

Análise de demonstrações financeiras de empresas do setor de saúde brasileiro (2009-2015): concentração, centralização de capital e expressões da financeirização

Analysis of financial statements from companies in the Brazilian health sector (2009-2015): concentration, centralization of capital, and expressions of financialization

Análisis de información financiera de empresas del sector salud brasileño (2009-2015): concentración, centralización de capital y expresiones de la financiarización

Lucas Salvador Andrietta ¹
Artur Monte-Cardoso ²

doi: 10.1590/0102-311X00006020

Resumo

O sistema de saúde brasileiro caracteriza-se pela grande participação do setor privado. Na presente década, as empresas que atuam em setores relacionados à saúde ganharam destaque no mundo corporativo pelos seus resultados e pela magnitude de suas operações financeiras. A trajetória das empresas foi analisada sob a ótica da financeirização, entendida como a disseminação de um padrão de acumulação característico do capitalismo contemporâneo. O objetivo deste artigo é analisar as expressões da financeirização na dimensão contábil-financeira das empresas e grupos econômicos do setor de saúde brasileiro. O estudo descreve a trajetória de rubricas e indicadores contábeis no período de 2009 a 2015, com base no levantamento das demonstrações financeiras de 43 empresas em cinco subsetores (planos de saúde, hospitais, varejo farmacêutico, indústria farmacêutica e serviços de apoio ao diagnóstico e à terapia). Os resultados são apreciados em quatro categorias: porte, desempenho, endividamento e relevância de aplicações financeiras. Esses resultados foram comparados com o conjunto das grandes empresas e das empresas de capital aberto no Brasil. O estudo evidencia aspectos centrais da financeirização, tais como o crescimento do setor, a expansão das empresas líderes e a centralização de capital, corroborando hipóteses ligadas à concentração e à centralização de capital. Outras hipóteses, como a relevância das aplicações financeiras nas receitas, não foram confirmadas. Por fim, os indícios fornecidos por uma análise estritamente contábil sugerem a necessidade de incorporar outras dimensões à análise, notadamente as estratégias de fusões, aquisições e outras operações patrimoniais.

Setor Privado; Sistemas de Saúde; Economia da Saúde

Correspondência

A. Monte-Cardoso
Rua São Francisco Xavier 121, apto. 601, Rio de Janeiro, RJ
20550-010, Brasil.
arturmoca@gmail.com

¹ Faculdade de Medicina, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.

² Instituto de Estudos em Saúde Coletiva, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil.



Introdução

Apesar da existência de um sistema de saúde público, o Brasil destaca-se como um dos países com grande participação do setor privado no sistema de saúde ¹. As despesas com o consumo final de bens e serviços de saúde representaram 9,1% do Produto Interno Bruto – PIB (R\$ 546 bilhões) em 2015, dos quais 57,6% foram privados. Parte desse gasto é feita por meio de empresas de planos de saúde, cujas receitas de contraprestações, segundo a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), totalizaram R\$ 143 bilhões no mesmo ano (26% do gasto total com saúde), referentes a 49,3 milhões de pessoas (25,8% da população). O gasto com o consumo final de medicamentos oscilou, entre 2008 e 2015, em torno de R\$ 20 bilhões ².

Assim, a compreensão sobre o desempenho, as estratégias competitivas e a agenda política das empresas privadas, bem como de suas formas de interação com o Sistema Único de Saúde (SUS), é de fundamental importância para discutir seus problemas. Há diversos indícios de que a magnitude dos negócios na saúde tem crescido significativamente, especialmente nos anos 2000 e 2010. Algumas empresas ganharam destaque entre os investidores e na mídia especializada. As edições das *Melhores & Maiores* da *Exame* (<https://mm.exame.com/>), da revista *Exame* (<https://exame.com/>) e do *Valor 1000* (<https://especial.valor.com.br/valor1000/2020>), tradicionais publicações sobre grandes empresas brasileiras, destacam recorrentemente o setor. O jornal *Valor Econômico* também publicou suplementos com análises setoriais sobre mercados da saúde ^{3,4,5,6,7,8,9}. Em todos os segmentos, a despeito da heterogeneidade entre as empresas, a dinâmica do setor de saúde apresenta: crescimento da produção; consolidação de grandes empresas líderes; manutenção da performance durante a crise econômica; estratégias de expansão geográfica; operações de fusão e aquisição (inclusive fora da saúde); abertura de capital e emissão de debêntures; aumento da presença de investidores externos; entre outros. Alguns trabalhos têm associado esses fenômenos à financeirização ^{10,11}.

Esses fenômenos são acompanhados, entre outros aspectos, de mudanças no porte, no desempenho, no endividamento e na atratividade dessas empresas ao capital externo, que podem ser analisados de forma comparada valendo-se de indicadores baseados em informações contábeis-financeiras das empresas, caminho explorado neste trabalho. Ele está inserido no projeto *Complexo Econômico-Industrial da Saúde, Inovação e Dinâmica Capitalista: Desafios Estruturais para a Construção do Sistema Universal de Saúde no Brasil*, cujo objetivo foi analisar a inserção de empresas e grupos econômicos do setor de saúde na financeirização, com base em três dimensões empíricas: contábil-financeira, patrimonial e política ¹². Este trabalho apresenta os resultados obtidos na primeira.

A perspectiva teórica adotada buscou subsidiar a análise da realidade concreta de empresas e grupos econômicos selecionados. Mobiliza-se o conceito de financeirização como um padrão sistêmico da riqueza, próprio do capitalismo contemporâneo ^{12,13}, e seus múltiplos desdobramentos sobre a economia brasileira e para o universo das políticas públicas, especificamente, de saúde ^{14,15,16}. O trabalho baseou-se na tentativa de operacionalizar esse conceito no contexto de uma pesquisa empírica, embora seja preciso enfatizar a diversidade de perspectivas teóricas que o mobilizam, bem como a existência de controvérsias sobre seus aspectos centrais ^{17,18}. Por fim, interessa-nos compreender o papel ativo – e não apenas reativo – das empresas não-financeiras diante do processo ¹⁹. Para mediar os desdobramentos teóricos do conceito de financeirização com os dados disponíveis sobre as empresas, a pesquisa foi ancorada em quatro categorias de análise ¹², a saber: o porte, o desempenho, o endividamento e a relevância de receitas financeiras.

A proeminência do capital financeiro – entendido como fusão das formas parciais do capital ²⁰ –, o seu alto grau de mobilidade e a centralidade das decisões de investimento nos mercados financeiros impulsionam novas exigências de valorização. Dessa forma, a financeirização se desdobra concretamente no acirramento da concorrência e está associada a vários fenômenos, entre os quais: (i) a formação ou o aprofundamento de oligopólios e a centralização de capital, sobretudo via fusões e aquisições; (ii) o aumento das escalas de produção e de investimento, que exigem escalas financeiras maiores e tendência ao maior endividamento; (iii) a participação crescente de bancos, seguradoras e dos “investidores institucionais”, como fundos de pensão, mútuos, de investimento etc., no controle acionário de empresas não-financeiras; (iv) a tendência à abertura de capital e/ou emissão de títulos na bolsa para viabilizar a captação de recursos; e (v) o aumento do grau de internacionalização de investimentos em escala global ^{10,12,21,22,23}.

A financeirização também está associada a uma dimensão ativa de empresas de todos os setores. A despeito da lógica de “maximização do valor ao acionista” se expressar aparentemente como uma imposição externa, consideramos que ela compõe o novo padrão sistêmico. Assim, espera-se que as empresas se engajem ativamente para gerar resultados de maneira pragmática e no curto prazo, medidos por intermédio de indicadores de retorno sobre o investimento, do aumento do valor de mercado em bolsa, do pagamento de dividendos²⁴ e recompra de ações²⁵. Nesse sentido, o desempenho de empresas individualmente revela não apenas a sua dinâmica microeconômica ou setorial, mas também a atratividade desses negócios para investidores externos.

