. Porém, pode-se verificar que surgiram outros ganhos para as empresas com a adoção das práticas, tais como a melhoria da imagem da empresa perante os agentes financeiros e o próprio mercado de capitais.

Para Silveira et al. (2008), a estrutura de capital seria como um mecanismo da governança e seria aceitável que o grau de endividamento da empresa influenciaria outros mecanismos da governança. Para estes autores, a alavancagem financeira é influenciada pelas práticas de governança utilizadas na empresa. Outros autores efetuaram pesquisa verificando a relação entre valor de mercado das empresas e os indicadores de estrutura de capital, o que para Franco (2006) existe uma correlação.

Segundo Rogers et al. (2008), analisando os dados trimestrais no período de dezembro de 2002 a dezembro de 2005, conclui-se que o custo de capital e o retorno do investimento são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores. Proporcionalmente, o custo de capital das empresas com práticas de governança corporativa superiores é 34,22% menor, e o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Já segundo Zappa (2011), a adoção das boas práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras possui um efeito benéfico, pois, empresas que adotaram as boas práticas e possuem uma melhor governança corporativa e se ajustam mais rapidamente em direção ao ótimo.

Ripamonti (2010), ao averiguar a associação entre estrutura de capital e a governança corporativa, medida por meio da proxy de retorno ao acionista, analisando o endividamento como mecanismo de governança corporativa, teve a hipótese parcialmente rejeitada e baseado nas respostas provenientes da gestão sugeriu a estrutura de capital como um mecanismo da governança corporativa.

2.2 Estrutura de capital

Os estudos de estrutura de capital, que começam com o início do estudo de finanças e vai até os anos 50, tratam a estrutura de capital de forma intuitiva, visto que empresas consideradas de menor risco tinham acesso a melhores linhas de crédito, enquanto que para as de maior risco os créditos eram mais caros. Para Famá (2000), nesta época havia uma

estrutura teórica precária, o que dificultava estabelecer uma relação efetiva entre risco e custo de capital, e devido à dificuldade em processar uma grande quantidade de informações muitas situações de risco eram estudadas a partir de instrumentais analíticos determinísticos.

Segundo Gonçalves (2009), antes da década de 50 as teorias sobre a Estrutura de Capital resumiam-se à Teoria Tradicional com três abordagens diferentes: Lucro Líquido, Lucro Operacional Líquido e Método Tradicional.

A estrutura de capital é objeto de estudo de muitas pesquisas na área de finanças corporativas. Entretanto, para Ceretta et al. (2009), definir uma estrutura ótima de capital não é uma tarefa simples. Teorias sugerem que empresas utilizem sua estrutura de capital de acordo com determinados atributos teóricos relevantes, tais como tamanho da empresa, grau de crescimento do negócio, estrutura dos ativos, singularidade dos produtos oferecidos, lucratividade, volatilidade dos resultados operacionais, entre outros. Segundo Fama e Perobelli (2003, p. 43):

A relevância desses atributos sobre a decisão de financiamento deriva dos impactos que eles seriam capazes de exercer sobre os custos e benefícios associados à emissão de ações ou de dívida. Dessa forma, não haveria uma estrutura de capital ótima, mas uma estrutura de capital mais apropriada a cada perfil de empresa.

Gonçalves (2009) defende que a Teoria de Modigliani e Miller (MM) (1958) veio alterar e abalar a visão sobre a Estrutura de Capital, proporcionando o aparecimento de mais teorias com visões e conceitos diferentes. Para Gonçalves (2009), não existe consenso sobre a melhor teoria da Estrutura de Capital.

A Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capitais, ou abordagem MM, é fruto de estudo empírico desenvolvido por Franco Modigliani e Merton H. Miller, em 1958, considerado um dos mais conhecidos teoremas de finanças. De acordo Modigliani; Miller (1958), a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio utilizado por uma empresa é completamente irrelevante para a determinação de seu valor de mercado. Modigliani e Miller, para desenvolverem o seu teorema, estabeleceram o conjunto de pressupostos simplificadores da realidade, o qual definiam como “Mundo ideal dos Economistas”. Entre estes pressupostos citam-se: ausência de impostos, de custos de transação, de custos de falência e de taxas de juros nas aplicações de financiamentos.

Modigliani e Miller (1958) demonstraram que, em um mercado perfeito, uma mudança na estrutura de capital da empresa não representaria uma alteração no valor da empresa para o acionista. Isto ocorreria porque o valor da empresa independe da estrutura

adotada, e sim dos fluxos de caixa e dos riscos operacionais provenientes de cada estrutura. Desta forma, o custo de capital da empresa seria o mesmo para qualquer nível de endividamento e, portanto, não haveria uma estrutura de capital ótima.

A partir da Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital, vários outros estudos empíricos foram realizados e diversas novas teorias surgirão. De acordo Ceretta et al. (2009, p. 31), “Myers (1977), com o intuito de aperfeiçoar o estudo realizado por Modigliani e Miller, acrescentou a essa teoria os custos de agência derivados do endividamento e as vantagens fiscais provenientes do uso da dívida, formando a *Static Tradeoff Theory* (STT)”.

Dando continuidade os estudos sobre estrutura de capital, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) propõem uma nova teoria segundo a qual as empresas seguiriam uma ordem hierárquica para decidir a fonte de financiamento. “Essa teoria, denominada Pecking Order, sugere que a opção por financiamento prioriza as fontes internas (retenção de lucros) e, secundariamente, a captação externa (capital de terceiros e emissão de novas ações)” (Inserir fonte e ano).

Para Myers (1984), a STT, supõe que a empresa possui uma meta de endividamento e caminha em sua direção, e na *Pecking Order Theory* (POT) a empresa segue uma sequência hierárquica, ao estabelecer sua estrutura de capital. Já segundo Medeiros et al. (2008), estas duas correntes teóricas competem entre si pela explicação da estrutura de capital das empresas.

A maioria destes estudos, porém, foi realizada analisando empresas do mercado norte-americano, e não levou em consideração as situações diferentes vividas nos países em desenvolvimento, como o mercado brasileiro (BATISTELLA et al., 2006). Para Daher e Medeiros (2004), deve-se levar em conta as dificuldades de obtenção de crédito no país e a dificuldade de captação de recursos via mercado de ações. Estes autores, em 2008, realizaram testes empíricos que envolviam dois modelos aplicados a estruturas de capital de empresas brasileiras. Os modelos testados foram desenvolvidos sob as teorias: *Static Tradeoff* e a *Pecking Order*. Eles buscavam estabelecer qual das duas teorias possuía maior poder explanatório para a amostra de empresas brasileiras: “a análise utilizou três tipos de modelos: coeficientes comuns, efeitos fixos e efeitos aleatórios. A amostra utilizada compreende empresas não financeiras listadas nas bolsas de valores de São Paulo (Bovespa e Soma), no período de 1995 a 2002” (Daher e Medeiros, 2008, p. 178). Eles utilizaram o modelo Rajan-Zingales para avaliar a *Static Tradeoff Theory* e o modelo Frank-Goyal avaliou a *Pecking Order Theory*.

Daher e Medeiros (2008, p. 196) apresentaram a seguinte conclusão: “as empresas brasileiras não estabelecem meta para a estrutura de capital e procuram atingi-la ao longo do tempo”, ou seja, a estrutura de capital das empresas brasileiras “é estabelecida como resultado de uma hierarquia de financiamento, cuja prioridade máxima são os recursos gerados internamente, seguidos pelo endividamento e, em última instância, pela emissão de ações”. Para Daher e Medeiros (2008, p. 196), a quase aceitação da POT em sua forma forte mostrou que, na média, a emissão de ações é muito pequena em relação às outras duas formas de financiamento, sendo assim, “a análise dos resultados encontrados levou à conclusão de que a chamada teoria *Pecking Order*, em sua forma semiforte, é a que melhor explicou a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras.”

A teoria da estrutura ótima de capital ou *Trade Off* trata da ideia de como uma empresa resolve financiar sua dívida, levando em consideração o equilíbrio entre os custos e as vantagens de recorrer a capital de terceiros. Para Gonçalves (2009), esta teoria prevê que as empresas mantenham uma estrutura de capital ótima, onde o benefício marginal da dívida é igual ao custo marginal da mesma. Normalmente as empresas são financiadas por capital oriundo de empréstimos e poucas vezes utilizam capital próprio, e um dos objetivos dessa teoria é tentar explicar este fato.

A teoria da hierarquia da estrutura de capital ou *pecking order theory* foi desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), que afirmam que as empresas devem dar prioridade às fontes de financiamento que exigem um menor esforço. Ou seja, devem hierarquizar as suas fontes de financiamento. Para estes autores as empresas devem dar preferência a financiamentos internos e, caso necessite de financiamento externo, a sequência lógica será a emissão de debêntures e títulos conversíveis, antes de optar pela emissão de ações. Para Myers (1984), Myers e Majluf (1984), empresas que possuem uma situação financeira melhor são menos endividadas, pois utilizam de recursos próprios para se autofinanciar, assim evitando a emissão de ações para captação de recursos.

A teoria da *pecking order*, de acordo Silveira et al. (2008), sustenta que as empresas tenderão a seguir uma hierarquia de preferência por diferentes fontes de financiamento, em razão da assimetria informacional que existe entre os seus gestores e os investidores externos. A assimetria informacional é oriunda do administrador da empresa que possui mais informações sobre os investimentos que os investidores externos podem vir a possuir. Para a *pecking order*, não existirá nenhuma estrutura de capital ideal a ser perseguida pela empresa.

Para Medeiros (2005), o que explica a existência dessa hierarquia é a assimetria de informações entre os gestores e os novos potenciais acionistas. Dessa forma as ações dos

acionistas atuais se desvalorizariam com a nova emissão de ações, pois, o mercado poderia avaliar de forma negativa ou incorretamente o que geraria uma subavaliação das novas ações e, por consequência, a transferência de riqueza dos acionistas antigos para os novos.

As empresas familiares sobrevivem por períodos curtos após deixarem de ser administradas por seus fundadores e, de acordo Abouzaid (2008), cerca de 95% delas não sobrevivem à terceira geração de proprietários.

2.3 Empresa familiar

A empresa familiar ocupa uma posição de destaque dentro da economia mundial. Segundo Bortolon et al. (2011), as empresas familiares constituem a forma mais antiga e disseminada ainda dominante de negócios no mundo. Ehrhardt, Nowak e Weber (2006) demonstraram isso mediante estudo em empresas alemãs onde procuraram analisar a evolução da propriedade, controle e desempenho das empresas familiares ao longo do século passado. Analisaram empresas fundadas em 1913 e ainda em existência em 2003 com volume de negócios de mais de 50 milhões de euros. Neste estudo demonstraram que as empresas familiares correspondem a 81% da sua amostra e que, após 5 gerações ou 100 anos depois, entre 1913 e 2003, 50% das empresas ainda são administradas por grupos do pós fundador.

Em 2003, Anderson e Reeb já tinham verificado que as empresas familiares estão presentes em um terço do S&P 500 dos Estados Unidos e respondem por 18% do capital social em circulação. Para estes autores empresas familiares têm melhor desempenho do que as empresas não familiares. Em análises adicionais, Anderson e Reeb (2003) concluíram que a relação entre familiares e o desempenho da empresa é não linear e que, quando os membros da família agem como CEO, o desempenho é melhor do que quando os CEOs são trazidos de fora.

As empresas familiares são predominantes entre as empresas de médio e pequeno porte, porém, conforme Santos et al. (2011), em muitos mercados, inclusive o mercado brasileiro, as empresas de grande porte têm uma família como seu acionista controlador.

Em vista a esta multiplicidade de características, Prado (2011), conforme quadro 1(2). apresenta alguns conceitos existentes relacionados à empresa familiar, porém deixando claro que eles não são uma unanimidade entre os estudiosos sobre o tema, tanto no Brasil como no mundo.

Quadro 1 (2)- Conceitos de empresa familiar

A empresa familiar é aquela que se identifica com uma família há pelo menos duas gerações, pois é a segunda geração que, ao assumir a propriedade e a gestão, transforma a empresa em familiar.
É familiar quando a sucessão da gestão está ligada ao fator hereditário.
É familiar quando os valores institucionais e a cultura organizacional da empresa se identificam com os da família.
É familiar quando a propriedade e o controle acionário estão preponderantemente nas mãos de uma ou mais famílias. Alguns ainda sustentam que se a família é só investidora, sem qualquer participação na gestão, a empresa não é familiar. E outros afirmam que a empresa de fundador, sem herdeiros, também não é familiar, e sim “pessoal”.

Fonte: Prado (2011)

Neste estudo será utilizada a definição de empresa familiar sugerida por Abouzaid (2008, p. 7), quando ajudou na criação do manual de governança para empresas familiares, do *International Finance Corporation (IFC)*, órgão membro do grupo Banco Mundial, no qual descreve empresas familiares como “aquelas companhias nas quais a maioria das ações com direito a voto está em mãos da família controladora, incluindo o(s) fundadores (es) que tenha(m) a intenção de passar o negócio a seus descendentes”.

