

**UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO**  
**PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**  
**GESTÃO EM SISTEMAS DE SAÚDE**

**Christiane Garrido Schwach**

**O DESAFIO DOS HOSPITAIS PRIVADOS NO ACESSO AO INVESTIMENTO  
ESTRANGEIRO: UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA E O DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO.**

São Paulo

2016

Christiane Garrido Schwach

**O DESAFIO DOS HOSPITAIS PRIVADOS NO ACESSO AO INVESTIMENTO  
ESTRANGEIRO: UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA E O DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO.**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração - Gestão em Sistemas de Saúde da Universidade Nove de Julho – UNINOVE, como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Administração - Gestão em Sistemas de Saúde**.

Orientadora: Profa. Dra. Sonia Francisca Monken de Assis

São Paulo

2016

## FICHA CATALOGRÁFICA

Schwach, Christiane Garrido.

O desafio dos hospitais privados no acesso ao investimento estrangeiro: uma análise da relação entre governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro. / Christiane Garrido Schwach. 2016.

96 f.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Nove de Julho - UNINOVE, São Paulo, 2016.

Orientador (a): Profa. Dra. Sonia Francisca Monken de Assis.

1. Investimento estrangeiro na saúde. 2. Governança corporativa. 3. Indicadores econômico-financeiros. 4 Escalonamento multidimensional.

I. Assis, Sonia Francisca Monken de.

II. Título.

CDU 658.616

CHRISTIANE GARRIDO SCHWACH

O DESAFIO DOS HOSPITAIS PRIVADOS NO ACESSO AO INVESTIMENTO  
ESTRANGEIRO: UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA E O DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em  
Administração - Gestão em Sistemas de Saúde da Universidade  
Nove de Julho - UNINOVE, como requisito parcial para obtenção  
do grau de Mestre em Administração - Gestão em Sistemas de  
Saúde.



---

Prof. Dra. Spina Francisco Mendes de Assis - Universidade Nove de Julho - UNINOVE



---

Prof. Dr. Renato Felles - Universidade Paulista - UNIP



---

Prof. Dr. Dirceu da Silva - Universidade Nove de Julho - UNINOVE

---

Prof. Dr. Paulo Rogério Gallo - Faculdade de Saúde Pública da Universidade de São Paulo -  
FSP-USP (Suplente)

---

Prof. Dr. Antonio Pires Barbosa - Universidade Nove de Julho - UNINOVE (Suplente)

São Paulo, 29 de novembro de 2016.

## **DEDICATÓRIA**

Dedico este trabalho a meus pais, que sempre apoiaram e incentivaram meus estudos. E aos meus filhos, Rafael e Carolina, minha grande motivação.

## **AGRADECIMENTO**

Agradeço a Deus por esta conquista, por ter me proporcionado saúde, motivação e dedicação para concluir esta pesquisa.

Agradeço a toda minha família, a meus pais Obdulio e Marly e aos meus irmãos Marcia e Ricardo, que me ajudaram muito nestes dois anos.

Agradeço a meus filhos, Carolina e Rafael, pela paciência e compreensão nos dias de ausência e nas horas de dedicação aos estudos.

Agradeço a todos os colegas de turma, pela amizade, ajuda e troca de experiências.

Agradeço a todos os professores do Programa de Mestrado Profissional em Administração – Gestão em Sistemas de Saúde.

Um especial agradecimento a minha Professora Orientadora Dra. Sonia Francisca Monken de Assis, pela paciência e persistência que contribuíram para meu crescimento pessoal, profissional e acadêmico.

## RESUMO

Com a abertura do mercado brasileiro de hospitais ao investimento estrangeiro direto, autorizada a partir de janeiro de 2015, um dos desafios dos hospitais privados e do mercado de saúde é entender o que os investidores buscarão nas instituições hospitalares para realizar os aportes financeiros. Algumas questões como, perspectivas macroeconômicas do mercado; potencial de crescimento do setor de saúde; conhecimento dos riscos; existência de hospitais atrativos disponíveis e Governança Corporativa (GC), são essenciais para a análise dos investidores. A necessidade de profissionalizar a gestão dos hospitais e formar profissionais mais qualificados, se deve ao fato das operações de fusões e aquisições na saúde, serem precedidas de profundo estudo de viabilidade econômico-financeira e avaliação do hospital que receberá o aporte. Desta maneira, a abertura ao capital estrangeiro traz novos conceitos ao setor da saúde, sobretudo quanto a necessidade de adequações nos atuais modelos de gestão, principalmente quanto as boas práticas de GC. Neste sentido, o objetivo deste trabalho é analisar o nível de aderência as práticas de GC nos hospitais da Associação Nacional dos Hospitais Privados (ANAHP) e seus indicadores de desempenho econômico-financeiros, que os tornam atraentes ao investimento estrangeiro. Ademais, elaborou-se a seguinte questão de pesquisa: **Qual é a relação entre os princípios de Governança Corporativa e os indicadores econômico-financeiros dos hospitais associados a ANAHP, dentro da ótica multidimensional.** Trata-se de um estudo de natureza exploratório, por meio de uma estratégia de pesquisa quase-experimental, classificada como *ex post facto*. Perante uma avaliação quantitativa a pesquisa adotou uma abordagem multivariada, por meio da análise descritiva, da técnica de escalonamento multidimensional (EMD) e da aplicação do modelo de agrupamentos. Verificou-se que, o agrupamento com maior percentual de hospitais aderentes as práticas de GC (75%), apresentou os melhores indicadores. Este resultado evidenciou uma relação positiva entre os indicadores de desempenho econômico-financeiros e as práticas de GC e ilustrou que, quanto maior a transparência das informações, melhor a análise econômico-financeira das instituições hospitalares que desejam buscar o investimento estrangeiro.