Outro desdobramento é a adoção de práticas de governança corporativa²⁶. A gestão empresarial assume a lógica da *holding*, que avalia e compara os resultados de cada unidade operacional como investimentos separados. Espera-se, igualmente, que as grandes empresas incluam múltiplas estratégias na sua “função objetivo” – como a produção de bens e serviços, a incorporação de progresso técnico, a inserção no comércio internacional e em cadeias globais de valor – mas que também incluam atividades estritamente financeiras, como aplicações financeiras diversas – títulos, ações, moedas, derivativos etc. – e a participação minoritária em outras empresas – inclusive de setores não relacionados a ela²⁷.

A lógica da financeirização não se expressa, entretanto, em abstrato, mas sim ressignificando, reorientando ou potencializando o padrão concorrencial de cada setor. A verificação de hipóteses teóricas desse tipo não é trivial, sobretudo considerando um nível de abrangência setorial que exceda estudos de caso.

Nessa direção, este trabalho tem como objetivo analisar a expressão da financeirização na dimensão contábil-financeira de empresas e grupos econômicos do setor de saúde brasileiro entre 2009 e 2015. Para isso, foi feita uma análise do comportamento de rubricas e indicadores contábeis selecionados, obtidos com base em demonstrações financeiras e comparados entre as empresas do setor de saúde e grandes empresas brasileiras.

O conjunto de fenômenos abordados pela literatura deverá, por hipótese, ter efeitos perceptíveis nos demonstrativos financeiros, compreendidos baseando-se nas categorias analíticas escolhidas. Assim, a financeirização se refletiria contabilmente no aumento do porte das empresas líderes e na ampliação de suas receitas nos seus respectivos mercados. Também é esperado que o desempenho dessas empresas seja compatível com as condições de rentabilidade observadas para investimentos em outros setores, tornando-as atrativas a capitais nacionais e estrangeiros. Condições favoráveis de acumulação nos subsetores da saúde permitiriam maior grau de alavancagem das empresas do setor por meio do endividamento. Finalmente, avalia-se a assimilação de estratégias agressivas de acumulação considerando-se a composição das receitas, especialmente aquelas advindas de aplicações descoladas de sua atividade-fim, voltadas à obtenção de receitas financeiras^{28,29}.

A análise concentrou-se sobre aspectos verificáveis na contabilidade das empresas, ciente de que há um conjunto de fenômenos e expressões do padrão de acumulação na atuação das empresas que extrapolam essa fonte.

Metodologia

Este trabalho tem caráter descritivo e exploratório e refere-se a uma das dimensões transversais estruturantes do projeto citado, cuja metodologia geral é descrita em profundidade por Bahia et al.¹². Na presente dimensão, contábil-financeira, são analisadas séries de rubricas e indicadores das empresas selecionadas. Os dados são também comparados a um conjunto abrangente de empresas brasileiras, segundo duas publicações específicas. São considerados quatro aspectos principais: porte, desempenho econômico, situação patrimonial e relevância das aplicações financeiras nas operações.

As demonstrações financeiras ou demonstrações contábeis são uma fonte de dados tradicionalmente utilizada em análises no âmbito corporativo e em vários campos do conhecimento como a Administração, a Contabilidade e a Economia, embora pouco usada no campo da Saúde Coletiva. São um conjunto de representações estruturadas de dados contábeis que expressam a situação patrimonial, financeira e o desempenho de uma entidade – empresas, associações, fundações etc., sejam públicas ou privadas –, publicadas ou não com relatórios da administração, notas explicativas e outros

complementos³⁰. A análise de demonstrações financeira é uma técnica convencional que permite avaliar a evolução de empresas sincrônica e diacronicamente, por meio de índices e indicadores selecionados. A relevância de empresas e de organizações sem fins lucrativos em todos os ramos da economia tornou esse procedimento um instrumento importante para a tomada de decisões de empresas, órgãos públicos, legisladores e outras instituições³¹, bem como para a pesquisa.

A fonte dos dados é o Banco de Dados sobre Empresariamento na Saúde (BDES), versão 1.0, seção “B”, de Demonstrações Financeiras (BDES-B), desenvolvido no âmbito da pesquisa. O banco foi constituído por meio da digitalização, unificação, tabulação e checagem de demonstrações financeiras de empresas selecionadas, obtidas em fontes diversas, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), páginas das empresas, jornais e diários oficiais¹². As demonstrações financeiras foram coletadas e tratadas de forma a permitir a comparação transversal entre empresas e setores segundo a metodologia contábil definida pelo *International Financial Reporting Standards* (IFRS) e adotada obrigatoriamente pelo Brasil desde 2010. Entre os documentos coletados, considerou-se: o Balanço Patrimonial, ativo e passivo, a Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) e dados do Demonstrativo de Fluxos de Caixa (DFC). Os dados foram organizados em uma planilha única, permitindo a análise e o cálculo dos indicadores.

No BDES-B constam dados contábeis de cinco subsectores: hospitais privados, Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico (SADT), planos e seguros de saúde, indústria farmacêutica e redes de farmácias. O setor de escolas médicas não foi incluído por não haver informações independentes separáveis dos grupos educacionais privados a que pertencem. As organizações sociais da saúde (OSS) não foram incorporadas ao banco porque os dados do setor são irregulares entre instituições e anos, e porque a apresentação de suas demonstrações financeiras dificulta a compatibilização com empresas de fins lucrativos.

Algumas limitações ou características dos dados do banco precisam ser explicitadas. Há variação de informações disponíveis por ano devido: a não-publicação das demonstrações financeiras, à inexistência de certos dados e à abertura ou ao fechamento da empresa durante o período estudado. Para permitir a comparação, as informações de alguns setores foram reorganizadas e adequadas à metodologia escolhida pela pesquisa, o que pode ocasionar divergências pontuais em relação aos demonstrativos originais. Sempre que possível, os dados se referem ao demonstrativo consolidado de empresas e grupos econômicos. A expressão consolidado faz referência à contabilidade de grupos econômicos controladores, incluídos os resultados de empresas controladas (integral ou parcialmente). Nos casos em que essa informação não estava disponível, foram usados os dados isolados da empresa controladora do grupo econômico. Apesar das limitações da quantidade de empresas e dados, o BDES é comparável, em metodologia e abrangência, com outras fontes que oferecem dados para o setor, como os rankings da revista *Exame* e do *Valor 1000*.

Para a análise comparativa com o conjunto de empresas brasileiras, foram usadas outras duas fontes de dados. A primeira é a base *Econômica* (<https://www.fgv.br/lepi/economica.aspx>), da qual foram extraídas as rubricas e indicadores das Empresas de capital aberto. Desse grupo, foram excluídas as empresas dos setores “Finanças e Seguros” e “Fundos”, de modo a não distorcer as comparações com os dados de outros setores. A segunda base foi a revista anuário *Melhores & Maiores* da *Exame* (<https://mm.exame.com/>), que fornece dados e indicadores agregados para as quinhentas maiores empresas não-financeiras (indústria, comércio e serviços) do Brasil. Em ambas estão presentes algumas das empresas do BDES-B.

Foram selecionadas, dentro do BDES-B, rubricas contábeis e indicadores de uso tradicional e alguns desenvolvidos pela própria pesquisa. Eles foram agrupados em quatro categorias de análise, descritas a seguir, e cujas definições estão apresentadas esquematicamente no Quadro 1:

(1) Porte das Empresas. Objetiva avaliar a magnitude das empresas, medida por meio do Ativo Total, do Patrimônio Líquido e da Receita Líquida. O Ativo Total corresponde ao total de recursos (*have-res*) disponíveis. O Patrimônio Líquido corresponde a uma avaliação contábil do capital próprio da empresa, isto é, do valor atribuível apenas aos seus proprietários. A Receita Líquida corresponde, grosso modo, ao valor das receitas obtidas com as vendas.