Para Abouzaid (2008), as empresas familiares têm 3 estágios que resumem seu ciclo de vida: i – estágio do(s) fundador(es); ii – estágio da parceria entre irmãos; e iii – estágio da confederação de primos. O Quadro 2(2) abaixo resume as principais questões de governança corporativa enfrentadas pelas empresas familiares durante seu ciclo de desenvolvimento.

Quadro 2 (2) – Estágio de propriedade

Estágio de propriedade	Problemas ligados ao controle acionário
Estágio I: O(s) Fundador(es)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Transição da liderança; ▪ Sucessão; ▪ Planejamento Patrimonial.
Estágio II: Parceria entre irmãos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Manter a harmonia e o espírito de equipe; ▪ Sustentar a propriedade familiar; ▪ Sucessão.
Estágio III: Confederação de Primos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alocação de capital corporativo: níveis de endividamento, lucros, dividendos; ▪ Liquidez dos acionistas; ▪ Resolução de conflitos de família; ▪ Participação e funções da família nos negócios; ▪ Visão e missão da família; ▪ Ligação da família com o negócio.

Fonte: Abouzaid, 2008.

Para o IFC, a família desempenha um papel crucial na governança de seu negócio. Sendo assim, deve-se estabelecer uma estrutura de governança familiar, que foque a disciplina entre os membros da família, dessa forma prevenindo futuros conflitos e assim assegurando a continuidade da empresa. Para isso, a governança familiar deve observar os seguintes pontos:

- a) a combinação dos valores da família, sua missão e visão de longo prazo, para todos os seus membros;
- b) manter os membros da família (especialmente aqueles que não estão diretamente envolvidos com a gestão dos negócios) informados e atualizados sobre os principais desafios, realizações e rumos estratégicos da empresa;
- c) comunicar as normas e decisões relativas ao emprego de membros da família, distribuição de dividendos e outros benefícios que eles possam obter do negócio;
- d) estabelecer canais formais de comunicação que permitam aos membros da família compartilhar ideias, aspirações e preocupações; e,
- e) montar uma estrutura formal que permita à família reunir-se e tomar todas as decisões necessárias.

A teoria de agência para Mendes-da-Silva (2011) é a teoria que mais frequentemente é estudada em governança corporativa. Segundo o autor, a ideia de Jensen e Meckling lançada em seu artigo de 1976 tratava a cerca dos interesses entre gestores e acionistas. Porém, para o Brasil este modelo necessitava de ajustes.

Segundo Mendes-da-Silva (2011), como as empresas brasileiras, na sua maioria, têm sua administração concentrada e é comum encontrar acionistas que desempenham funções de executivos e/ou membros do conselho, como ocorre em empresas familiares, o conflito entre acionistas e executivos é menos frequente.

De acordo Silva et al. (2007), a governança corporativa usada nas organizações depende da cultura de seu país de origem. Nos países onde o mercado de capitais é atuante, o conflito ocorre entre o principal e o agente. No Brasil, onde o mercado de capitais é menos atuante, o conflito de agência ocorre entre o sócio controlador e o sócio minoritário.

3 Procedimentos Metodológicos

Neste capítulo estão apresentados os métodos utilizados para atingir o objetivo desta pesquisa, que é investigar as práticas de governança corporativa e a estrutura de capital do Centro Hospitalar Albert Sabin, entre os anos de 1995 a 2012. É Um Estudo De Caso pois, segundo Yin (2010, p. 27), “a distinção entre os vários métodos de pesquisa e suas vantagens e desvantagens pode exigir que se vá além do estereótipo hierárquico.” Para ele, a forma mais correta seria inclusiva e pluralista, podendo cada método de pesquisa ser utilizado de forma exploratória, descritiva e explanatória.

O método qualitativo se deu a partir de um estudo de caso único, de caráter descritivo exploratório, visto que procurou verificar a relação existente entre a estrutura de capital da empresa e as práticas de governança corporativa em uma empresa familiar de capital fechado do setor de saúde, com observação participante, de forma encoberta e de documentos da empresa, tais como balanços patrimoniais, demonstrações de resultados, entre outros.

Yin (2010) ensina que o estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo em profundidade e em seu contexto de vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não são claramente evidentes. Para Yin (2010), o estudo de caso único tem como meta não fazer uma análise particularizante, e sim generalizante.

Nesta pesquisa, foi aplicado um questionário, apoiado em Guimarães (2009), baseado no código das melhores práticas de governança publicado pelo IBGC, composto de 33 perguntas, agrupadas em 4 (quatro) blocos que abordam: o Conselho de Administração; a Gestão; os Comitês Especializados e Auditoria Independente; e, Transparência.

O questionário foi aplicado por meio de entrevista aos atuais diretores e empregados ligados à gestão da empresa, sendo gravadas e transcritas, tendo um tempo de duração de 6 horas, variando conforme a demora na resposta por parte do entrevistado. Teve como objetivo:

- a) identificar as possíveis práticas de governança adotadas pela empresa;
- b) conhecer a percepção dos membros da Diretoria Executiva da empresa quanto à adoção das práticas de governança;

- c) Permitir que o pesquisador pudesse verificar se a estrutura de capital está associada a algum evento de governança da empresa.

O método quantitativo se dá mediante estudo de caráter descritivo, de propósito exploratório, com a coleta de dados a partir de dados primários, que utilizam como técnicas de coleta de dados: questionários aplicados por meio de entrevista e relatórios escritos (YIN , 2010).

Para o segundo objetivo específico, fez-se uma pesquisa nos arquivos da empresa e junto a CVM, para que se conseguisse coletar o maior número de balanços patrimoniais dos anos de 1995 a 2012, porém, só foram localizados os balanços de 1998 até 2012.

Um fator que dificultou a busca dentro da empresa, foi que no ano de 2010, o arquivo da empresa sofreu um incêndio e diversos documentos foram perdidos.

Buscaram-se, também, atas de assembleias gerais ordinárias e extraordinárias divulgadas pela empresa junto a CVM e de domínio público.

De posse dos balanços patrimoniais, analisaram-se os principais índices para responder ao objetivo específico. Conforme Matarazzo (2003), a principal importância dos índices é fornecer uma visão ampla da situação econômica e financeira da empresa.

Os índices utilizados foram divididos em 3 (três) categorias:

- a) nível de endividamento;
- b) a liquidez da empresa;
- c) os índices que demonstram o retorno aos capitais investidos.

3.1 Tipo e Instrumentos de coleta de dados

Os dados foram do tipo primário e secundário. Para identificar e caracterizar as práticas de governança corporativa utilizadas na empresa ao longo do período do estudo, o primeiro objetivo da pesquisa, os dados utilizados foram predominantemente primários, por meio de entrevistas abertas.

A entrevista é uma das fontes mais importantes de informação para o estudo de caso, sendo utilizada para obter informações acerca do que as pessoas sabem, sentem, fizeram ou pretendem fazer acerca das coisas precedentes. Para Yin (2010) e Gil (2009), é um instrumento de suma importância.

Usando como referência os trabalhos desenvolvidos sobre a qualidade das boas práticas de governança corporativa em empresas familiares de capital aberto, foi utilizado

como instrumento de coleta de dados um roteiro de entrevista estruturado, construído a partir do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que objetivaram analisar:

- a) conselho de administração;
- b) gestão profissional;
- c) comitê especializado e auditoria independente;
- d) transparência.

Já os dados secundários foram utilizados para os dois objetivos específicos. Houve pesquisa documental, nos documentos da empresa, para verificar relatórios financeiros, de assembleias de administração e de auditoria, sobre a empresa.

Para o segundo objetivo específico, que é analisar a composição da estrutura de capital da empresa por meio de indicadores, entre os anos de 1995 e 2012, também foram necessários dados quantitativos coletados diretamente das Demonstrações Financeiras. Os dados quantitativos foram organizados em planilha Excel, onde foram tratados e geradas as informações sobre a estrutura de capital da empresa.

Foram utilizados índices financeiros, que estão apresentados na Tabela 1(3).

Tabela 1 (3) - Índices financeiros

Índices de endividamento	
Índice de endividamento	ELP / AT
Participação de capital de terceiros	ELP / PL
Índices de liquidez	
Liquidez Geral	$(AC + RLP) / (PC + ELP)$
Liquidez Corrente	AC / PC
Liquidez Seca	$(AC - EST.) / PC$
Índices de rentabilidade	
Giro do Ativo	Vendas Líquidas / AT
Margem Líquida	LL / Vendas Líquidas
Rentabilidade do Ativo (ROI)	LL / AT
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RSPL)	LL / PL

e)

Fonte: Matarazzo, (2003)

3.2 Definição e operacionalização das Variáveis

Os Quadros 3 a 6 (3) apresentam as questões abordadas e quais os objetivos esperados.

Quadro 3 (3)- Questões quanto ao conselho de administração

Questões	Resultado esperado
A administração da empresa esta comprometida com o Conselho de Administração?	Espera-se uma sinergia, visto que, o conselho de administração operacionaliza as determinações da administração.
Qual o tempo de mandato dos Conselheiros? É permitida a reeleição dos membros do Conselho de Administração? Por quantas vezes um conselheiro poderá se reeleger?	Prazo não deve ser superior a 2 (dois) anos. Pode existir reeleição, porem não deve ser automática e sim por meritocracia.
Qual o número de conselheiros: internos (indivíduos que trabalham na empresa); externos (conselheiros que não trabalham na empresa); e independentes? Como são selecionados os conselheiros?	Recomendado no mínimo 5 e no máximo 11, composto preferencialmente por conselheiros externos e independentes, variando conforme o porte, complexidade da empresa, setor de atuação.
Há uma distinção entre os papeis e os indivíduos que exercem os cargos de presidente do Conselho de Administração e o de Executivo Principal da empresa? Existe alguma interdependência entre eles?	Recomenda-se ser evitado o acumulo das funções de presidente do conselho e diretor presidente.
Existem avaliações quanto ao desempenho do Conselho de Administração? Em caso afirmativo, com que periodicidade é realizada as avaliações referentes ao desempenho do Conselho de Administração da empresa e dos conselheiros individualmente?	Recomenda-se ser feita uma avaliação do conselho e de cada conselheiro anualmente.
Qual a periodicidade das reuniões do Conselho de Administração?	Recomenda-se ser mensal

Fonte: Guimarães (2009) e Código as melhores práticas de governança corporativa (2004)

Quadro 4 (3)- Quanto à gestão

Questões	Resultado esperado
A administração da empresa esta comprometida com a criação de valor através da execução das ações estratégicas definidas pelo Conselho de Administração?	Espera-se uma sinergia, visto que, o conselho de administração operacionaliza as determinações da administração.
A administração da empresa esta empenhada em desenvolver e implantar controles internos para melhorar a eficiência nos processos e minimizar riscos?	Sendo uma das atribuições da gestão, elaborar controle internos, devendo ser revisado pelo menos uma vez por ano.
O CEO e os Diretores da empresa utilizam os relatórios periódicos elaborados para avaliar o desempenho corporativo e identificar os pontos a serem melhorados?	Os relatórios periódicos devem conter aspectos econômicos – financeiros, sociais, ambientais e de governança corporativa, e dessa forma ajudar na tomada de decisão.
Como se dá a seleção do Executivo principal da empresa? E os demais diretores, como são selecionados?	Recomenda-se ser avaliado anualmente e avaliado pelos seus resultados.
A remuneração do Executivo principal da empresa está vinculada aos resultados da empresa?	Recomenda-se que a remuneração deve ser vinculada a resultados, com metas de curto e longo prazo.
A administração profissional dá ao conselho de Administração livre acesso a informações e	A diretoria deve dar livre acesso as instalações, informações, arquivos e

Questões	Resultado esperado
arquivos da companhia?	documentos necessários ao desempenho de suas funções.
Existe plano de sucessão para a atual geração de executivos?	Recomenda-se existir um plano de sucessão do diretor presidente e que ele faça um para todas as pessoas chaves da empresa.

Fonte: Guimarães (2009) e Código as melhores práticas de governança corporativa (2004)

Quadro 5 (3)- Quanto à auditoria independente

Questões	Resultado esperado
O Conselho de Administração conta com o auxílio de Comitês especializados? Quais? Por quem são coordenados esses comitês?	Os comitês funcionam como órgãos de apoio, a empresa deve ser orientada a ter (auditoria, recursos humanos, remuneração, finanças, etc.) evitando ter um numero excessivo, e assim evitar interferência na gestão.
Existe um Comitê de Auditoria na empresa? Se resposta afirmativa, com qual frequência se reúnem?	É recomendado e deve-se reunir regularmente, mensalmente preferencialmente.
Qual o perfil dos membros do Comitê de Auditoria e quais os critérios adotados para a seleção dos membros do Comitê de Auditoria?	É orientado a pelo menos um dos membros ter experiência comprovada na área contábil ou de auditoria.
Os relatórios financeiros produzidos e publicados pela empresa são auditados por um auditor externo? Se não por quê? Se afirmativo, a empresa de auditoria é reconhecida mundialmente?	Toda empresa deve ter suas demonstrações financeiras auditadas por auditoria externa independente.
A <i>International Standards on Auditing</i> (ISA) recomenda um padrão a ser praticado pelos auditores independentes que é aceito internacionalmente. A empresa de auditoria contratada obedece a esses padrões?	Os relatórios periódicos devem ser preparados de acordo com padrões internacionais aceitos.