**Palavras-chave:** Investimento estrangeiro na saúde, Governança Corporativa, Indicadores econômico-financeiros, Escalonamento multidimensional.

## ABSTRACT

With the opening of the Brazilian market of hospitals for foreign direct investment, authorized from January 2015, some challenges of the private hospitals and the healthcare market is to understand what the investors seek in hospitals to make financial contributions. Some issues as macroeconomic outlook of the market; growth potential of the health sector; knowledge of the risks; existence of attractive hospitals available and Corporate Governance (CG), are essential for the analysis of investors. The need to professionalize the management of hospitals and train more qualified professionals is because, of mergers and acquisitions in health operations, be preceded by a thorough study of economic and financial viability and the assessment of the hospital that will receive the contribution. In this way, openness to foreign capital, brings new concepts to the health sector, particularly as the need for adjustments in current management models, mainly as good CG practices. In this sense, the objective of this study is to analyze the CG practices grip level in hospitals of the National Association of the Private Hospitals (ANAHP), and its indicators of economic and financial performance, which make them attractive to foreign investment. In addition, it elaborated the following research question: What is the relationship between the principles of corporate governance and financial indicators of the hospitals associated with ANAHP within the multidimensional perspective. The methodology is a study of exploratory nature, using a nearly-experimental research strategy, classified as *ex post facto*. Given a quantitative assessment the research has a multivariate approach, using descriptive analysis, multidimensional scaling (MDS) and application of cluster model. It was found that the group with the highest percentage of member hospitals CG (75%) showed better indicators. This result showed a positive relationship between the economic and financial performance indicators and CG practices and illustrated that the greater transparency of information, the better the economic and financial analysis of hospitals who wish to seek foreign investment.

**Keywords:** Foreign investment in health, Corporate Governance, Economic and financial indicators, Multidimensional scaling.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

|        |  |
|--------|--|
| ALSCAL | ALTERNATING LEAST SQUARES SCALING                              |
| AMCHAM | AMERICAN CHAMBER OF COMMERCE FOR BRAZIL                        |
| ANAHP  | ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE HOSPITAIS PRIVADOS                      |
| ANS    | AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR                          |
| CID    | CLASSIFICAÇÃO INTERNACIONAL DAS DOENÇAS                        |
| CNAS   | CONSELHO NACIONAL DE ASSISTÊNCIA SOCIAL                        |
| CNES   | CADASTRO NACIONAL DE ESTABELECIMENTOS DE SAÚDE                 |
| CPC    | COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS                            |
| CVM    | COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS                                |
| DRE    | DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO                         |
| EBITDA | EARNINGS BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION AND AMORTIZATION |
| EMD    | ESCALONAMENTO MULTIDIMENSIONAL                                 |
| ES     | ECONOMIA EM SAÚDE  |
| EUA    | ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA                                      |
| FCD    | FLUXO DE CAIXA DESCONTADO                                      |
| FCO    | FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL                                     |
| GC     | GOVERNANÇA CORPORATIVA   |
| GCS    | GOVERNANÇA CORPORATIVA EM SAÚDE                                |
| IBGC   | INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA                 |
| IBGE   | INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA                |
| IED    | INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO                                |
| IPEA   | INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA                       |
| IPO    | INITIAL PUBLIC OFFERING  |
| LAJIDA | LUCRO ANTES DOS JUROS, IMPOSTOS, DEPRECIÇÃO E AMORTIZAÇÃO      |
| MEb    | MARGEM EBITDA  |
| ML     | MARGEM LÍQUIDA   |
| OECD   | ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT         |
| OMC    | ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DO COMÉRCIO                                |
| OMS    | ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DE SAÚDE                                   |

|       |  |
|-------|--|
| ONG   | ORGANIZAÇÃO NÃO GOVERNAMENTAL  |
| PIB   | PRODUTO INTERNO BRUTO  |
| ROE   | RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO                                       |
| ROI   | RETORNO SOBRE O INVESTIMENTO   |
| SADT  | SERVIÇOS AUXILIARES DE DIAGNÓSTICO E TRATAMENTO DE<br>MÉDIA COMPLEXIDADE |
| SIPAC | SISTEMA INTEGRADO DE PROCEDIMENTOS DE ALTA<br>COMPLEXIDADE               |
| SOX   | SARBANES-OXLEY   |
| SPSS  | STATISTICAL PACKAGE FOR THE SOCIAL SCIENCES                              |
| SUS   | SISTEMA ÚNICO DE SAÚDE   |
| USITC | UNITED STATES INTERNATIONAL TRADE COMMISSION                             |
| UTI   | UNIDADE DE TERAPIA INTENSIVA   |