(2) Desempenho Econômico. Seu objetivo é avaliar o desempenho das empresas com quatro indicadores. Um de rentabilidade do capital próprio (ROE, na sigla usualmente difundida, do inglês *return on equity*), isto é, do quanto de lucro é gerado para os proprietários frente ao capital investido. Dois

Quadro 1

Rubricas e indicadores contábeis utilizados para a análise de demonstrações financeiras.

CATEGORIA DE ANÁLISE	RUBRICAS OU INDICADORES	DEFINIÇÃO	UNIDADE
1. Porte da Empresa	Ativo Total	Recursos ou haveres controlados por uma entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que fluam futuros benefícios econômicos.	R\$
	Patrimônio Líquido	É a diferença entre o Ativo Total e o valor de todas as suas dívidas e obrigações (Passivo). Ele representa os recursos próprios de uma empresa, atribuíveis aos seus proprietários.	R\$
	Receita Líquida	É a receita obtida pela empresa com a venda dos bens e/ou serviços que oferecem, depois de descontadas as devoluções, descontos comerciais e tributos incidentes sobre as vendas.	R\$
2. Desempenho Econômico	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (<i>return on equity, ROE</i>)	= Lucro Líquido/Patrimônio Líquido. Indicador de rentabilidade que relaciona o lucro de uma empresa ao capital próprio de seus proprietários.	%
	Giro do Ativo	= Receita Líquida/Ativo. Relaciona o volume de vendas de uma empresa ao tamanho do seu Ativo Total.	%
	Margem Operacional (Margem EBIT)	= Lucro (ou Resultado) Operacional (EBIT)/Receita Líquida. Indica a capacidade de uma empresa obter lucros com base em suas receitas, antes do desconto de juros, tributos e do resultado de outras operações.	%
	Margem Líquida	= Lucro Líquido/Receita Líquida. Mostra a capacidade de uma empresa obter lucros a partir de suas receitas com vendas considerando todas as suas operações, juros e tributos.	%
3. Endividamento	Participação de Capital de Terceiros	= (Passivo Circulante + Passivo Não circulante)/Patrimônio Líquido. Evidencia a relação entre as obrigações de uma empresa com terceiros e seu capital próprio.	%
4. Relevância de Aplicações Financeiras	Disponibilidades sobre Ativo Total	= Disponibilidades/Ativo Total. Indica a parcela do Ativo Total que a empresa mantém sob formas líquidas, como dinheiro em Caixa ou Aplicações Financeiras de curto-prazo.	%
	Receita Financeira sobre Receita Líquida	= Receita Financeira (Bruta)/Receita Líquida. Mostra a relação entre as receitas que a empresa consegue obter com aplicações financeiras e as receitas obtidas com suas vendas.	%

Fonte: elaborado pelos autores a partir de documentação do Banco de Dados sobre Empresariamento na Saúde, versão 1.0, Seção "B", de Demonstrações Financeiras; Pronunciamento Conceitual Básico (Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CDC).

indicadores de margem: (a) a margem operacional (margem EBIT, do inglês *Earnings Before Interest and Taxes*) mede quanto foi gerado de resultado ou lucro no âmbito operacional (atividade-fim) como proporção da Receita Líquida; e (b) a margem líquida avalia o resultado final ou Lucro Líquido da empresa como proporção da Receita Líquida. O terceiro é o Giro do Ativo, que avalia a capacidade de uma empresa gerar receita relativamente ao seu Ativo Total.

(3) Endividamento. Apresenta a composição do endividamento das empresas por meio da Participação do Capital de Terceiros (PCT), que mede a razão entre Passivo (Passivo Circulante somado ao Passivo Não-Circulante), ou capital de terceiros, e o patrimônio líquido, ou capital próprio da empresa.

(4) Relevância de Aplicações Financeiras. Aprecia por meio de dois indicadores elaborados para o BDES-B alguns comportamentos associados, pela literatura, à dimensão ativa das empresas não-financeiras no processo de financeirização. O primeiro indicador expressa a proporção entre as Disponibilidades (soma dos ativos mais líquidos à disposição da empresa, como o dinheiro em caixa e aplicações financeiras de curto prazo) e o Ativo Total. O segundo é a razão entre a Receita Financeira (bruta) da empresa (as receitas obtidas em atividades financeiras *stricto sensu*) e a Receita Líquida (a receita “operacional” obtida na sua atividade-fim).

Resultados

Porte das empresas

Durante o período analisado, observou-se no geral um expressivo crescimento das empresas do setor de saúde, observável com base no ativo, no patrimônio líquido e na receita líquida (Tabela 1). Os dados devem ser analisados com cuidado em torno de dois aspectos. Primeiro, observa-se um aumento do ativo, do patrimônio líquido e da receita líquida para as empresas presentes no banco de dados. Segundo, ao longo do período, outras empresas foram incluídas (n), o que provoca variações na média e na mediana indicadas.

A comparação do ativo entre os três grupos de empresas revelou ritmos distintos de crescimento. O Ativo Médio por empresa do setor de saúde aumentou, entre 2009 e 2015, mais do que as empresas de capital aberto (13% contra 4%), mas menos que as *Melhores e Maiores da Exame* (108%). Já a Mediana do Ativo das empresas do setor registrou variação igual à das empresas de capital aberto (8%). Destaca-se a diferença entre a magnitude dos valores absolutos. A mediana dos ativos do setor de saúde e das empresas de capital aberto foram similares ao longo do período: R\$ 1,671 milhão e R\$ 1,595 milhão em 2009, e R\$ 1,804 milhão e R\$ 1,728 milhão em 2015, respectivamente. Contudo, os ativos médios diferiram bastante: o menor patamar foi o do setor de saúde (R\$ 3,074 em 2009 e R\$ 3,483 milhões em 2015), as *Melhores e Maiores da Exame* foram intermediárias (com crescimento de R\$ 5,860 milhões em 2009 para R\$ 8,110 milhões em 2015) e o maior valor esteve com as empresas de capital aberto (R\$ 10,387 milhões em 2009 e R\$ 10,814 milhões em 2015). Os valores de mediana semelhantes e a diferença entre as médias revelaram que as empresas de capital aberto apresentaram ativos muito maiores, em comparação ao setor de saúde.

Comparando-se o Ativo dos subsetores em 2015, pela mediana, destacaram-se entre os maiores a indústria farmacêutica e as redes de farmácias; entre os menores, hospitais e SADT. Os maiores crescimentos no período foram do varejo farmacêutico (232%) – resultado influenciado pela inclusão, no BDES, de grupos resultantes de fusões (Raia Drogasil, Grupo DPSP empresarial) – e de SADT (57%). Houve queda nos subsetores de hospitais (3%) e de planos de saúde (8%), um subsetor que iniciou acima da mediana do setor e terminou na mediana (de R\$ 2,053 milhões em 2009 a R\$ 1,896 milhões em 2015).