Fonte: Guimarães (2009) e Código as melhores práticas de governança corporativa (2004)

Quadro 6 (3)- Quanto à transparência

Questões	Resultado esperado
A empresa elabora e divulga relatórios financeiros? Quais? Com que frequência ela publica e distribui?	A empresa deve divulgar, de forma completa, objetiva. Tempestiva e igualitária, relatórios periódicos informando sobre todos os aspectos de sua atividade empresarial.
Todos os relatórios financeiros divulgados são por causa de exigência legal? Existem relatórios produzidos e divulgados que não são exigidos legalmente? Quais?	A empresa deve divulgar, de forma completa, objetiva. Tempestiva e igualitária, relatórios periódicos informando sobre todos os aspectos de sua atividade empresarial.
Os relatórios financeiros e contábeis produzidos obedecem aos padrões da US GAAP ou da IASB?	Os relatórios periódicos devem ser preparados de acordo com padrões internacionais aceitos.
Existe um comitê de auditoria independente para verificar se os relatórios e as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade?	Os comitês funcionam como órgãos de apoio, a empresa deve ser orientada a ter (auditoria, recursos humanos, remuneração, finanças, etc.) evitando ter um número excessivo, e assim evitar interferência na gestão.
Os relatórios financeiros abrangem apenas informações econômico-financeiras ou contemplam também os demais fatores, tais como Ações Estratégicas, Qualidade das práticas de Governança Adotadas e/ou ações que possam capazes nortear e conduzir à empresa a criação de valor?	A empresa deve divulgar, de forma completa, objetiva. Tempestiva e igualitária, relatórios periódicos informando sobre todos os aspectos de sua atividade empresarial.
A empresa adota uma postura aberta em relação à divulgação de suas informações financeiras, divulgando-as, por exemplo, na <i>Internet</i> ?	A empresa deve utilizar canais virtuais e outras tecnologias para buscar a rapidez e a difusão de informações .
Os relatórios financeiros são preparados nas datas legalmente requeridas?	Os relatórios periódicos devem ser preparados de acordo com padrões internacionais aceitos.
A companhia divulga relatório anual?	O relatório anual é a mais abrangente e usual forma de prestação de informações à sociedade.
A empresa conta com uma pessoa responsável (porta-voz) para cuidar da relação da sociedade com o mercado? Comente?	A empresa deve utilizar canais virtuais e outras tecnologias para buscar a rapidez e a difusão de informações.
A companhia possui sistemas contábeis e de controles internos? Quais?	Os relatórios periódicos devem ser preparados de acordo com padrões internacionais aceitos.
Recebeu parecer da auditoria independente sem ressalvas nos últimos anos?	Os auditores devem manifestar se as demonstrações financeiras, de forma clara e no seu parecer devem definir o escopo, os trabalhos efetuados, a opinião emitida e, por consequência, a responsabilidade assumida.
No <i>website</i> da empresa (se existir) na <i>Internet</i> aparecem dados sobre a história da empresa, composição societária, princípios e valores?	A empresa deve utilizar canais virtuais e outras tecnologias para buscar a rapidez e a difusão de informações.
No caso de existir Acordo Societário, esse documento está disponível para todos os sócios?	Toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediatamente a todos os interessados.

Fonte: Guimarães (2009) e Código as melhores práticas de governança corporativa (2004)

Os principais entrevistados foram os atuais diretores, que são sócios fundadores da empresa, sendo todos membros da mesma família, e o gerente financeiro, que tem 36 anos de empresa.

Foram entrevistados em seus gabinetes, individualmente, com horários pré-agendados, com uma duração média da entrevista, de 1(uma) hora e 20 (vinte) minutos. Todas as entrevistas foram gravadas.

Dos entrevistados o único não membro da família foi o gerente administrativo.

Apresenta-se a seguir, no Quadro 7 (3), o resumo com os índices utilizados na pesquisa e o comportamento do indicador, que podem ter duas possibilidades:

- a) quanto maior, melhor; e,
- b) quanto menor, melhor.

Quadro 7 (3)- Indicadores

Índice	Fórmula	Indica	Possibilidade
Índice de endividamento	$ELP / ATIVO\ TOTAL$	Quanto dos recursos totais da empresa que se encontram financiados por capital de terceiros.	Quanto menor, melhor
Participação de capital de terceiros	ELP / PL	Para cada R\$ 1,00 de capital próprio investido, quanto foi levantado de capital de terceiros.	Quanto menor, melhor
Liquidez geral	$(AC + RLP) / (PC + ELP)$	Quanto à empresa possui de Ativo circulante + Realizável em longo prazo para cada R\$ 1,00 de dívida total	Quanto maior, melhor
Liquidez corrente	AC / PC	Quanto à empresa possui de Ativo Circulante para cada R\$ 1,00 de Passivo Circulante	Quanto maior, melhor
Liquidez seca	$AC - ESTOQUE / PC$	Quanto à empresa possui de ativo líquido para cada R\$ 1,00 de passivo circulante	Quanto maior, melhor
Giro do ativo	$VENDAS\ LÍQUIDAS / ATIVO$	Quanto à empresa vendeu para cada R\$ 1,00 de investimento total	Quanto maior, melhor
Margem Líquida	$(LL / VENDAS\ LIQUIDAS) X 100$	Quanto à empresa obtém de lucro para cada R\$ 100,00 vendido	Quanto maior, melhor
Retorno sobre o patrimônio líquido	$(LL / PL) X 100$	Quanto à empresa obtém de lucro para cada R\$ 100,00 de capital próprio investido, em média, no exercício.	Quanto maior, melhor
Retorno sobre o ativo	$(LL / ATIVO) X 100$	Quanto à empresa obtém de lucro para cada R\$ 100,00 de investimento total	Quanto maior, melhor

Fonte: Matarazzo (2003)

3.3 O caso

O caso estudado localiza-se na Cidade do Recife que, conforme Felipe (2012), possui o segundo maior polo médico do País em termos de concentração, tendo cerca de 4,8 mil estabelecimentos de saúde, 12 mil médicos e mais de 67 mil empregados.

A empresa pesquisada foi escolhida por se destacar como um dos primeiros hospitais do Nordeste a lançar ações na bolsa de valores, tendo tido essa iniciativa nos primeiros anos do plano real, por ser uma empresa de gestão familiar e ser da área de saúde e pelo conhecimento do pesquisador, por ser colaborador da mesma.

A empresa foi fundada em 1º de setembro de 1974, criada como um sociedade de cotas de responsabilidade limitada, com a participação de 3 grupos familiares como sócios.

Em 1995, a empresa foi transformada em sociedade anônima. No ato desta transformação a empresa passou por um processo de cisão parcial, surgindo desta transformação o CENTRO HOSPITALAR ALBERT SABIN S.A (CHAS) e três novas sociedades com responsabilidade limitada, as incorporadoras VILAR TRIGUEIRO & CIA LTDA, DIM EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA e QUEVICI EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES LTDA, cada uma destas incorporadoras possuía 33,33% da empresa cindida.

De acordo com o instrumento de justificativa e protocolo de cisão parcial, após vários estudos da situação econômico-financeira da sociedade cindida, os acionistas, representando a totalidade do capital social, concluíram ser de interesse de todos procederem a cisão parcial da sociedade, mediante a versão de parcela de seu patrimônio líquido para as sociedades incorporadoras. A cisão parcial separando as atividades hospitalares das demais atividades econômicas mostrou-se vantajosa sob o ponto de vista organizacional, administrativo e financeiro, dessa forma permitindo melhor gestão dos negócios e possibilitando uma avaliação mais precisa dos resultados.

Em 2000 e 2003, mudanças societárias nas empresas controladoras transformaram a participação societária do CHAS, afetando a sua gestão, passando a empresa a ser controlada por um único grupo familiar.

Também em 2003, a empresa entrou com uma ação junto a CVM para cancelar o processo de transformação em sociedade anônima. Em 2008, a CVM transforma o CENTRO HOSPITALAR ALBERT SABIN S.A. em sociedade de capital fechado.

3.4 Limitações do estudo

Durante a pesquisa, foram identificadas algumas limitações: a primeira dele foi que, por ser um estudo de caso, as conclusões encontradas não podem ser generalizadas para outras empresas de capital fechado da área de saúde. Segundo, a dificuldade em localizar antigos sócios da empresa e a negativa por parte deles em participar da entrevista.

4 Análise dos resultados

A primeira parte da análise se concentrou em estudar e considerar as entrevistas realizadas com os principais indivíduos da pesquisa e logo em seguida, analisando minuciosamente as partes consideradas preponderantes para o trabalho, levando em consideração o seu contexto e a forma como estavam inseridas na entrevista.

O roteiro da entrevista foi dividido em 4 partes, sendo a primeira sobre o conselho de administração. O conselho de administração é visto como órgão fundamental para a governança corporativa, tanto é que no código de boas práticas do IBGC (2004) foi dedicado um capítulo exclusivo para o conselho de administração, conforme Santos et al. (2011, p. 44): “os principais códigos de boas práticas de governança corporativa do mundo dão atenção especial aos conselho de administração.” Para o IBGC, o Conselho de Administração é encarregado do processo de decisão da organização em relação a sua estratégia. É o principal componente do sistema de governança, tendo como papel servir como união entre a propriedade e a gestão.

É o responsável em proteger e valorizar a organização, como também otimizar o retorno sobre o investimento dos investidores de longo prazo, visando à equidade entre o interesse de todos. Silva (2010) entende que o conselho deve buscar o equilíbrio entre todos os envolvidos, para que cada um receba benefícios proporcionais ao seu risco e vínculo com a empresa.

De acordo com o código das boas práticas de governança corporativa do IBGC, o conselho de administração deve ter sua composição de acordo com a empresa na qual está inserido, levando uma variedade de fatores que descreve a empresa e o ambiente em que ela atua, tais como: objetivos, estágio/grau de maturidade da organização e expectativas em relação à atuação do Conselho.

Para se compor o Conselho, a empresa deve considerar a criação de um ambiente que permita a livre expressão dos conselheiros, deve-se buscar diversidade de experiências, qualificações e estilos de comportamento, para que o órgão reúna as competências necessárias ao exercício de suas atribuições.

No primeiro momento da pesquisa procurou-se identificar se na empresa existe conselho de administração, há quanto tempo ele existe, qual a sua composição e qual o papel do conselho na tomada das decisões da empresa.

Todos os entrevistados confirmaram que foi criado um conselho de administração em 1995, no momento em que a empresa mudou sua condição de limitada por cota de participação para sociedade anônima.

Conforme o estatuto social de 1995 e de acordo com Assembleia Geral Extraordinária (AGE) de 1º de Novembro de 1995, a sociedade seria administrada por um Conselho de Administração (CA) e uma Diretoria Executiva (DE), permitindo-se a reeleição e com mandato de 3 (três) anos.

A Diretoria Executiva seria composta de no mínimo 2 (dois) diretores e no máximo, 3 (três), acionistas ou não.

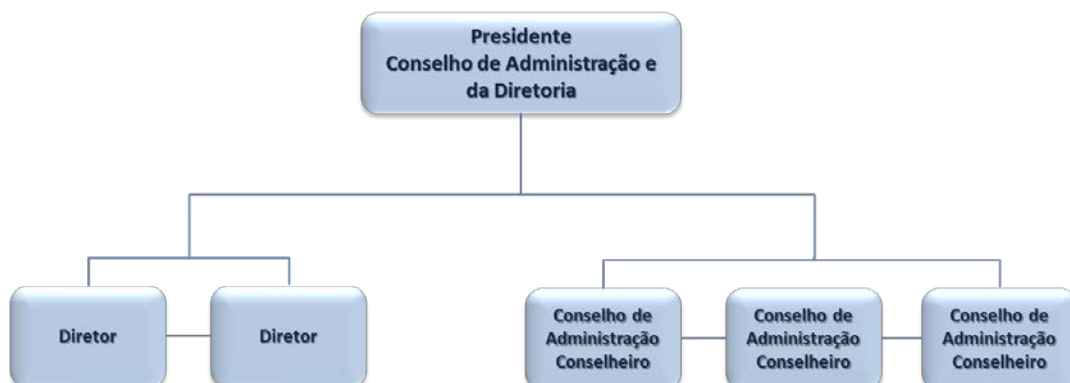
O Conselho de Administração seria constituído de no mínimo 3 (três) e no máximo 4 (quatro) membros, todos acionistas, sendo eleito entre eles o Presidente do Conselho de Administração.

Também ficou decidido na AGE de 1995, que as funções de diretor de relações com o mercado seriam exercidas pelo diretor presidente.

Ainda de acordo com a AGE de 1995, o conselho deve se reunir uma vez por mês e, extraordinariamente, sempre que os interesses sociais o exigirem.