O Patrimônio Líquido foi menos desigual na comparação entre o setor de saúde e as empresas de capital aberto: a razão entre as médias do Patrimônio Líquido das empresas de capital aberto (R\$ 3,389 milhões) e do setor de saúde (R\$ 1,434 milhão) em 2015, 2,4, foi menor que a mesma razão calculada para o Ativo, 3,1. Durante o período, a média do setor de saúde variou 15% e a das empresas de capital aberto, 4%, reduzindo as diferenças entre os dois grupos. Revelaram-se também que o capital próprio foi mais importante para o capital total no setor de saúde do que nas empresas de capital aberto (41,2% contra 31,3% do Ativo em 2015). As medianas do Patrimônio Líquido foram inferiores

Tabela 1

Porte de empresas brasileiras por setor segundo indicadores selecionados (2009-2015).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Ativo Total (R\$ milhões)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	703	530	1.357	1.843	1.868	2.146	2.333	2	5	6	6	7	7	7
Hospitais privados	1.026	595	1.076	1.066	1.069	1.004	991	3	5	8	9	9	9	8
SADT	956	333	519	537	692	1.610	1.497	4	5	5	5	5	5	5
Planos e seguros de saúde	2.053	2.049	2.268	2.200	1.954	1.941	1.896	7	10	11	11	12	13	13
Indústria farmacêutica	1.671	2.296	2.093	2.319	2.424	2.372	2.430	5	7	7	7	7	9	9
Setor de saúde	1.671	1.339	1.385	1.683	1.811	1.958	1.804	21	32	37	38	40	43	42
Empresas de capital aberto	1.595	1.698	1.871	1.772	1.825	1.785	1.728	405	401	396	391	388	379	366
Média														
Setor de saúde	3.074	2.792	3.026	3.181	3.318	3.345	3.483	21	32	37	38	40	43	42
Empresas de capital aberto	10.387	10.584	10.841	11.175	10.001	10.222	10.814	405	401	396	391	388	379	366
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	3.892	4.065	4.619	4.958	5.406	5.960	8.105	500	500	500	500	500	500	500
	Patrimônio Líquido (R\$ milhões)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	172	207	531	620	465	514	544	2	5	6	6	7	7	7
Hospitais privados	132	373	730	784	790	768	622	3	5	8	9	9	9	8
SADT	426	50	277	312	343	851	745	4	5	5	5	5	5	5
Planos e seguros de saúde	1.296	1.209	1.009	875	887	713	654	7	10	11	11	12	13	13
Indústria farmacêutica	809	819	782	903	994	1.125	1.209	5	7	7	7	7	9	9
Setor de saúde	809	606	735	794	842	851	736	21	32	37	38	40	43	42
Empresas de capital aberto	607	757	729	735	682	654	576	405	401	396	391	388	379	366
Média														
Setor saúde	1.249	1.134	1.323	1.336	1.409	1.415	1.434	21	32	37	38	40	43	42
Empresas de capital aberto	3.265	4.131	4.301	4.178	3.985	3.783	3.389	405	401	396	391	388	379	366
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
	Receita Líquida (R\$ milhões)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	2.145	1.674	1.656	3.531	3.832	3.918	3.387	2	5	6	6	7	7	7
Hospitais privados	1.336	373	706	512	690	1.251	1.347	3	5	8	9	9	9	9
SADT	612	461	508	533	591	631	697	4	5	5	5	5	5	5
Planos e seguros de saúde	3.018	2.798	3.047	2.999	2.843	3.306	3.304	7	10	10	11	12	13	13
Indústria farmacêutica	1.744	1.854	2.315	2.399	2.411	2.420	2.333	4	7	7	7	7	9	9
Setor de saúde	1.653	1.737	1.802	1.992	2.152	2.172	2.304	20	32	36	38	40	43	43
Empresas de capital aberto	765	944	881	806	815	743	707	405	401	396	391	388	379	366
Média														
Setor de saúde	2.559	2.448	2.591	2.905	3.226	3.349	3.462	20	32	36	38	40	43	43
Empresas de capital aberto	4.200	4.813	4.905	5.064	4.948	5.125	5.112	405	401	396	391	388	379	366
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	6.563	6.872	6.922	6.658	6.529	6.266	5.398	500	500	500	500	500	500	500

ND: não disponível; SADT: Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico.

Fonte: elaborado pelos autores a partir de dados de Banco de Dados sobre Empresariamento na Saúde, versão 1.0, Seção "B", de Demonstrações Financeiras; *Melhores & Maiores da Exame e Econômica*.

Nota: valores constantes de 2015 (IPCA).

às médias e seus valores estiveram mais próximos entre os dois grupos do que no Ativo: R\$ 736 e R\$ 576 milhões em 2015, respectivamente.

Houve um aumento da mediana de todos os subsetores, exceto de planos de saúde, que caiu 50%, de R\$ 1,296 milhão em 2009 para R\$ 654 milhões. Nesse caso, o resultado foi marcado pela inclusão de empresas menores no BDES (Unimed Central Nacional, Hapvida, Grupo Notre Dame Intermédica) e pela queda do Patrimônio Líquido de alguns grupos (Unimed Rio, Odontoprev, Qualicorp), mesmo com a inclusão de empresas maiores (como a Amil Assistência Médica Internacional no lugar da Amil Participações, e a Unimed Belo Horizonte). Sempre acima da mediana do setor, a indústria Farmacêutica destacou-se como o maior Patrimônio Líquido em 2015 (R\$ 1.209 milhão), aproximadamente o dobro de três dos quatro outros subsetores. Essa diferença de qualidade entre a indústria e os demais não foi tão pronunciada no caso do Ativo. Os subsetores de hospitais e varejo farmacêutico apresentaram as maiores taxas de crescimento (370% e 217%, respectivamente), apesar de serem as menores (R\$ 622 e R\$ 544 milhões, respectivamente, em 2015). Novamente foi preciso atentar para a variação da quantidade de empresas.

Finalmente, sob a ótica da Receita Líquida, o setor de saúde registrou porte mais próximo dos outros grupos de empresas e apresentou uma taxa de crescimento maior. A média das receitas por empresa cresceu 35% frente a 22% das empresas de capital aberto e queda de 2% das *Melhores & Maiores* da *Exame*, chegando a R\$ 3,462 milhões contra R\$ 5,112 milhões e R\$ 5,398 milhões, respectivamente. Isso revelou que o setor de saúde conseguiu manter receitas durante um período de oscilações que atingiu de forma mais pronunciada os outros setores.

Entre os subsetores, destacou-se duplamente o varejo farmacêutico: com as maiores taxas de crescimento (58%), foi nele que encontrou-se a maior mediana em 2015, R\$ 3,387 milhões, seguida de perto pelos planos de saúde (R\$ 3,304 milhões). Embora todos os subsetores tenham crescido no período, as posições relativas mudaram pouco, com hospitais e SADT sempre abaixo da mediana do setor. O setor de saúde ultrapassou com mais folga as empresas de capital aberto: a mediana das receitas foi 3,2 vezes maior, além do fato destas últimas terem sofrido queda de 6%.

Desempenho

A Tabela 2 apresenta os indicadores de desempenho selecionados. O ROE apresentou uma tendência de queda ao longo do período 2009-2015 para os três grupos estudados, menor para o setor de saúde (31%) do que para as empresas de capital aberto (62%) e mais intenso para as *Melhores & Maiores* da *Exame*, em que o indicador ficou negativo no ano de 2015. O setor de saúde também se destacou por apresentar um retorno superior (variando de 19,2% a 13,2%) ao dos demais grupos, o que é um fato de extrema importância. Em 2015, o retorno do setor foi mais do que o triplo do das empresas de capital aberto (que variou de 11% a 4,2%) e muito superior ao das *Melhores & Maiores* da *Exame* (partiu de 9,7% e chegou a -4,5%). Entre os subsetores, hospitais e SADT tiveram um desempenho abaixo da mediana. Destacaram-se como mais rentáveis a indústria farmacêutica, os planos de saúde e o varejo farmacêutico, com distintas trajetórias: as empresas de Planos registraram a maior estabilidade e retorno próximo do setor, já os dois outros subsetores apresentaram retornos mais destacados ao longo do período, convergindo para a tendência de queda no final.

O desempenho também foi analisado sob a ótica da margem operacional (EBIT), que reflete a lucratividade de uma empresa baseada apenas em suas atividades operacionais. A tendência da mediana das empresas de capital aberto superou a do setor de saúde ao longo da série, relação que foi invertida apenas no último ano. Entre os subsetores destacaram-se as maiores margens da indústria farmacêutica e de SADT que, mesmo caindo ao longo do período, chegaram a 13,1% e 14,2% em 2015, respectivamente. Em seguida, vieram os hospitais e, abaixo da mediana do setor e das empresas de capital aberto, o varejo farmacêutico e os planos de saúde.