A Figura 2 (4) apresenta o organograma da empresa em 1995.

Figura 2 (4)- Organograma conforme estatuto social de 1995



Fonte: Elaborada pelo autor, 2013

Entretanto, em 2006 o conselho de administração foi extinto.

Consoante à ata da AGO e à ata da AGE, de 30 de novembro de 2006, depois de amplamente debatidos, foram apreciados e aprovados por unanimidade:

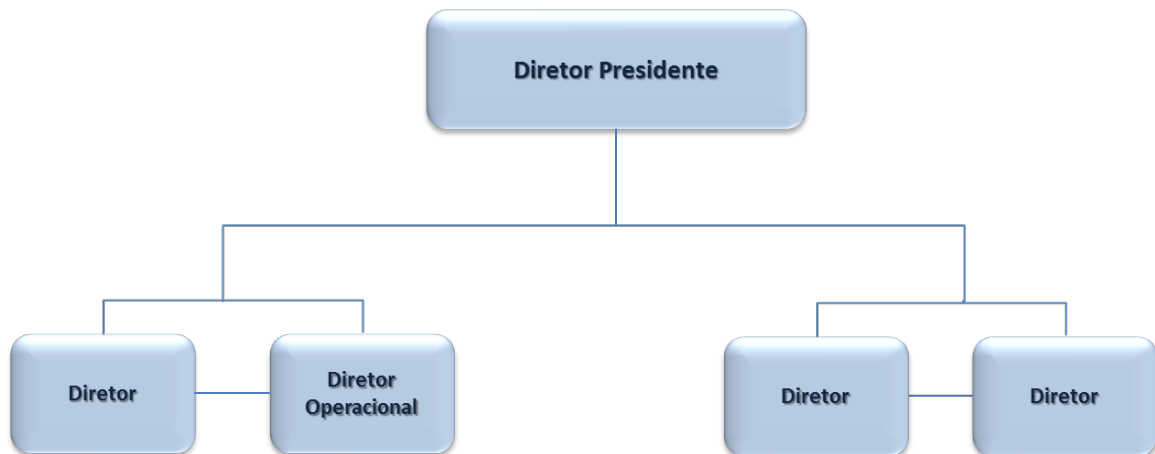
- 1 - Extinção do Conselho de administração, passando a sociedade a ser gerida exclusivamente pela diretoria, com consequente alteração dos dispositivos estatutários relativos ao órgão extinto;
- 2 - Alteração da denominação de diretor presidente e de relações com o mercado, com a alteração estatutária correspondente...

Com a AGO de 2006, o estatuto social da empresa, sofre uma alteração, que de acordo a SEÇÃO II – DA DIRETORIA, passa a ter a seguinte redação:

Artigo 15 – A sociedade será administrada por uma diretoria, composta de no mínimo 2 (dois) e o máximo 5 (cinco) membros,....., sendo um Diretor Presidente, um Diretor operacional e os demais sem designação específica.

A partir da AGO de 2006, o organograma da empresa fica de acordo com a Figura 3 (4).

Figura 3 (4)- Organograma do Centro Hospitalar Albert Sabin



Fonte: Elaborada pelo autor, 2013

Na entrevista, o diretor financeiro comentou a extinção do conselho de administração ocorrida em 2006:

Só simplificou a administração da sociedade, deixando-a igual a estrutura organizacional existente. Deixou-se de ter cargos que na prática não existiam. Assim a empresa ficou mais ágil, com custo menor e com a cara da família. Na verdade a AGE de 2006, só formalizou o que ficou determinado na AGE de 2003, com a saída de alguns sócios e a compra da empresa pela família que hoje administra a empresa. [Diretor financeiro]

A empresa ficou com este organograma até a Assembleia Geral Extraordinária (AGE), realizada em 29.02.2012, página 1, onde foi efetuada:

“A alteração estatutária para criar a Diretoria Administrativa Financeira, cujas funções eram exercidas cumulativamente pelo então Diretor Presidente. Reduzindo-se o número de diretores sem designação específica de 3 (três) para 2(dois) tornando –se necessária a alteração do vigente estatuto”.

A Figura 4 (4) apresenta o organograma após a AGE de 2012.

Figura 4 (4)- Organograma do Centro Hospitalar Albert Sabin



Fonte: Elaborada pelo autor

Na mesma assembleia, foi definido que a Sociedade seria administrada por uma diretoria composta de no mínimo 2 (dois) e no máximo 5 (cinco) Diretores, sendo um Diretor presidente, um Diretor Operacional, um Diretor Administrativo Financeiro e os dois outros sem designação especial, sendo obrigatório ter assembleias gerais extraordinárias a cada 3 (três) anos, onde deve ser aprovados os balanços patrimoniais dos últimos 3 (três) anos, eleita a nova direção e aprovados os investimentos para os próximos 3 (três) anos subseqüente.

Todos os membros da diretoria são da mesma família e possuem em conjunto 100% das ações da empresa.

De modo geral, mesmo a empresa não possuindo, o conselho de administração, e efetuando uma análise mais detalhada, pode-se observar que houve uma melhora quanto à questão da segregação das funções, pois, conforme o código das melhores práticas de governança corporativa, é recomendado que não haja concentração de poder, em prejuízo da supervisão adequada da gestão, e como se verificou, com a AGE de 2012, houve esta descentralização de poder, criando-se uma nova diretoria e passando as atribuições que eram centradas no diretor presidente para o novo diretor administrativo financeiro.

Verificou-se também que houve uma melhora quanto ao número de membros da diretoria visto que, em 1995, a diretoria era composta de no máximo 3 (três) diretores e passou para 5 (cinco) membros a partir de 2006, ficando dentro do número mínimo sugerido pelo código das melhores práticas de governança corporativa.

Já em relação à gestão, o diretor administrativo financeiro, Sr. Antônio Trigueiro, deixa claro, que os diretores da empresa estão comprometidos com a criação de valor mediante execução de ações estratégicas.

Para ele, a criação de valor é uma meta sempre buscada pela empresa.

Quanto à sucessão, que Abouzaid (2008, p. 49) “trata como sendo a questão mais importante com que se defronta qualquer empresa, inclusive aquelas de propriedade familiar.”. Todos os diretores informaram que, realmente, sabem da importância da sucessão, porém ainda não foi criado o conselho da família e não existe nenhum plano de sucessão em andamento.

São apresentados por Abouzaid (2008) alguns motivos que podem levar as empresas familiares a negligenciar o processo de sucessão o que pode afetar sua gestão:

- a) interesse dos membros da família em retardar a decisão, de modo a evitar que se criem possíveis atritos entre familiares;
- b) interesse dos membros da família em retardar a decisão devido ao fato de que nenhum outro membro da família ou pessoa fora dela esteja apto a substituir o gestor atual;
- c) interesse de membros da família em evitar tocar no assunto, pois isso iria implicar a discussão do delicado tópico da eventual perda de um líder da família; e,
- d) recusa do CEO em admitir que a empresa possa sobreviver sem ele.

Quanto à dimensão da auditoria independente e dos comitês especializados, toda sociedade deve ter auditoria independente que expresse opinião sobre as demonstrações

financeiras elaboradas pela diretoria. Para Silva (2006), os auditores independentes devem reportar ao comitê de auditoria e, na falta deste, diretamente ao conselho de administração os seguintes pontos:

- a) discussão das principais políticas contábeis;
- b) casos de discordância com a diretoria;
- c) deficiências relevantes e falhas significativas nos controles e na avaliação de riscos e de possíveis fraudes.

Gonzalez (2012) defende que a auditoria independente, mesmo não sendo obrigatória por lei como o conselho fiscal, se constitui como um componente crítico, que dá ao conselho de administração certa garantia, pois é recomendável que tenha um especialista em finanças que dará um controle de qualidade sobre a prestação de contas das demonstrações contábeis e do eficiente funcionamento dos controles internos, o que garante confiabilidade a eles.

De forma clara, os auditores independentes, devem se manifestar caso as demonstrações financeiras elaboradas pela diretoria estejam apresentando dados divergentes.

Quanto à existência de comitês especializados, todos os entrevistados informaram que a empresa não possui nenhum comitê especializado, e conforme a ata da AGE de 2006:

Os acionistas por unanimidade deixam de instalar o conselho fiscal para o próximo exercício, uma vez que o seu funcionamento não é permanente, não tendo havido pedido dos acionistas par a perspectiva instalação, não tendo sido igualmente instalado nos exercícios anteriores.

Os entrevistados confirmaram que a empresa pesquisada trabalha com auditoria independente há mais de 4 anos, e a empresa de auditoria é uma empresa certificada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e de renome local. Na entrevista, o diretor financeiro comentou quanto à empresa de auditoria:

Adota os procedimentos requeridos nas normas brasileiras de auditoria independente, estabelecidas pelo conselho federal de contabilidade – CFC, pelo instituto brasileiro de contadores – IBRACON, bem como os Pronunciamentos e Orientações emitidas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), o qual tem como objetivo "o estudo, o preparo e a emissão de pronunciamentos técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da contabilidade brasileira aos padrões internacionais. [Diretor financeiro]

Importante destacar que no parecer da auditoria, além dos processos utilizados para elaboração dos balanços patrimoniais e as informações financeiras, são analisados os processos utilizados pela contabilidade e o setor financeiro da empresa, são confrontados processos, as informações dos balanços e as informações financeiras e o relatório com o seu parecer e é realizada uma reunião de diretoria onde são propostas ações para, corrigir os problemas identificados.

Segundo a diretora presidente da empresa, a iniciativa de contratar uma empresa certificada pela CVM, e que utiliza das normas mais atuais de contabilidade, é para dar maior credibilidade e transparência às ações tomadas pela direção e, além disso, é dividido a problemas vividos pela empresa nos anos 90, conforme se verifica na AGE de 1999.

Consoante à ata da Assembleia Geral Extraordinária, realizada em 30 de agosto de 1999:

No decorrer de nossos trabalhos de auditoria operacional realizados no setor financeiro, abrangendo a área de recebimento de convênios, de pagamentos, através das emissões de cheques e de débitos automáticos nas diversas contas bancárias da companhia e, também das operações de descontos de duplicatas, por meio de empresa de factoring, detectamos evidências que revelaram a aplicações indevidas dos recursos do Centro hospitalar Albert Sabin S.A., essas evidências foram comprovadas na adoção de procedimentos requeridos nas Normas Brasileiras e Internacionais Federation of Accountants IFAC onde foram constatadas (...) irregularidades, sugerimos...

Durante esta auditoria foi verificada a prática nefasta de um dos antigos sócios da empresa, que foi retirado da sociedade de acordo com a mesma ata:

Foi deliberado pela assembleia, por unanimidade, a interposição pela companhia da referida ação de responsabilidade civil contra o administrador acusado dos prejuízos ao patrimônio social. Em seguida dada a aprovação da interposição da ação de responsabilidade civil, sendo deliberado também a substituição do administrador de seu cargo no conselho de administração e de suas funções, como conselho administração e da diretoria da sociedade, com a substituição do administrador impedido (...), nos cargos (...) como Presidente do conselho de administração e Diretor presidente, e de relações com o mercado, (...) depois de discutido o assunto foi deliberado pela assembleia, por unanimidade,(...).

Tais atos aparecem refletidos no balanço patrimonial da empresa nos anos de 1998, 1999, 2000 e 2001, o que comprometeu a sua saúde financeira até seus dias atuais.

Quando o diretor financeiro foi questionado se todos os relatórios financeiros divulgados são por causa de exigência legal, ele respondeu que:

Não, liberamos todos os meses, para todos os sócios, um relatório gerencial financeiro, onde apresentamos, todos os valores recebidos e todas as despesas pagas, e também consta no relatório uma relação com os compromissos não realizados no mês que serão concluídos no mês seguinte.
[Diretor financeiro]

Para ele, a única exigência em relação aos relatórios emitidos é quanto à questão de se mandar para os bancos os balanços patrimoniais e os balancetes trimestrais quando fechados, independente da sua data de conclusão.

Conforme a diretora presidente, a empresa tem uma posição um pouco conservadora em relação à publicação de suas informações. Porém, todos os diretores foram unânimes em responder que, todo final de ano, os diretores solicitam uma reunião com todos os sócios, onde é passado um relatório gerencial com o fechamento do ano, tendo com data base o mês de novembro e onde fica acertado que no início do ano seguinte será realizada uma nova reunião, na qual serão passadas as informações do fechamento do ano anterior.

Identificou-se também que, embora a empresa tenha acabado com o cargo de relacionamento com o mercado, quando do fechamento do conselho e administração, ela atualmente, possui uma assessoria de imprensa, que age em eventos que envolvam a mídia e o público em geral. A empresa possui um website, onde constam várias informações acerca da mesma, tais como a visão, missão, composição societária, etc.

A busca por melhorar a gestão do Centro Hospitalar Albert Sabin levou a direção a perseguir mecanismos que podem ser identificados como práticas de governança corporativa. Alguns desses mecanismos influenciam os diretores no momento de uma decisão, porém ainda é necessário um aprofundamento sobre o tema da governança corporativa dentro da empresa, para que possam ser criadas condições para a implantação das melhores práticas de governança corporativa.