As margens líquidas foram em geral menores que as margens operacionais e tiveram uma tendência de declínio. Apesar da queda desse indicador, o setor de saúde manteve o melhor desempenho, se comparado aos demais grupos de empresas, saindo de 7,7% em 2009 para 5,7% em 2015, já as empresas de capital aberto caíram de 7,5% para 2,9% e as *Melhores & Maiores* da *Exame*, de 9,3% para -3,4%. Isso indica que os negócios no setor de saúde foram, no geral, mais estáveis do que o conjunto da economia. A partir de 2012, o setor registrou resultados ligeiramente superiores aos demais. Entre

Tabela 2

Desempenho de empresas brasileiras por setor segundo indicadores selecionados (2009-2015).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido [ROE] (%)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	36,5	17,8	11,0	21,4	20,3	20,6	13,2	2	5	6	6	7	7	7
Hospitais privados	5,6	6,5	8,6	7,6	10,3	11,4	10,4	3	5	8	9	9	9	8
SADT	33,9	19,9	6,4	12,1	10,2	5,5	6,5	4	5	5	5	5	5	5
Planos e seguros de saúde	17,4	19,0	13,0	14,4	13,1	13,5	15,9	7	10	10	11	12	13	13
Indústria farmacêutica	26,4	26,5	22,4	21,7	22,0	10,0	16,0	4	7	7	7	7	9	9
Setor de saúde	19,2	18,2	11,3	13,1	13,8	11,4	13,2	20	32	36	38	40	43	42
Empresas de capital aberto	11,0	11,0	9,0	6,1	6,3	6,4	4,2	347	349	350	345	342	339	313
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	9,7	10,7	8,2	4,1	5,3	3,5	-4,9	500	500	500	500	500	500	500
Margem Operacional [MgEBIT] (%)														
	Margem Operacional [MgEBIT] (%)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	5,0	4,5	4,2	4,9	4,4	4,7	4,5	2	5	6	6	7	7	7
Hospitais privados	3,2	9,8	10,4	7,2	7,2	8,7	9,9	3	5	8	9	9	9	9
SADT	22,1	18,6	17,2	14,3	11,6	9,2	14,2	4	5	5	5	5	5	5
Planos e seguros de saúde	1,3	2,9	1,5	1,7	2,2	1,2	1,6	7	10	10	11	12	13	13
Indústria farmacêutica	21,7	17,7	12,8	14,6	21,1	16,0	13,1	4	7	7	7	7	9	9
Setor de saúde	7,8	6,0	7,1	7,0	8,1	7,0	8,3	20	32	36	38	40	43	43
Empresas de capital aberto	10,9	12,6	12,1	9,8	10,8	11,4	8,2	350	349	341	332	333	324	316
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	500	500	500	500	500	500	500
Margem Líquida (%)														
	Margem Líquida (%)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	2,5	3,4	2,9	3,3	3,1	2,8	2,3	2	5	6	6	7	7	7
Hospitais privados	4,7	7,1	7,8	5,2	5,3	6,4	10,0	3	5	8	9	9	9	9
SADT	16,2	10,6	8,9	9,0	5,6	3,1	5,7	4	5	5	5	5	5	5
Planos e seguros de saúde	5,3	3,2	3,1	2,4	2,5	3,7	4,7	7	10	10	11	12	13	13
Indústria farmacêutica	15,5	9,4	7,0	9,9	10,9	9,8	7,9	4	7	7	7	7	9	9
Setor de saúde	7,7	5,9	4,8	4,4	5,1	3,9	5,7	20	32	36	38	40	43	43
Empresas de capital aberto	7,5	7,4	6,6	3,9	4,2	4,2	2,9	350	349	341	332	333	324	316
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	9,3	10,5	8,2	4,1	4,8	3,1	-3,4	500	500	500	500	500	500	500

(continua)

Tabela 2 (continuação)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Giro do Ativo (%)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	309,0	289,0	186,0	253,0	226,0	259,0	227,0	2	5	6	6	7	7	7
Hospitais privados	117,0	59,0	66,0	71,0	73,0	79,0	70,0	3	5	8	9	9	9	8
SADT	112,0	77,0	51,0	56,0	53,0	59,0	60,0	4	5	5	5	5	5	5
Planos e seguros de saúde	128,0	153,0	153,0	146,0	155,0	178,0	172,0	7	10	10	11	12	13	13
Indústria farmacêutica	71,0	74,0	90,0	88,0	94,0	102,0	86,0	4	7	7	7	7	9	9
Setor de saúde	115,0	91,0	90,0	97,0	100,0	106,0	121,0	20	32	36	38	40	43	42
Empresas de capital aberto	49,0	46,0	44,0	44,0	43,0	45,0	46,0	405	401	396	391	388	379	366
Média														
Setor saúde	79,0	88,0	83,0	91,0	97,0	100,0	102,0	20	32	36	38	40	43	42
Empresas de capital aberto	40,0	45,0	45,0	45,0	49,0	50,0	47,0	441	439	435	430	427	419	405
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	94,0	89,0	72,0	70,0	72,0	71,0	67,0	500	500	500	500	500	500	500

ND: não disponível; SADT: Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico.

Fonte: elaborado pelos autores a partir de dados de Banco de Dados sobre Empresariamento na Saúde, versão 1.0, Seção "B", de Demonstrações Financeiras; *Melhores & Maiores da Exame e Econômica*.

subsetores, as maiores margens estiveram também na indústria farmacêutica e SADT, ainda que com tendência de declínio. Nos últimos anos do período, o setor de hospitais apresentou uma recuperação, chegando ao segundo lugar com 10% em 2010. Planos de saúde e varejo farmacêutico registraram as menores margens líquidas.

Por fim, aborda-se a evolução do Giro do Ativo, indicador associado à capacidade do setor de gerar receitas em relação ao tamanho de seu ativo. As variações desse indicador foram menos intensas para os três grupos, com tendência geral de queda das medianas dos dois grupos, exceto pelo aumento do setor de saúde no ano de 2015 (5% acima do valor em 2009). As médias também ficaram estáveis entre os grupos, mas o setor de saúde se destacou com Giro do Ativo mais de duas vezes superior ao das empresas de capital aberto e 50% maior do que o valor médio das *Melhores & Maiores da Exame*. Dentre os subsetores, houve dois resultados importantes. O primeiro, o varejo farmacêutico, apesar da queda, apresentou o maior indicador ao longo da série, de 309% em 2009 e 227% em 2015. Isso esteve associado ao negócio comercial do subsetor, com elevado faturamento com as vendas. O segundo, as empresas de plano de saúde, também registraram bom desempenho e lideraram no ritmo de crescimento (chegou a 34%). Nesse caso, houve a conjugação de leves variações para baixo nos ativos e para cima nas receitas.

Endividamento

O indicador de endividamento escolhido, a PCT, apresentou tendência divergente (Tabela 3). O setor de saúde começou mais endividado (119%) do que as empresas de capital aberto (107%) e as *Melhores & Maiores da Exame* (104%), mas terminou menos (101%, 121% e 154%, respectivamente, em 2015). Ainda que o endividamento seja considerado, tradicionalmente, nas análises de balanço como negativo ("quanto maior, pior"), o recurso a capitais de terceiros pode compor uma estratégia coerente e, assim, ser positivo para o crescimento das empresas. Isso surgiu na análise de subsetores, já que o setor de farmácias registrou a maior mediana do indicador frente ao demais subsetores e aos outros dois conjuntos de empresas: 154% em 2015. Houve uma clara tendência ao desendividamento nos hospitais e nos planos de saúde, já o sentido não foi claro para outros três subsetores. Entre as maiores

Tabela 3

Endividamento de empresas brasileiras por setor segundo indicadores selecionados (2009-2015).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Participação de Capital de Terceiros (%)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	398,0	175,0	130,0	120,0	122,0	123,0	154,0	2	5	6	6	7	7	7
Hospitais privados	186,0	90,0	68,0	72,0	79,0	83,0	75,0	3	5	7	8	8	8	7
SADT	90,0	216,0	74,0	64,0	97,0	89,0	94,0	4	5	5	5	5	5	5
Planos e seguros de saúde	161,0	161,0	181,0	164,0	85,0	101,0	94,0	7	10	11	11	12	13	13
Indústria farmacêutica	89,0	123,0	149,0	149,0	144,0	111,0	101,0	5	7	7	7	7	9	9
Setor de saúde	119,0	155,0	116,0	114,0	102,0	102,0	101,0	21	32	36	37	39	42	41
Empresas de capital aberto	107,0	112,0	112,0	119,0	115,0	119,0	121,0	405	401	396	391	388	379	366
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	104,0	91,0	88,0	96,0	110,0	123,0	154,0	500	500	500	500	500	500	500

SADT: Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico.