4.1 Estrutura de capital

Como mecanismo para responder ao segundo objetivo específico, foi utilizada a análise de balanço mediante utilização de alguns índices, sendo estes uma relação entre contas ou grupo de contas das demonstrações financeiras, que visam evidenciar determinado aspecto ou situação econômica ou financeira de uma empresa, de acordo com Matarazzo (2003).

Com o intuito de facilitar o trabalho, Matarazzo (2003) orienta que, antes de iniciar a análise, devem-se examinar detalhadamente as demonstrações financeiras, sendo este trabalho chamado de padronização, onde esta consiste na transcrição das demonstrações financeiras para um modelo pré-definido, pelos seguintes motivos:

- a) simplificação;
- b) comparabilidade;
- c) adequação aos objetivos da análise;
- d) precisão nas classificações de contas;
- e) descoberta de erros;
- f) intimidade do analista com as demonstrações financeiras da empresa.

Outro cuidado que se deve ter durante o processo de análise dos índices é levar em consideração a inflação. Conforme Assaf Neto (2011), pode ocorrer uma grande fragilidade da informação financeira se não levar em conta os ambientes inflacionários. Estes ambientes inflacionários podem ser assim divididos:

- a) indexação ou inflacionamento, pois consiste em transformar determinados valores nominais em moeda representativa de um mesmo poder aquisitivo posterior; e,
- b) desindexação ou deflacionário, que consiste em um comportamento inverso ao da indexação, isto é, transforma valores nominais em moedas representativas num momento anterior.

Na pesquisa em pauta utilizou-se o processo de desindexação ou deflacionário, tendo o ano de 1998 como referência.

Atualmente, o índice que registra a inflação oficial no Brasil é o Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA), apurado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) considerado relevante, pois é um indicador do ponto de vista da política monetária nacional. Assaf Neto (2011) considera o IPCA relevante, devido ser o índice oficial do governo, que mede as metas de inflação contratadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

O Quadro 8 (4) a seguir apresenta os índices de inflação, IPCA, acumulada dos anos de 1998 a 2012 e sua evolução durante os 15 anos analisados.

Quadro 8(4) – Índice de inflação acumulado IPCA (% a.a.)

INDICE NACIONAL DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO – IPCA														
1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1,65	8,94	5,97	7,67	12,53	9,3	7,6	5,69	3,14	4,46	5,9	4,31	5,91	6,5	5,84

Fonte: IBGE (2012)

Para se identificar a estrutura de capital da empresa pesquisada, coletaram-se os dados direto do seu balanço patrimonial.

O endividamento de uma empresa mostra o volume de dinheiro de terceiros usado para gerar lucro, devendo ser levadas em consideração as dívidas de longo prazo, pois elas comprometem a empresa por vários anos, e quanto maior o prazo, maior o risco que ela pode ter em não conseguir honrar seus compromissos.

Os primeiros índices analisados foram os que tratam do capital de terceiros em relação ao ativo total e do capital de terceiros em relação ao capital próprio, na Tabela 2 (4) a seguir apresentam-se os índices apurados.

Tabela 2 (4)*- Índices que refletem a participação de capital de terceiros na empresa

Ano	Índice de endividamento	Participação de capital de terceiros
1998	0,89	-22,05
1999	0,87	-40,54
2000	0,96	-11,24
2001	0,97	-4,96
2002	1,05	-2,65
2003	0,33	10,16
2004	0,36	15,05
2005	0,37	-2,24
2006	0,65	-3,20
2007	0,63	-2,08
2008	0,60	-1,27
2009	0,53	-1,07
2010	0,49	-1,19
2011	0,36	-0,87
2012	0,42	-0,87

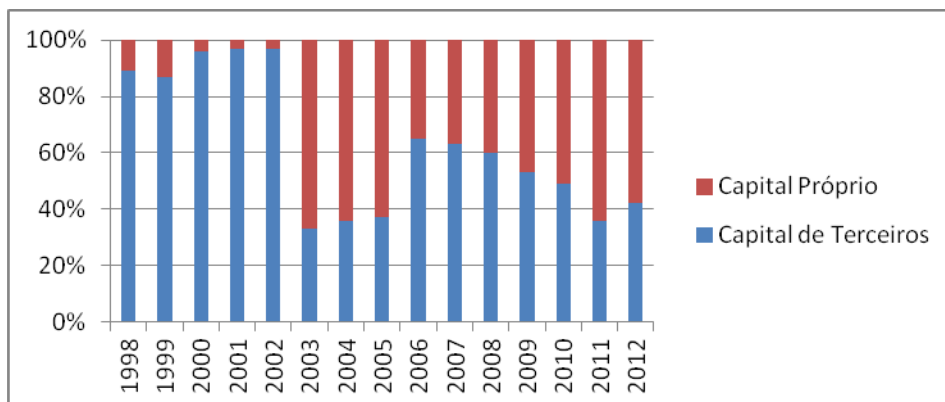
*Os dados são relativos aos anos de 1998 a 2012. Esta tabela apresenta os indicadores de endividamento e de participação de capital de terceiros.

Quanto ao índice de endividamento, a empresa analisada vem reduzindo seu endividamento gradativamente, ano a ano, tendo conseguido reduzir em mais de 50% na última década. Este índice mostra que, em 2002, o capital de terceiros financiava 100% dos ativos totais da empresa e que em 2012 reduziu para menos de 50% dos ativos totais, ficando em 0,42. Esta redução fica muito evidente entre os anos de 2002 e 2003, pois, como se observa, caiu de 1,05 em 2002 para 0,33 em 2003. Isto se deve ao fato de que no ano de 2003 foi realizada uma AGE no dia 18 de novembro de 2003, onde foi solicitado o cancelamento de todas as debêntures emitidas, e o cancelamento do registro de sociedade de capital aberto junto a CVM. Mediante este fato, as debêntures¹ são baixadas, o que reduz o seu endividamento junto a terceiros.

Após a redução das debêntures, em 2003, as dívidas da empresa assumem uma nova característica, reduzindo no longo prazo e aumentando no curto prazo, ficando o Passivo circulante da empresa a partir do ano de 2009 80% maior que o Exigível em longo prazo.

A Figura 5 (4) a seguir apresenta a relação entre a participação do capital de terceiros com o ativo total, onde fica bem definido que a partir das baixas das debêntures no ano de 2003 a participação de capital de terceiros reduz substancialmente, tendo um aumento em 2006, ficando em 0,65. Porém, após este ano volta a cair ficando abaixo de 0,5 em 2012.

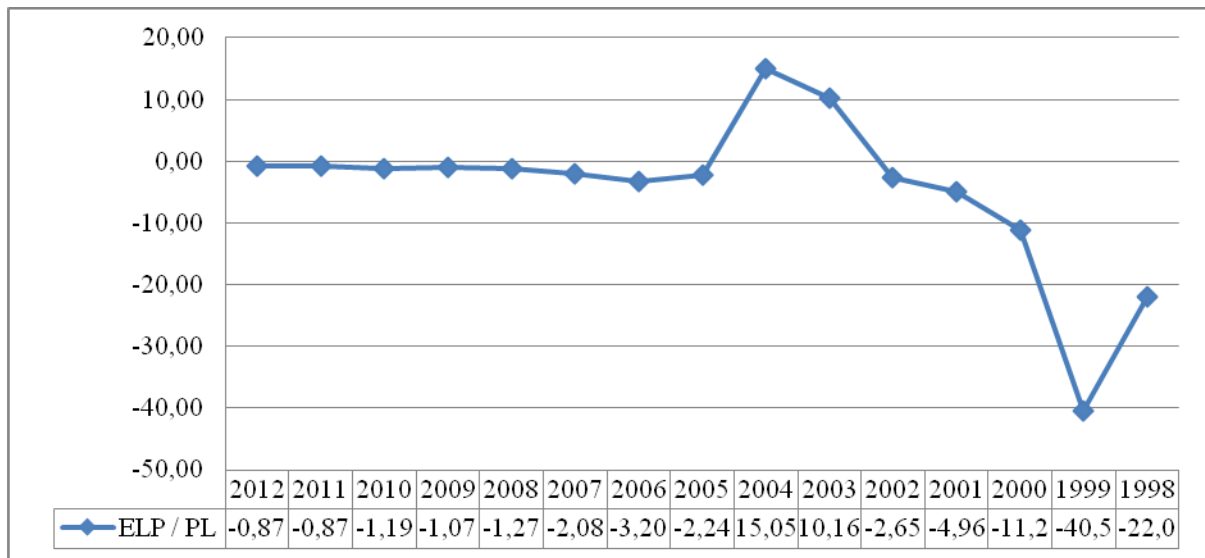
Figura 5 (4)*- Relação de capital de terceiros com ativo total



*Este gráfico demonstra a relação de capital de terceiros e ativo total entre os anos de 1998 e 2012.

A Figura 6 (4) a seguir apresenta o nível de endividamento da empresa em relação a seu financiamento por meio de recursos próprios.

¹Para a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), debêntures, são valores mobiliários representativos de dívidas de médio e longo prazo, que assegurem a seus detentores direito de crédito contra a companhia emissora. Tem o destino voltado para financiamento de projetos de investimento ou alongamento do perfil do passivo.

Figura 6 (4)- Participação de capital de terceiros

Este indicador interpreta o quanto a empresa tomou de capital de terceiros para cada R\$ 100,00 de capital próprio investido. Devendo ser quanto menor, melhor. Porém, como se verifica, este índice surge negativo devido aos prejuízos acumulados de exercícios anteriores.

Estes números são preocupantes, visto que, do ponto de vista financeiro, quanto maior a relação de capitais de terceiros/patrimônio líquido, menor a liberdade de decisão financeira por parte da empresa, ou seja, maior dependência a esses terceiros. Porém, para Matarazzo (2003), do ponto de vista de obtenção de lucro, pode ser vantajoso para a empresa trabalhar com capitais de terceiros, principalmente se a remuneração paga a estes terceiros for menor que o lucro conseguido com a aplicação nos negócios.

No caso da empresa pesquisada, verifica-se que os números vêm sofrendo uma redução, principalmente a partir do ano de 2008, chegando a seu melhor resultado nos anos de 2011 e 2012.

A liquidez de uma empresa é medida pela capacidade que ela possui para quitar suas dívidas de curto e longo prazo. Todavia, como explica Matarazzo (2003), muitas pessoas confundem índices de liquidez com capacidade de pagamento.

Uma empresa com bons índices de liquidez tem condições de pagar suas dívidas, entretanto pode não estar honrando seus compromissos em detrimento de outros, como renovação de dívidas, prazo, etc.

No caso da empresa pesquisada, verifica-se que sua capacidade de pagamento é reduzida, visto que todos os índices de liquidez da empresa estão abaixo de um R\$ 1,00. Na

Tabela 3 (4) a seguir apresentam-se os índices de liquidez da empresa pesquisada e na Figura 10 (4) a evolução destes índices nos últimos 15 anos.

Tabela 3 (4) – Índices de liquidez

Índices de Liquidez			
Ano	Liquidez Geral	Liquidez Corrente	Liquidez Seca
1998	0,14	0,54	0,42
1999	0,21	0,55	0,43
2000	0,2	0,77	0,66
2001	0,07	0,35	0,29
2002	0,07	0,27	0,22
2003	0,13	0,17	0,14
2004	0,11	0,18	0,13
2005	0,14	0,21	0,18
2006	0,15	0,33	0,23
2007	0,13	0,25	0,17
2008	0,15	0,25	0,19
2009	0,17	0,26	0,19
2010	0,22	0,34	0,28
2011	0,22	0,3	0,25
2012	0,22	0,29	0,26

Conforme se pode verificar na Figura 10 (4), no que se refere à capacidade de pagamento da empresa em relação aos ativos realizáveis, a dívida total vem melhorando, mesmo estando bem abaixo do desejado. Nos anos de 2001 e 2002 estava em 0,07 e desde 2010 vem se mantendo em 0,22.

Esta melhora se percebe também quando se compara esta melhora com a redução da participação de capital de terceiros sobre o ativo total.