Fonte: elaborado pelos autores a partir de dados de Banco de Dados sobre Empresariamento na Saúde, versão 1.0, Seção "B", de Demonstrações Financeiras; *Melhores & Maiores da Exame* e *Economática*.

medias, destacaram-se, além do varejo farmacêutico, os planos de saúde nos quatro primeiros anos e a indústria farmacêutica de 2011 ao final.

Relevância das aplicações financeiras

O indicador disponibilidades sobre ativo total mostrou uma tendência de queda do setor de saúde, e houve uma relativa estabilidade nas empresas de capital aberto (Tabela 4). Em 2015, terminaram com valores próximos: 10,2% e 9%, respectivamente. As diferenças apareceram pronunciadas na comparação entre subsectores, em que as empresas de planos e seguros de saúde registraram indicadores mais altos ao longo do período (sempre acima de 25%, terminando com 28% em 2015). Na sequência estiveram os setores de SADT e os hospitais, com medianas de dois dígitos na maior parte do período, terminando com 19,5% e 10,2, respectivamente. Com medianas muito baixas estiveram o varejo farmacêutico e a Indústria Farmacêutica, com valores sempre abaixo dos 10%.

Quanto ao indicador Receita Financeira (bruta) sobre Receita Líquida (ou Operacional), as empresas de capital aberto apresentaram queda e recuperação, e registraram medianas persistentemente superiores (de 4,6% em 2009 a 5,8% em 2015) às do setor de saúde (de 2,7% a 3,3%), em que houve pouca oscilação. Nesse indicador, também houve menor diversidade entre os subsectores do que no anterior. As maiores medianas ao longo do período foram registradas pelos planos e seguros de saúde, SADT e hospitais (que terminaram em 2015 com 3,3%, 3,8% e 2,9%, respectivamente), embora a Indústria Farmacêutica tenha aparecido entre os dois maiores no final do período (3,6%). Muito abaixo da mediana do setor e dos demais subsectores esteve o varejo farmacêutico, com 1,1% em 2015.

Discussão

A análise das demonstrações financeiras permitiu uma comparação sistemática entre as empresas do setor de saúde e da economia brasileira em seu conjunto. As transformações nos padrões de expansão e acumulação durante o período estudado são evidentes em alguns movimentos comuns manifestados em maior ou menor grau entre as empresas e subsectores.

Primeiro, destaca-se o forte crescimento do setor de saúde como um todo e das empresas individualmente, especialmente se comparado ao restante da economia brasileira, que experimentou uma desaceleração entre 2010 e 2015^{32,33}. Isso é atestado pelo crescimento dos indicadores de porte e pela estabilidade dos indicadores de desempenho.

Tabela 4

Relevância de aplicações financeiras para empresas brasileiras por setor segundo indicadores selecionados (2009-2015).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Disponibilidades sobre Ativo (%)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	8,9	5,9	7,2	7,5	6,7	3,4	4,6	2	5	6	6	7	7	7
Hospitais privados	4,0	12,9	16,8	17,2	17,0	12,7	10,2	3	5	7	8	8	8	7
SADT	12,2	4,7	17,2	8,7	12,8	13,6	19,5	4	5	5	5	5	5	5
Planos e seguros de saúde	42,3	26,2	27,9	34,0	33,9	26,1	28,0	7	10	11	11	12	13	13
Indústria farmacêutica	3,8	3,8	2,0	3,4	6,7	2,1	3,5	5	7	7	7	7	9	9
Setor de saúde	17,3	13,7	17,0	13,7	13,1	14,0	10,2	21	32	36	37	39	42	41
Empresas de capital aberto	ND	8,9	9,0	9,2	9,0	9,5	9,0	ND	401	396	391	388	390	366
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
	Receita Financeira Bruta sobre Receita Líquida (%)							Quantidade de empresas (n)						
Mediana														
Farmácias e drogarias	0,3	0,5	0,4	0,3	0,2	1,2	1,1	2	4	5	5	5	6	6
Hospitais privados	3,1	4,8	3,4	2,6	3,5	2,8	2,9	2	3	5	5	5	5	5
SADT	5,6	6,5	4,4	2,6	2,3	3,4	3,8	2	3	3	4	5	5	5
Planos e seguros de saúde	7,0	6,3	7,2	3,6	2,3	3,5	3,3	6	9	9	10	12	13	13
Indústria farmacêutica	2,6	2,7	2,3	1,9	2,1	2,0	3,6	3	6	7	7	7	7	6
Setor de saúde	2,7	3,7	2,9	1,9	2,1	2,5	3,3	15	25	29	31	34	36	35
Empresas de capital aberto	4,6	4,0	4,5	4,3	4,1	4,0	5,7	351	344	336	331	331	321	310
<i>Melhores & Maiores da Exame</i>	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND

ND: não disponível; SADT: Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico.

Fonte: elaborado pelos autores a partir de dados de Banco de Dados sobre Empresariamento na Saúde, versão 1.0, Seção "B", de Demonstrações Financeiras; *Melhores & Maiores da Exame e Econômica*.

A expansão das empresas líderes é explícita também em outros trabalhos que analisam a intensificação de operações patrimoniais, diversificação e crescimento interno das empresas em cada subsetor^{10,11,34,36,37,38,39,40,41}. Em conjunto, esses achados reforçam a hipótese de que há um processo de centralização de capital em todos os subsetores, indicado também pelo aumento da importância de venda e prestação de serviços para empresas menores (*business to business*) – por exemplo, no setor de SADT³⁴ – e a centralidade do controle de redes de distribuição intermediárias, por exemplo, para empresas que atuam no varejo farmacêutico³⁷.

As comparações transversais entre os subsetores corroboram fenômenos já presentes em estudos de caso¹¹. Confirma-se, por exemplo, a centralidade dos planos de saúde no setor devido ao seu porte, ao seu desempenho econômico, à sua liquidez e à importância de suas receitas sobre o total do setor. Igualmente, é patente a solidez da indústria farmacêutica, setor marcado pelo grande porte, bom desempenho e pela predominância de empresas transnacionais de capital fechado. Os resultados sugerem ainda que apesar da notável expansão recente de subsetores como os hospitais, SADT e o varejo farmacêutico, estes permanecem, até certo ponto, em papel secundário dentro da cadeia de valor da saúde brasileira.

Esse tipo de evidência ajuda a qualificar as análises recentes sobre o setor de saúde, que apresentam tendências contraintuitivas que se combinam. No período recente, observa-se simultaneamente: (a) um crescimento contínuo do número de procedimentos (consultas, exames, internações, cirurgias, etc.)³⁵; (b) o crescimento dos gastos com saúde (privados e públicos), que inclui o aumento de gastos com contraprestações de planos de saúde, gastos com medicamentos e gastos com serviços particulares (*out-of-pocket*)²; (c) redução do número de empresas atuando em diversos setores – combinando fusões, aquisições e falências – o que indica que os subsetores passam por uma fase de consolidação³⁶.

Os relatórios das empresas líderes corroboram a hipótese de centralização de capital nos subsetores, indicado também pelo aumento da importância de venda e prestação de serviços para empresas menores (*business to business*) – por exemplo, no setor SADT^{34,42} – e a centralidade do controle de redes de distribuição intermediárias, por exemplo, no varejo farmacêutico³⁷.

Um segundo aspecto central é o bom desempenho econômico das empresas do setor de saúde, expresso pelos indicadores de rentabilidade. Os resultados mostraram que elas sustentaram seus retornos sobre o patrimônio líquido (ROE) e estiveram acima dos demais grupos de empresas a despeito da crise econômica brasileira, o que indica maior atratividade do setor para investimentos externos.

Um procedimento para entender o motivo pelo qual tal indicador tem tanto destaque na saúde é desdobrá-lo em outros três indicadores apresentados. O ROE pode ser expresso como: $ROE (\text{Lucro Líquido}/\text{Patrimônio Líquido}) = \text{Margem Líquida} (\text{Lucro Líquido}/\text{Receita Líquida}) \times \text{Giro do Ativo} (\text{Receita Líquida}/\text{Ativo}) \times [1 + \text{Participação do Capital de Terceiros} (\text{Passivo}/\text{Patrimônio Líquido})]$. Assim, explicar a evolução do ROE é explicar a evolução desses três indicadores, sendo que quanto maior cada um deles, maior será a rentabilidade.

Nos resultados referentes ao porte, as empresas do setor de saúde não se destacaram no Ativo Total nem no Patrimônio Líquido, mas sim nas Receitas Líquidas (todas as rubricas medidas por empresa). Isso se manifestou, dentro do desempenho, como um maior Giro do Ativo do setor frente aos outros dois grupos. Isso significa uma maior capacidade de gerar receitas por ativo. A Margem Líquida do subsetor não se revelou consistentemente superior às das empresas de capital aberto e das *Melhores e Maiores da Exame*, mas ficou acima das medianas destes grupos a partir de 2013. Já a PCT das empresas do setor passou a ser menor do que as dos demais grupos a partir de 2012-2013.

Dessa forma, a combinação entre uma lucratividade superior do setor – medida pela margem líquida (a margem operacional é ainda maior) – somada a um maior giro do ativo – em que as empresas do setor conseguem ter maiores receitas com o mesmo ativo – e a um menor endividamento – menor, mas insuficiente para compensar os outros dois indicadores – leva a um retorno maior do setor. Cabe mencionar que o menor endividamento poderia implicar uma menor carga de juros (resultado financeiro), fortalecendo a margem líquida do setor, ainda que não seja possível demonstrá-lo com os dados disponíveis. Embora haja diferenças entre os subsetores, a comparação das medianas dos indicadores entre os três grupos analisados permitiria esta explicação do motivo do maior retorno do setor de saúde.

O quarto e último aspecto analisado, a importância da geração de receitas financeiras por meio de ativos muito líquidos, foi relevante apenas no setor de planos e seguros de saúde, exatamente pela natureza do negócio, que envolve a mobilização de grande volume de recursos, e por motivos regulatórios. A análise dos relatórios que acompanham as demonstrações financeiras aponta também que o intenso processo de crescimento está associado a uma diversidade de estratégias, sobretudo aquelas reveladas pela análise das mudanças na estrutura patrimonial das empresas²². As maiores empresas da Saúde atingem uma nova qualidade na medida em que o porte é acompanhado por abertura de capital, emissão de títulos de dívida privada (debêntures), profissionalização da gestão, mecanismos de governança e entrada de investidores institucionais nacionais e estrangeiros.

Considerações finais

O setor de saúde brasileiro cresceu e expandiu seus negócios com a formação de empresas líderes mais fortes e a centralização do capital. Em um período de crise na economia, continuou expandindo e atraindo investimentos.

Contudo, há muitas questões a serem entendidas e aprofundadas com base em pesquisas futuras. Primeiro, o banco de dados utilizado poderia ser complementado com alguns subsetores (por exemplo, máquinas e equipamentos, elos intermediários das cadeias de valor, distribuidores e atacadistas de medicamentos) e sua descontinuidade nos primeiros anos dificulta entender a evolução ao longo do tempo. Segundo, o estudo comparado dos subsetores deve ser aprofundado com a análise pontual de cada um dos subsetores^{34,37,38,39,40,41} e de estudos de caso. Terceiro, a análise de demonstrações financeiras tem importância limitada para analisar a financeirização diante do exposto em relatórios

de administração, de sustentabilidade e de outras informações para investidores: as estratégias de fusão e aquisição, a entrada de grandes investidores como acionistas ou sócios e diversas formas de institucionalizar uma gestão profissional^{19,22,28}.

A dimensão contábil, a despeito de tais limitações, permite uma análise do movimento agregado do setor e algumas de suas tendências relativamente ao conjunto da economia brasileira, além de apoiar com registros e indicadores as operações e fatos relevantes patrimoniais das empresas, necessários à melhor compreensão do complexo econômico da saúde.

Colaboradores

Ambos os autores participaram de todas as etapas de elaboração do artigo e aprovação da versão final.

Informações adicionais

ORCID: Lucas Salvador Andrietta (0000-0001-5848-611X); Artur Monte-Cardoso (0000-0001-9658-5899).

Agradecimentos

Os autores agradecem aos integrantes e colaboradores do Grupo de Pesquisa e Documentação sobre o Empresariamento da Saúde (GPDES) do Instituto de Estudos em Saúde Coletiva, Universidade Federal do Rio de Janeiro, pelo suporte à pesquisa e pela elaboração coletiva do Banco de Dados do Empresariamento da Saúde (BDES).

Referências

1. Marten R, McIntyre D, Travassos C, Shishkin S, Longde W, Reddy S, et al. An assessment of progress towards universal health coverage in Brazil, Russia, India, China, and South Africa (BRICS). *Lancet* 2014; 384:2164-71.
2. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Conta-satélite de saúde: 2010-2015. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística; 2017. (Contas Nacionais, 59).
3. Valor Setorial. Farmácias e drogarias. Valor Econômico: Análise Setorial 2014; Ed. Especial.
4. Valor Setorial. Saúde suplementar. Valor Econômico: Análise Setorial 2015; Ed. Especial.
5. Valor Setorial. Hospitais privados. Valor Econômico: Análise Setorial 2015; Ed. Especial.
6. Valor Setorial. Medicamentos genéricos. Valor Econômico: Análise Setorial 2016; Ed. Especial.
7. Valor Setorial. Medicina diagnóstica: laboratórios, hospitais e operadoras. Valor Econômico: Análise Setorial 2017; Ed. Especial.
8. Valor Setorial. Planos odontológicos. Valor Econômico: Análise Setorial 2017; Ed. Especial.
9. Valor Setorial. Indústria Farmacêutica. Valor Econômico: Análise Setorial 2017; Ed. Especial.
10. Hiratuka C, Rocha MAM, Sarti F. Mudanças recentes no setor privado de serviços de saúde no Brasil: internacionalização e financeirização. In: Gadelha P, Noronha JC, Dain S, Pereira TR, organizadores. *Brasil saúde amanhã: população, economia e gestão*. Rio de Janeiro: Editora Fiocruz; 2016. p. 189-220.
11. Bahia L, Scheffer M, Tavares LR, Braga IF. Das empresas médicas às seguradoras internacionais: mudanças no regime de acumulação e repercussões sobre o sistema de saúde no Brasil. *Cad Saúde Pública* 2016; 32 Suppl 2:e00154015.
12. Bahia L, Dal Poz M, Levcovitz E, Costa L, Mattos L, Andrietta L, et al. Financeirização do setor saúde no Brasil: desafios teóricos e metodológicos à investigação de empresas e grupos empresariais *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00004420.