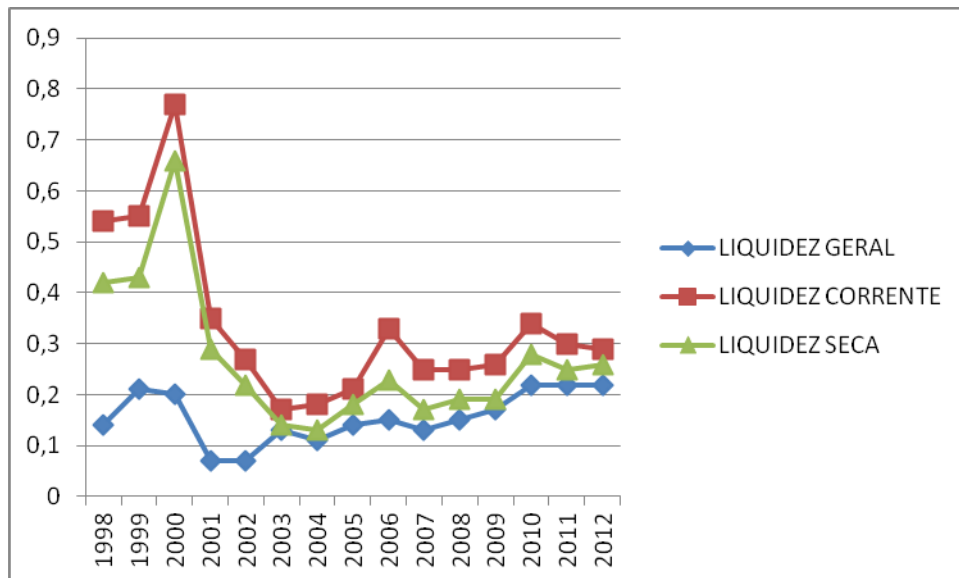
Da mesma forma, a liquidez corrente, que trata do curto prazo, demonstra que houve uma melhora nos índices da empresa, visto que em 2003 chegou a 0,17 passou para 0,34 em 2010 e fechou em 0,29 em 2012.

A redução do indicador entre os anos de 2010 e 2012 se deve ao fechamento de operadoras de saúde locais, pela Agência Nacional de Saúde (ANS), o que afetou o caixa de curto prazo da empresa.

Analisando as contas do passivo circulante, há evidência de que o endividamento entre os nos anos de 1998 a 2003 é, sobretudo, bancário e com fornecedores, e a partir de 2004 começa a ter maior valor com obrigações tributárias. Em 2012 o passivo da empresa com obrigações tributárias e obrigações sociais é mais que o triplo das bancarias e com fornecedores.

A dependência pelo endividamento de curto prazo é reflexo da dificuldade da empresa no que diz respeito à cedência de garantias adicionais, bem como do racionamento ao financiamento externo de médio e longo prazo. A Figura 7 (4) a seguir apresenta a evolução da liquidez da empresa.

Figura 7 (4)- Evolução da liquidez da empresa



Se do ponto de vista de liquidez a empresa pesquisada apresenta sinais de estabilidade, quanto à rentabilidade, em alguns indicadores houve melhora, porém apresentou resultados inferiores aos desejados, conforme demonstrado na Tabela 4 (4) a seguir, quanto aos índices de rentabilidade.

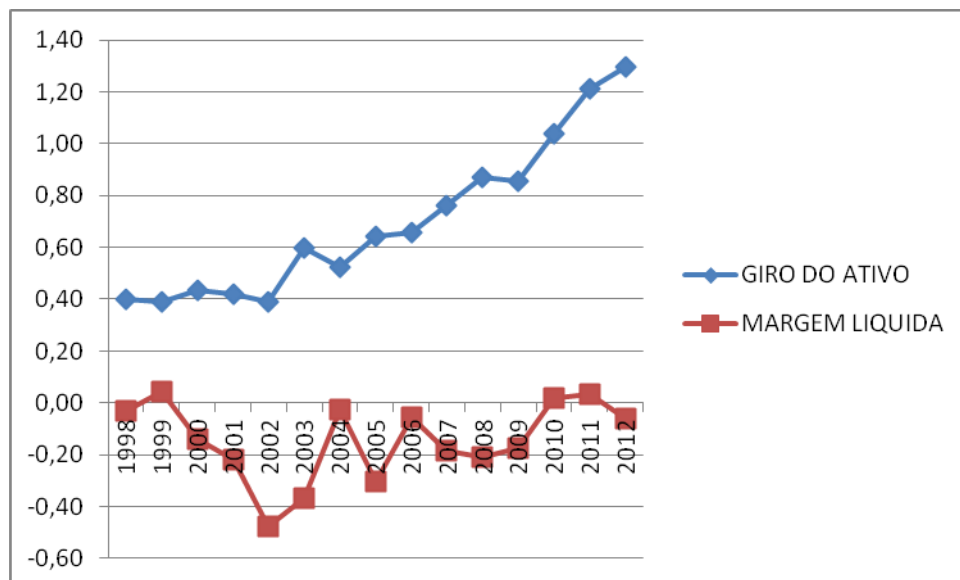
Tabela 4 (4)- Índices de rentabilidade

Ano	Giro Ativo	Margem Líquida	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Retorno sobre o Ativo
1998	0,40	-0,03	0,33	-0,01
1999	0,39	0,04	-0,80	0,02
2000	0,43	-0,14	0,71	-0,06
2001	0,42	-0,22	0,47	-0,09
2002	0,39	-0,48	0,47	-0,19
2003	0,60	-0,37	-6,71	-0,22
2004	0,52	-0,03	-0,57	-0,01
2005	0,64	-0,30	1,16	-0,19
2006	0,66	-0,06	0,18	-0,04
2007	0,76	-0,18	0,46	-0,14
2008	0,87	-0,21	0,39	-0,18
2009	0,85	-0,17	0,30	-0,15
2010	1,04	0,02	-0,04	0,02
2011	1,21	0,03	-0,09	0,04
2012	1,30	-0,06	0,16	-0,08

Do ponto de vista financeiro, a empresa pesquisada apresentou melhoras significativas, principalmente em relação as suas vendas, o que corrobora com Matarazzo (2003), que afirma que o sucesso de uma empresa depende em primeiro lugar de um volume de vendas adequado.

As vendas da empresa em relação ao ativo total tiveram uma melhora expressiva nos 15 anos analisados. Para cada R\$ 1,00 vendido em 1998, a empresa vendeu apenas R\$ 0,40, já em 2012, para cada R\$ 1,00 vendido, vendeu R\$ 1,30, ou seja, a empresa tem um ganho de R\$ 0,30. Verificou-se que houve um significativo crescimento, conforme demonstrado no Figura 8 (4) a seguir.

Figura 8 (4) - Giro do ativo x margem líquida



Como a quantidade vendida afeta de forma direta a rentabilidade da empresa, o indicador margem líquida foi analisado em conjunto com o giro do ativo. Este indicador reflete a lucratividade da empresa.

Os resultados conseguidos neste indicador aparecem invertidos devido aos prejuízos acumulados dos exercícios anteriores que afetam o resultado da empresa, pois, mesmo com a melhora das vendas, elas são insuficientes para cobrir os custos. Nos anos de 2010 (0,02) e 2011 (0,03), a empresa deu lucro, porém foram bem reduzidos e a mesma novamente apresentou prejuízo no ano de 2012, voltando o índice a ficar negativo, fechando com -0,06 conforme, se observa na Figura 11 (4) acima ilustrada.

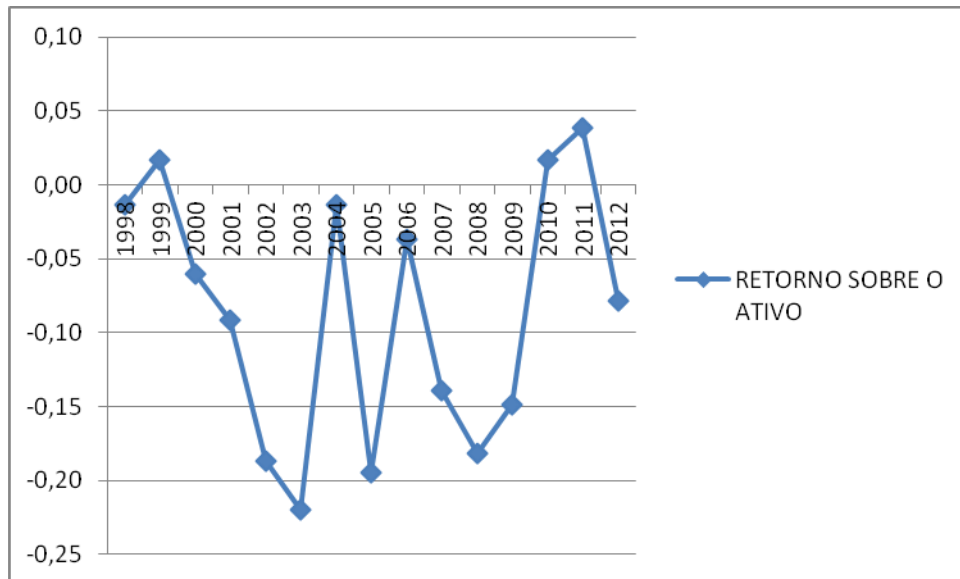
De posse dos indicadores da Margem de Lucro e de Giro do ativo, calculou-se a taxa de retorno sobre investimento (TRI), que tanto para os diretores como para os sócios é uma informação importante, visto que, mostra quanto a empresa deu de lucro para cada real investido, conforme ilustrado no Quadro 9 (4) a seguir.

Quadro 9 (4)- Taxa de retorno sobre investimento

Ano	Índice
1998	-0,01
1999	0,02
2000	-0,06
2001	-0,09
2002	-0,19
2003	-0,22
2004	-0,01
2005	-0,19
2006	-0,04
2007	-0,14
2008	-0,18
2009	-0,15
2010	0,02
2011	0,04
2012	-0,08

O indicador do retorno sobre o ativo reflete quanto a empresa teve de lucro líquido sobre o ativo. Este indicador tem por objetivo, segundo Matarazzo (2003), informar uma média da capacidade de gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se.

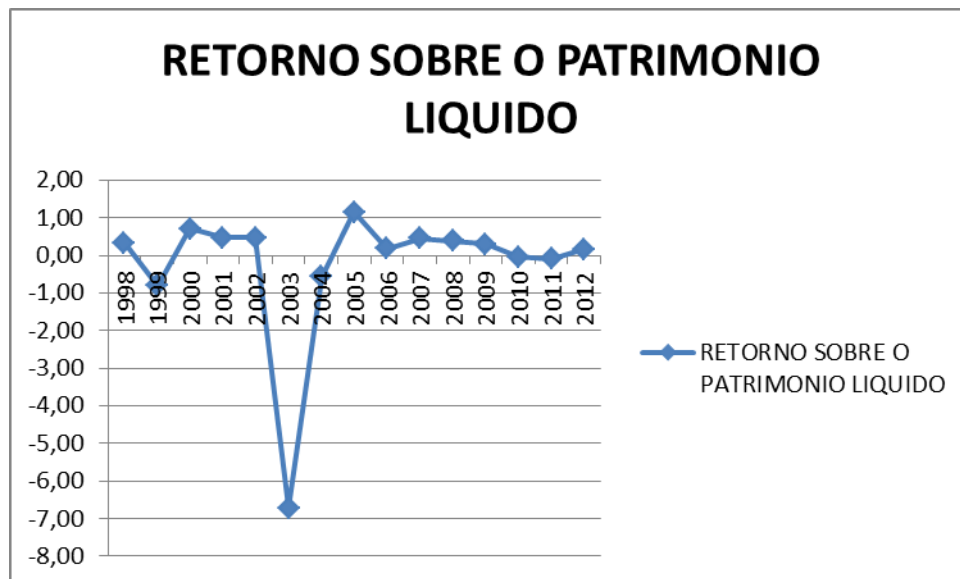
O que afeta este indicador de forma negativa são os prejuízos acumulados de exercícios anteriores, que mesmo com a melhora das vendas ainda foi insuficiente para a empresa recuperar sua capacidade de gerar lucro líquido conforme demonstrado na Figura 9 (4) a seguir.

Figura 9 (4)- Retorno sobre o ativo

O indicador do retorno sobre o patrimônio líquido é utilizado para mostrar qual a taxa de rendimento do capital próprio.

Este indicador também é prejudicado pelos prejuízos acumulados de anos anteriores, que mesmo com a melhora das vendas a rentabilidade, do ponto de vista dos proprietários, não teve a melhora desejada, uma vez que, se comparado com taxas de rendimento do mercado, os resultados são bem inferiores, conforme demonstrado no Figura 10 (4) a seguir.

Figura 10 (4)- Retorno sobre o patrimônio líquido



Durante a realização da pesquisa, uma das dificuldades encontradas foi conseguir indicadores do setor para que fosse feita uma comparação entre a empresa pesquisada e outras empresas do setor de saúde.

Mediante esta dificuldade, e para que a análise não fique solta diante de tantos indicadores, foi utilizada outra análise que, conforme Matarazzo (2003), se compõe na forma de modelos com capacidade preditiva, estruturados a partir de uma cesta de informações e ponderadas de acordo com critérios estatísticos. É o caso do modelo de previsão de falência de Kanitz, que será utilizado nesta pesquisa.