13. Braga JCS. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: Fiori JL, Tavares MC, organizadores. Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Editora Vozes; 1997. p. 195-242.
14. Leher R. Commodification: a new problem in education. In: Leher R, Accioly I, editores. Commodifying education: theoretical and methodological aspects of financialization of education policies in Brazil. Roterdã: Sense Publishers; 2016. p. ix-xvii.
15. Lavinias L. The takeover of social policy by financialization: the Brazilian paradox. Nova York: Palgrave-Macmillan; 2017.
16. Sestelo J, Cardoso AM, Braga IF, Mattos LV, Andrietta LS. A financeirização das políticas sociais e da saúde no Brasil do século XXI: elementos para uma aproximação inicial. *Economia e Sociedade* 2017; 26(n.spe.):1097-126.
17. Chesnais F, organizador. A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã; 1998.
18. Prado E. Exame crítico da financeirização. *Crítica Marx* 2014; (39):13-34.
19. Serfati C. O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. In: Chesnais F, organizador. A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã; 1998. p. 141-81.
20. Hilferding R. El capital financiero. Madrid: Tecnos; 1973.
21. Braga JCS, Oliveira GC, Wolf PJW, Palludeto AWA, Deo SS. Por uma economia política da financeirização: teoria e evidências. *Economia e Sociedade* 2017; 26(n.spe.):829-56.
22. Mattos LV, Carvalho EMCL, Barbosa DVS, Bahia L. Financeirização, acumulação e mudanças patrimoniais em empresas e grupos econômicos do setor saúde no Brasil. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00175820.
23. Braga JCS, Oliveira GC. Dinâmica do capitalismo financeirizado e o sistema de saúde no Brasil: reflexões sob as sombras da pandemia de COVID-19. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00325020.
24. Stockhammer E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics* 2004; 28:719-41.
25. Lazonick W, O'Sullivan M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economia e Sociedade* 2000; 29:13-35.
26. Fonseca C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque Reflexão Contábil* 2016; 35:35-52.
27. Serfati C. Transnational corporations as financial groups. *Work Organisation, Labour & Globalisation* 2011; 5:10-38.
28. Höfig B. O capital acionário e sua necessidade: elementos para a compreensão do processo de financeirização da firma. *Economia e Sociedade* 2017; 26(n.spe.):929-58.
29. Correa MF, Lemos PM, Feijo C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. *Economia e Sociedade* 2017; 26(n.spe.):1127-48.
30. Monte-Cardoso A. Demonstrações financeiras. In: Lima J, organizador. Dicionário de empresas, grupos econômicos e financeirização na saúde. São Paulo: Hucitec Editora; 2019. p. 106-11.
31. Marion JC. Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial. São Paulo: Atlas; 2012.
32. Oreiro JL. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estud Av* 2017; 31:75-88.
33. Serrano F, Summa R. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014. *Nova Economia* 2016; 25 (n.esp.):803-33.
34. Monte-Cardoso A, Andrietta LS. Crescimento, centralização e financeirização de Serviço de Apoio Diagnóstico e Terapêutico (SADT) no Brasil: estudo de empresas selecionadas entre 2008 e 2016. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00220120.
35. Agência Nacional de Saúde Suplementar. Mapa assistencial da saúde suplementar 2018. Rio de Janeiro: Agência Nacional de Saúde Suplementar; 2019.
36. Andrietta LS. Acumulação de capital na saúde brasileira: estudo exploratório de empresas e setores selecionados (2008-2015) [Tese de Doutorado]. Campinas: Universidade Estadual de Campinas; 2019.
37. Mattos LV, Silva RM, Silva FRP, Luiza VL. Das farmácias comunitárias às grandes redes: provisão privada de medicamentos, sistema de saúde e financeirização no varejo farmacêutico brasileiro. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00085420.
38. Sestelo JAF, Tavares LR, Silva MSM. Planos e seguros de saúde: a financeirização das empresas e grupos econômicos controladores do esquema comercial privativo de assistência. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00075621.
39. Silva MSM, Travassos C. A dinâmica capitalista no setor hospitalar privado no Brasil entre 2009 e 2015. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00188721.
40. Turino F, Fernandes LEM, Soares GB, Castro GB, Salles SM, Zaganelli JC, et al. Seguindo o dinheiro: análise dos repasses financeiros do Município do Rio de Janeiro, Brasil, para as organizações sociais de saúde. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00350020.
41. Rodrigues PHA, Silva EDFC, Kiss C. Mudanças recentes e continuidade da dependência tecnológica e econômica na indústria farmacêutica no Brasil. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00104020.
42. Campana GA, Faro LB, Gonzalez CPO. Fatores competitivos de produção em medicina diagnóstica: da área técnica ao mercado. *J Bras Patol Med Lab (Online)* 2009; 45:295-303.

Abstract

The Brazilian health system is characterized by major participation by the private sector. In the current decade, companies working in health-related sectors have stood out in the corporate world due to the results and size of their financial operations. The study analyzed the companies' trajectory from the perspective of financialization, defined as the dissemination of a pattern of accumulation, characteristic of contemporary capitalism. The article aimed to analyze the expressions of financialization in the accounting-financial dimension of companies and corporate groups in the Brazilian health sector. The study describes the trajectory of accounting items and indicators from 2009 to 2015, based on an examination of financial statements from 43 companies in 5 subsectors (health plans, hospitals, retail pharmacies, pharmaceutical industry, and diagnostic and therapeutic support services). The results are analyzed in four categories: size, performance, indebtedness, and relevance of financial operations. The results were compared to the overall results for large and open-capital corporations in Brazil. The study reveals central aspects of financialization such as the sector's growth, the expansion of leading companies, and capital centralization, corroborating hypotheses concerning the concentration and centralization of capital. Other hypotheses, such as the relevant impacts of financial operations on revenues, were not confirmed. Finally, the evidence provided by a strictly accounting-based analysis suggests the need to incorporate other dimensions, especially such strategies as mergers, acquisitions, and other equity operations.

Private Sector; Health Systems; Health Economics

Resumen

El sistema de salud brasileño se caracteriza por la gran participación del sector privado. Durante la presente década, las empresas que actúan en sectores relacionados con la salud ganaron relevancia en el mundo corporativo por sus resultados y la magnitud de sus operaciones financieras. La trayectoria de las empresas fue analizada desde la óptica de la financiarización, entendida como la disseminación de un patrón de acumulación característico del capitalismo contemporáneo. El objetivo de este artículo es analizar las expresiones de la financiarización en la dimensión contable-financiera de las empresas y grupos económicos del sector de salud brasileño. El estudio describe la trayectoria de partidas presupuestarias e indicadores contables durante el periodo de 2009 a 2015, a partir de la recopilación de la información financiera de 43 empresas en cinco subsectores (planes de salud, hospitales, venta farmacéutica al por menor, industria farmacéutica y servicios de apoyo al diagnóstico y a la terapia). Los resultados son apreciados en cuatro categorías: porte, desempeño, endeudamiento y relevancia de aplicaciones financieras. Los resultados fueron comparados con el conjunto de grandes empresas y de empresas de capital abierto en Brasil. El estudio evidencia aspectos centrales de la financiarización, tales como el crecimiento del sector, la expansión de las empresas líderes y la centralización de capital, corroborando hipótesis vinculadas a la concentración y a la centralización de capital. Otras hipótesis, como la relevancia de las aplicaciones financieras en los ingresos, no fueron confirmados. Finalmente, los indicios proporcionados por un análisis estrictamente contable sugieren la necesidad de incorporar otras dimensiones al análisis, en particular, estrategias de fusiones, adquisiciones y otras operaciones patrimoniales.

Sector Privado; Sistemas de Salud; Economía de la Salud

Recebido em 14/Jan/2020

Versão final reapresentada em 13/Mai/2020

Aprovado em 03/Jun/2020