Matarazzo (2003) analisou outros modelos de previsão de falência levando em consideração, sua análise discriminante e concluiu que o modelo de Kanitz classifica corretamente 80% das empresas solventes e 68% das empresas insolventes. O modelo de previsão de falência de Kanitz é obtido a partir de informações do balanço patrimonial da empresa, por meio da fórmula, a saber:

$$F. \text{ Insolvência} = 0,05 * X1 + 1,65 * X2 + 3,55 * X3 - 1,06 * X4 - 0,33 * X5$$

Onde:

X1 = Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

X2 = Ativo Circulante + Realizável em Longo Prazo / Passivo Circulante + Exigível em Longo Prazo

X3 = Ativo Circulante – Estoques / Passivo Circulante

X4 = Ativo Circulante / Passivo Circulante

$X5 = \text{Passivo Circulante} + \text{Exigível em Longo Prazo} / \text{Patrimônio Líquido}$

Após o cálculo, obtém-se um número denominador Fator de Insolvência, que determina a tendência de uma empresa falir ou não.

Segundo este modelo, os valores positivos indicam que a empresa está em uma situação boa ou solvente, se for menor do que -3 a empresa está ruim ou insolvente.

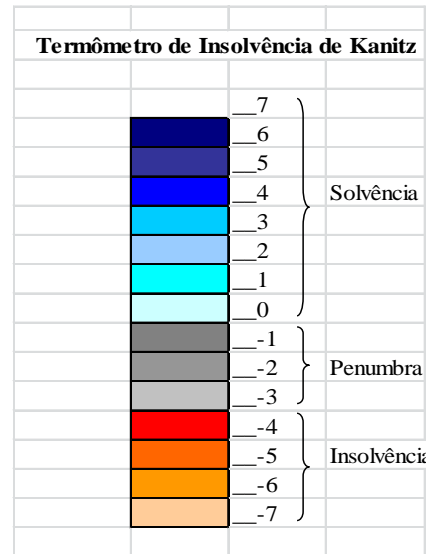
O intervalo entre 0 e -3 é chamado penumbra e determina uma área em que o fator de insolvência não é suficiente para determinar o estado da empresa, porém inspira cuidados.

No Quadro 10 (4), serão apresentados os fatores conseguidos e na Figura 14 (4) o termômetro com a classificação da empresa, para facilitar sua análise.

Quadro 10 (4)- Fator de insolvência

Ano	X5	X2	X4	X3	X1	Índice de Insolvência
1998	-25,87	0,14	0,54	0,42	0,33	9,68
1999	-47,58	0,21	0,55	0,43	-0,8	16,96
2000	-12,74	0,2	0,77	0,66	0,71	6,12
2001	6,1	0,07	0,35	0,29	0,47	2,82
2002	3,54	0,07	0,27	0,22	0,47	1,79
2003	29,58	0,13	0,17	0,14	-6,71	-9,57
2004	40,29	0,11	0,18	0,13	-0,57	-12,88
2005	6,97	0,14	0,21	0,18	1,16	3,02
2006	5,94	0,15	0,33	0,23	0,18	2,7
2007	4,28	0,13	0,25	0,17	0,46	1,98
2008	3,13	0,15	0,25	0,19	0,39	1,72
2009	3	0,17	0,26	0,19	0,3	1,7
2010	-3,43	0,22	0,34	0,28	-0,04	2,15
2011	-3,44	0,22	0,3	0,25	-0,09	2,07
2012	-3,08	0,22	0,29	0,26	-0,16	2,01

Figura 11 (4)- Termômetro de insolvência de Kanitz



Fonte: Elaborada pelo autor

Verifica-se com o modelo de previsão de falência de Kanitz que a empresa pesquisada nos anos de 2003 e 2004 teve indicadores que a colocavam na situação de insolvente. Entretanto, a partir do ano de 2005 ela apresenta indicadores que a classificam como solvente.

5 Conclusões

A pesquisa em pauta buscou compreender a evolução das práticas de governança corporativa e da estrutura de capital em uma empresa familiar, de capital fechado do setor de saúde, entre os anos de 1995 e 2012.

Para responder o primeiro objetivo específico, que era identificar e analisar as práticas de governança corporativa utilizadas na empresa ao longo do período do estudo, a análise levou consideração quatro dimensões: conselho de administração; gestão profissional; comitê especializado e auditoria independente; e transparência.

Para a dimensão conselho de administração, em 1995, a empresa foi transformada em sociedade anônima. No ato desta transformação a empresa passou por um processo de cisão parcial, onde foi criado o conselho de administração, que não atendia as recomendações do código das melhores práticas de governança corporativa, tendo sido extinto em 2006. Porém, a partir de 2012 a empresa assume uma nova postura e começa a realizar ações que se assemelham às recomendações do código das melhores práticas de governança corporativa.

Quanto à dimensão dos comitês especializados e auditoria independente, em relação aos comitês, na prática, eles nunca foram utilizados como órgãos de acessória da administração, tanto que em 2006 foi aprovada pelos Diretores por unanimidade a extinção do conselho fiscal, devido a sua falta de utilização. Para a auditoria independente, verificou-se nos resultados apresentados que existe uma relação com as recomendações do código das melhores práticas de governança corporativa.

Em relação à dimensão transparência, o que se destaca, é que mesmo não tendo a obrigatoriedade de mandar informações para comissão de valores mobiliários (CVM), a empresa buscou no mercado uma empresa de auditoria independente, que fosse habilitada junto a CVM e, dessa forma, procurou dar maior credibilidade as suas informações contábeis. Porém, embora a empresa busque agir de forma a deixar suas informações com fácil acesso e abertas a todos os interessados, elas ainda não estão condizentes com o que é praticado com as melhores práticas de governança corporativa.

Dessa forma, pode-se verificar que apesar de a empresa não possuir o principal órgão da estrutura de governança corporativa (conselho de administração), todavia, sua direção está

empenhada em trabalhar a seu favor, procurando agir com transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, ou seja, tenta ter similaridade com os princípios básicos da governança corporativa.

Quanto ao segundo objetivo específico, de analisar a evolução da estrutura de capital da empresa por meio de indicadores, os resultados indicam que a empresa estudada não possui objetivos/metapas para sua estrutura de capital, e que seu endividamento se deve ao fato da utilização de capital de terceiros para financiar suas operações. Durante a década estuda pode-se observar que houve uma redução da participação de capital de terceiros na empresa e que mesmo a empresa apresentado indicadores financeiros abaixo dos recomendados, ela é uma empresa solvente.

As limitações da pesquisa se deram devido a alguns fatores, a saber: a dificuldade em entrevistar antigos sócios, membros de gestões anteriores; a dificuldade de conseguir índices financeiros do setor de saúde e assim ter condições de comparar os resultados encontrados na empresa com os do setor de forma geral; e a falta da existência de uma ferramenta capaz de medir a qualidade das práticas de governança corporativa identificadas na pesquisa.

Recomenda-se que sejam realizados novos estudos em empresas familiares da área de saúde e assim surjam indicadores para futuros estudos na área.

Referências

ABOUZAID, S. **Manual IFC de governança para empresas familiares**. Copyright ©2008 International Finance Corporation. Um Membro do Grupo Banco Mundial.

ALBANEZ, T. CORRAR, L.J. VALLE, M.R. Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie RAM**, v. 13, n. 2 • São Paulo, SP • mar./abr. 2012 • ISSN 1518-6776 (impresso) • ISSN 1678-6971 (*on-line*)

BATIETELLA, F.D; BRITO, G.A.S; CORRAR, L.J. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **R. Conc. Fin. USP**. São Paulo. N. 43, p. 9-19. Jan. / abr. 2007.

BEDICKS, H. B. **Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2009.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva In: **Revista de Administração**. São Paulo, v. 37, n.3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CERETTA, P.S., FONSECA, J.L.da, TRINDADE, L. L., VIEIRA, K.M. Determinantes de Estrutura de Capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao IBOVESPA no período de 1995 a 2007. **Revista de Gestão USP**. São Paulo, v. 16, n. 4, p. 29-43, outubro-dezembro 2009.

FAMÁ, R; GRAVA, J.W.; Teoria da estrutura de capital – as discussões persistem. **Caderno de pesquisa em administração**. São Paulo. V.1, n 11, 1º Trim./2000.

FAMÁ, R. PEROBELLI, F.F.C. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea RAC**, v. 7, n. 1, Jan./Mar. 2003

FLICK, U. Introdução à pesquisa qualitativa. 3 ed. Artmed. Porto Alegre, 2009. In: **Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil** / [organização IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa]. São Paulo: Saint Paul, 2007.

FILHO, J.R.F.; LEAL, R.P.C. **Governança corporativa: internacionalização e convergência**. São Paulo: Saint Paul, 2010.

GUIMARÃES, A da S. **O estudo das práticas de governança corporativa e estrutura de capital em uma empresa de capital fechado: o caso BIPACEL**. Dissertação (mestrado) Universidade federal de Pernambuco. CCSA. Administração, Recife. 2009.

GONÇALVES, L. **Teorias sobre estruturação de capital**. 2009. www.formate.com/.../18366-teorias-sobre-a-estruturacao-de... - Portugal. Acesso em 28.01.2013 .

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **O custo da saúde no Brasil** Fonte. Dr. Fadlo Fraige Filho. Notícia publicada em: 11.06.2010. Disponível em: http://www.anad.org.br/Profissionais/Noticias/Indexinterna.asp?Textos_ID=2833. Acesso em 30 de Agosto de 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Origem da boa governança**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/secao>. Acesso em 17 Abr. 2012.

HOJI, M. **Administração financeira e orçamentária**: matemática financeira aplicada, estratégia financeiras, orçamento empresarial. São Paulo. Atlas, 10^a Ed., 2012.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custo de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas RAE**, vol 48, n 2, abr/jun., 2008, p. 87-125.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**. v. 54, n. 2, p. 717-738. 1998.

LUCA, DIJ. RAMBALDUCCI, M. J. G. **Estrutura de capital e o processo de alavancagem financeira**: uma discussão sobre a relação entre níveis de endividamento e lucratividade. Terra e cultura, ano XIX, nº 37 147.

MATARAZZO, D C. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. São Paulo, Atlas. 2003.

MACEDO, J F de. **Sucessão na empresa familiar**: teoria e pratica. São Paulo. Nobel. 2009.

MEDEIROS, O.R. 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

MEDEIROS. R. de, DAHER, O., ELIAS, C. Testando Teorias Alternativas sobre a Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea RAC**. 2008, n. 12 janeiro-março. 31 de Janeiro de 2013. Disponível em: <http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=84012109> ISSN 1415-6555. Acesso em 10 de outubro de 2013.

MYRERS, S.C. **Capital structure puzzle**. National bureau of economic research. NBER Working paper series, Working paper nº 1393. July 1984.

MYERS, S.C.; MAJIUF, N.S. **Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have**. Nber working paper series. Working Paper No. 1396. National bureau of economic research. July 1984.

MIZUMOTO, F. M.; FILHO, C. P. M. Práticas de Governança Corporativa em Empresa Familiar de Capital Fechado: um estudo de caso. **Revista de Negócios**, Blumenau, v. 12, n. 2, p. 3-17, abr./jun. 2007.

NASCIMENTO, A. M.; BIANCHI, M. **Um estudo sobre o papel da controladoria no processo de redução de conflitos de agência e de governança corporativa**. Disponível de em: www.congressosp.fipecafi.org/artigos52005/245.pdf Acesso em: 17 de abril de 2012.

PROCIANOY, J.L., SCHNORRENBURGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista brasileira de economia**, v 58, n 1, p. 121-146. 2004.

RIPAMONTI, A. Estrutura de capital e governança corporativa. **XIII SEMEAD Seminário de administração**. Set. 2010. ISSN 2177-3866

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas RAE**, vol 48, n 2, abr./jun., 2008. p. 79-86.

SANTOS, J. F.; LEAL, R. P. C. **Prática de governança corporativa em empresas familiares não-listadas de capital aberto**. Disponível em: biblioteca digital. fgv.br/ocs/index.php/ebf/7EBF/paper/.../928. Acesso em 17 de abril de 2012.

SILVA, A.L. C. da. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva. 2006.

SILVA, A.L.C. da, LEAL; .P. C. **Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas. 2007.

SILVA, A.C. R. da. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade: orientação de estudos, projetos, relatórios, monografias, dissertações, teses**. São Paulo: Atlas. 2003.

SILVA, E dos S. **Os efeitos da governança corporativa sobre os ratings de crédito e spread de debêntures**. Dissertação (mestrado) Universidade federal de Pernambuco. CCSA. Administração, Recife. 2010.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, vol. 52, n 2, Jun, 1997. p. 737-783. Disponível em: [HTTP://LINKS.JSTOR.ORG/SICI?SICI=00221082%28199706%2952%3A2%3C737%3AA%30CG%3E2.0.CO%3B2-V](http://links.jstor.org/sici?sici=00221082%28199706%2952%3A2%3C737%3AA%30CG%3E2.0.CO%3B2-V). Acesso em 17 de abril de 2012.

VIEIRA, K. M; VELASQUEZ, M. D. P; CERETTA, P.S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capitais das empresas listadas na BOVESPA. **Revista Universo Contábil FURB**, vol 7, n. 1, jan./mar., 2011. p. 49-67.

LETHBRIDGE, E. **Governança corporativa**. Disponível em: www.ppge.ufrgs.br/GIACOMO/arquivos/gov.../lethbridge-1997.pdf. Acessado em 17 de abril de 2012.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 4. ed. Porto Alegre. Bookman. 2010.

ZAPPA, P. A. Governança corporativa e a velocidade de ajuste da estrutura de capital das empresas Brasileiras. Mestrado em finanças e economia empresarial. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro. 2011.

Apêndice A – Relação dos entrevistados

- a) Entrevistado – Antonio Crisanto Trigueiro – Diretor Administrativo Financeiro, entrevista realizada nas dependências do Centro Hospitalar Albert Sabin, no dia 09 de outubro;
- b) Entrevistada – Maria do Socorro Crisanto Trigueiro – Diretora Presidente, entrevista realizada nas dependências do Centro Hospitalar Albert Sabin, no dia 10 de outubro; e,
- c) Entrevistado – Osmar Pereira Assis – Gerente Financeiro, entrevista realizada nas dependências do Centro Hospitalar Albert Sabin, no dia 10 de outubro.

BALANÇOS PATRIMONIAIS DE 1998 A 2012

<i>ATIVO</i>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
<i>CIRCULANTE</i>															
DISPONIBILIDADES	100.191	24.416	9.474	9.456	13.045	97.552	45.970	124.982	531	12.233	15.508	34.872	19.399	23.211	167.022
APLICAÇÕES FINANCEIRAS	410.064	596.701	149.868	10.011	11.844	26.736	26.258	40.528	15.703	16.896	18.825	34.692	28.780	12.276	28.637
CLIENTES	1.639.848	1.637.555	1.854.773	1.561.532	1.622.136	879.070	1.376.319	1.564.208	831.517	1.111.597	1.385.203	1.426.980	1.861.775	1.837.851	2.199.268
ESTOQUES	321.437	497.924	552.463	687.044	510.005	630.226	631.733	280.641	428.104	314.335	465.640	386.618	509.898	776.521	834.508
IMPOSTOS A RECUPERAR	117.706	108.320	510.171	211.910	91.177	83.077	59.526	60.762	133.937	80.715	108.297	111.491	296.883	77.353	101.470
OUTROS CRÉDITOS	372.662	228.444	296.437	219.575	116.333	190.447	73.854	39.888	23.213	98.508	243.688	231.087	1.041.943	860.151	263.374
	2.961.909	3.093.360	3.373.186	2.699.529	2.364.539	1.907.107	2.213.660	2.111.009	1.433.005	1.634.284	2.237.160	2.225.738	3.758.678	3.587.364	3.594.279
<i>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</i>															
CRÉDITOS COM EMPRESAS LIGADAS E ACIONISTAS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.593.608	5.173.345
DEPÓSITOS JUDICIAIS	157.901	7.774	8.067	8.544	1.024	-	-	-	-	160.964	179.720	194.424	136.768	352.101	668.926
	157.901	7.774	8.067	8.544	1.024	-	-	-	-	160.964	179.720	194.424	4.730.376	5.525.446	2.483.220
<i>PERMANENTE</i>															
(-) DEPRECIACÃO ACUMULADA VEÍCULOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INVESTIMENTOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IMOBILIZADO	6.380.420	6.747.705	7.369.882	7.993.724	8.566.026	9.280.672	9.944.325	10.571.819	11.592.744	12.913.913	21.092.662	25.676.720	29.714.452	33.794.684	36.890.953
	6.385.373	6.752.946	7.375.465	7.999.636	8.572.194	9.287.203	9.951.147	10.578.856	11.600.181	12.921.916	21.101.408	25.686.563	29.725.049	33.805.914	36.903.187
	9.505.183	9.854.080	10.756.718	10.707.709	10.937.757	11.194.310	12.164.807	12.689.865	13.033.186	14.717.164	23.518.288	28.106.725	38.214.104	42.918.724	42.980.686
<i>PASSIVO</i>															
<i>CIRCULANTE</i>															
FORNECEDORES	797.861	648.571	662.721	1.131.486	714.661	661.478	359.221	841.454	1.128.402	2.844.463	1.992.177	1.346.728	493.657	788.801	488.644
EMPRESTIMOS E FINANCIAMENTOS	34.104	186.852	420.818	545.285	787.797	561.466	785.151	1.002.060	1.668.046	1.293.505	1.735.394	2.591.462	2.529.996	2.607.100	3.598.559
OBRIGAÇÕES TRIBUTARIAS	4.471.143	4.316.276	4.228.139	3.873.033	3.688.711	3.550.556	2.426.544	2.715.633	2.009.445	1.391.373	1.338.144	401.110	585.685	1.210.007	834.403
OBRIGAÇÕES SOCIAIS	4.499.449	4.969.559	4.443.673	3.985.330	3.891.948	2.055.989	1.112.295	2.922.236	2.089.805	1.177.562	1.439.027	698.041	566.101	1.557.428	1.423.420
OBRIGAÇÕES COM PESSOAL	233.571	232.329	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CONTAS A PAGAR A PESSOAS LIGADAS	-	-	111.574	654.600	242.375	290.987	290.105	237.006	329.519	935.176	855.790	790.981	505.672	229.893	-
CONTAS A PAGAR	-	35.281	59.985	-	-	-	-	-	-	1.062.668	-	112.782	-	-	-
REFIS A PAGAR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	105.960	-	-	-
PAES A PAGAR	-	-	-	-	-	-	-	448.965	209.851	205.224	-	-	-	-	-
NOTAS PROMISSORIAS A PAGAR	-	-	-	-	-	-	-	155.739	156.760	-	169.589	159.845	-	-	-
OUTRAS CONTAS A PAGAR	45.803	-	-	149.502	237.454	394.383	1.784.043	1.736.766	374.186	435.587	531.313	179.060	216.180	93.202	260.203
	10.081.931	10.388.869	9.926.910	10.339.237	9.562.946	7.514.859	6.757.359	10.059.859	7.966.014	9.345.559	8.174.216	6.273.186	4.897.289	6.486.431	6.605.229
<i>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</i>															
DEBENTURES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21.234.019	23.894.642	32.401.566	34.335.940	37.405.573
EMPREST E FINANC.	-	-	43.591	156.967	279.308	418.182	680.750	655.187	692.468	976.057	1.037.808	914.564	1.055.106	1.660.655	-
OBRIGAÇÕES TRIBUTARIAS	563.403	882.488	2.795.764	3.013.125	3.086.647	3.601.364	3.787.804	140.479	195.890	263.487	84.408	135.924	1.371.604	188.701	206.731
OBRIGAÇÕES SOCIAIS	3.418.696	2.622.496	2.409.363	2.551.757	2.327.511	2.121.909	2.218.273	-	266.127	228.420	228.420	193.827	1.440.883	478.459	491.462
REFIS A PAGAR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.303.749	1.318.789	-	-	689.876	-
PAES A PAGAR	-	-	-	-	-	-	-	2.382.966	2.588.158	2.787.629	-	-	-	-	-
OUTRAS CONTAS A PAGAR	-	-	-	-	-	818.990	954.070	1.575.201	1.275.003	596.967	732.610	884.180	302.628	-	-
	3.982.099	3.504.984	5.248.718	5.721.849	6.512.456	7.095.525	7.869.724	4.753.834	4.751.518	4.890.266	24.621.014	27.341.925	36.571.788	37.353.631	38.103.766
<i>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</i>															
CAPITAL	453.405	479.884	511.076	541.281	564.610	597.922	624.590	644.202	680.857	732.602	800.734	901.066	970.178	1.028.097	1.120.009
RESERVA DE REAVALIACÃO	-	-	-	-	21.494	196.268	386.266	585.330	816.207	1.090.826	227.913	313.027	397.913	486.217	532.040
RESERVA DE LUCROS	12.735	13.479	14.355	15.203	15.858	16.794	17.543	18.094	19.123	20.577	22.490	25.308	27.250	28.876	31.458
PREUIZOS ACUMULADOS	(5.024.987)	(4.533.135)	(4.944.341)	(5.909.860)	(5.739.607)	(4.227.058)	(3.490.675)	(3.371.453)	(1.200.534)	(1.362.666)	(10.328.079)	(6.747.788)	(4.650.315)	(2.464.525)	(3.411.816)
	(4.558.847)	(4.039.772)	(4.418.910)	(5.353.376)	(5.137.674)	(2.462.277)	(2.123.828)	315.653	481.338	(9.276.942)	(5.508.386)	(3.254.974)	(921.338)	(1.728.309)	(1.728.309)
	9.505.183	9.854.080	10.756.718	10.707.709	10.937.757	11.194.310	12.164.807	12.689.865	13.033.186	14.717.164	23.518.288	28.106.725	38.214.104	42.918.724	42.980.686
DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 1998 A 2012															
<i>RECEITA BRUTA</i>															
Receita de serviços	13.118.077	12.700.663	11.896.001	9.714.293	10.260.507	9.172.920	8.687.744	8.787.904	7.469.587	9.896.250	10.776.363	13.803.607	19.016.625	18.602.039	19.204.984
Impostos sobre serviços	(801.335)	(774.186)	(745.439)	(575.850)	(747.454)	(638.128)	(686.677)	(654.099)	(641.149)	(1.082.522)	(1.582.238)	(2.004.472)	(2.444.570)	(1.964.903)	(2.058.513)
	12.316.741	11.926.477	11.150.562	9.138.442	9.513.053	8.534.792	8.001.067	8.133.805	6.828.438	8.813.727	9.194.125	11.799.135	16.572.055	16.637.136	17.146.471
Custo dos serviços prestados	(10.480.077)	(10.661.983)	(9.613.851)	(9.575.974)	(8.884.680)	(8.255.621)	(6.852.905)	(8.304.821)	(5.780.225)	(8.624.514)	(8.170.752)	(7.832.458)	(8.806.596)	(8.990.153)	(8.434.997)

	1.836.665	1.264.493	1.536.711	(437.532)	628.373	279.171	1.148.161	(171.015)	1.048.213	189.213	1.023.373	3.966.677	7.765.459	7.646.983	8.711.974
LUCRO BRUTO															
DESPESAS OPERACIONAIS															
Variações monetárias passivas															
Administrativa	(2.529.797)	(2.141.084)	(1.781.044)	(1.998.839)	(1.821.624)	(1.893.957)	(1.436.794)	(1.200.678)	(1.397.977)	(1.795.487)	(3.233.005)	(5.325.772)	(8.413.675)	(6.348.504)	(6.061.609)
Tributárias	(163.666)	(118.492)	(121.144)	(123.879)	(115.434)	(396.485)	(161.629)	(342.611)	(170.897)	(262.089)	(261.019)	(210.169)	(474.184)	(636.437)	(230.683)
Financeira Líquida	(706.087)	(280.920)	(265.024)	(557.078)	(1.587.902)	(431.666)	(746.786)	(1.169.383)	(637.626)	(1.581.244)	(2.149.618)	(1.495.765)	(1.514.780)	(707.202)	(1.310.261)
Depreciação															
Receitas de aluguéis	206.771	463.555	484.355	1.278.876	525.047	556.422	460.873	339.446	342.857	211.930	222.106	324.220	308.375	-	-
Outras receitas operacionais	614.134	1.264.587	500.261	249.118	384.035	331.223	53.729	571	(2)	2	(9)	144.557	15.271	134.855	109.348
	(2.578.645)	(812.355)	(1.182.596)	(1.151.802)	(2.615.878)	(1.834.462)	(1.830.607)	(2.372.655)	(1.863.645)	(3.426.890)	(5.421.544)	(6.562.928)	(10.078.993)	(7.552.287)	(7.513.205)
Prejuízo / Lucro Operacional	(741.980)	452.138	354.116	(1.589.333)	(1.987.505)	(1.555.291)	(682.446)	(2.543.670)	(815.432)	(3.237.676)	(4.398.172)	(2.596.251)	(2.313.533)	94.695	1.198.769
RECEITAS NÃO OPERACIONAIS															
	-	-	-	-	-	-	235.841	76.319	636.329	6.541	4.206	16.942	-	(133.183)	(1.770.479)
RESULTADO ANTES DO IRE CSLL	(741.980)	452.138	354.116	(1.589.333)	(1.987.505)	(1.555.291)	(446.605)	(2.467.352)	(179.104)	(3.231.135)	(4.393.966)	(2.579.310)	(2.313.533)	(38.488)	(571.710)
Resultado correção monetária	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contribuição social diferida	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	281.646	-
Imposto de renda diferido	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	493.608	-
Provisão P/Contrib Social	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisão P/IRPJ	-	(50.627)	(121.802)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Baixa diferença IPC/BTNF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisão CSLL	-	(19.762)	(46.806)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PREJUÍZO / LUCRO DO EXERCÍCIO	(741.980)	381.749	185.508	(1.589.333)	(1.987.505)	(1.555.291)	(446.605)	(2.467.352)	(179.104)	(3.231.135)	(4.393.966)	(2.579.310)	(2.313.533)	736.766	(571.710)
Prejuízo/ Lucro por ação do capital social no final do exercício	-65,87	35,87	18,56	0,00	0,00	-341,07	-97,94	0,00	0,00	(708,39)	(963,73)	(565,58)	(507,36)	161,58	(125,39)