## LISTA DE FIGURAS

|           |  |    |
|-----------|--|----|
| FIGURA 1  | O que os investidores estrangeiros buscam no mercado de saúde brasileiro.....              | 18 |
| FIGURA 2  | Modos de oferta no comércio internacional de serviços de saúde.....                        | 34 |
| FIGURA 3  | Pilares da Governança Corporativa.....   | 39 |
| FIGURA 4  | Benefícios e fatores inibidores da Governança Corporativa.....                             | 41 |
| FIGURA 5  | Princípios e boas práticas de Governança Corporativa .....                                 | 43 |
| FIGURA 6  | Triapé da análise de balanços.....   | 51 |
| FIGURA 7  | Fórmula de cálculo e definição dos indicadores de rentabilidade econômico-financeiros..... | 53 |
| FIGURA 8  | Fluxo de atividades do projeto de pesquisa.....  | 58 |
| FIGURA 9  | Delineamento de pesquisa.....  | 59 |
| FIGURA 10 | Construtos, pilares e pressupostos.....  | 60 |
| FIGURA 11 | Ilustração gráfica da aderência as práticas de GC nos hospitais da ANAHP .....             | 66 |
| FIGURA 12 | Análise comparativa do Retorno sobre o investimento – ROI .....                            | 69 |
| FIGURA 13 | Análise comparativa do Retorno sobre o patrimônio líquido – ROE .....                      | 70 |
| FIGURA 14 | Análise comparativa da Margem Líquida .....  | 71 |
| FIGURA 15 | Análise comparativa da Margem Ebitda .....   | 72 |
| FIGURA 16 | Análise comparativa do EBITDA .....  | 72 |
| FIGURA 17 | Mapa Perceptual entre os 20 hospitais da ANAHP segundo as variáveis preditoras .....       | 18 |
| FIGURA 18 | Características e semelhanças dos hospitais – Agrupamento 1 .....                          | 75 |
| FIGURA 19 | Características e semelhanças dos hospitais – Agrupamento 2 .....                          | 76 |
| FIGURA 20 | Características e semelhanças dos hospitais – Agrupamento 3 .....                          | 77 |

## LISTA DE TABELAS

|          |   |    |
|----------|---|----|
| TABELA 1 | Características dos hospitais da amostra .....  | 65 |
| TABELA 2 | Nível de aderência as práticas de Governança Corporativa .....                        | 66 |
| TABELA 3 | Informações financeiras para cálculo do EBITDA .....                                  | 67 |
| TABELA 4 | Informações financeiras – Ano base 2014 .....   | 68 |
| TABELA 5 | Indicadores de Rentabilidade .....  | 69 |
| TABELA 6 | Testes de avaliação da qualidade de ajuste do modelo EMD pelo<br>método ALSICAL ..... | 73 |
| TABELA 7 | Estatísticas descritivas – Agrupamento 1 .....  | 75 |
| TABELA 8 | Estatísticas descritivas – Agrupamento 2 .....  | 76 |
| TABELA 9 | Estatísticas descritivas – Agrupamento 3 .....  | 76 |

## SUMÁRIO

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| <b>1</b> | <b>INTRODUÇÃO.....</b>                                | <b>15</b> |
| 1.1      | Apresentação .....                                    | 16        |
| 1.2      | PROBLEMA DE PESQUISA .....                            | 17        |
| 1.3      | Questão de Pesquisa .....                             | 20        |
| 1.4      | OBJETIVOS .....                                       | 21        |
| 1.4.1    | Geral .....   | 21        |
| 1.4.2    | Específicos .....                                     | 21        |
| 1.5      | JUSTIFICATIVA PARA ESTUDO DO TEMA .....               | 21        |
| 1.6      | ESTRUTURA DO TRABALHO.....                            | 22        |
| <b>2</b> | <b>REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>                       | <b>23</b> |
| 2.1      | O Sistema de Saúde Brasileiro.....                    | 23        |
| 2.1.1    | Os Serviços de Saúde e os Hospitais .....             | 24        |
| 2.1.2    | O Setor econômico da Saúde .....                      | 26        |
| 2.1.3    | Regulação do Mercado de Saúde .....                   | 29        |
| 2.1.4    | Investimento Estrangeiro Direto na Saúde .....        | 32        |
| 2.2      | Governança Corporativa .....                          | 37        |
| 2.2.1    | Conceitos .....                                       | 37        |
| 2.2.2    | Histórico .....                                       | 44        |
| 2.2.3    | Governança Corporativa em Hospitais .....             | 46        |
| 2.3      | Desempenho Econômico-financeiro .....                 | 49        |
| 2.3.1    | Demonstrações financeiras e análise de balanços ..... | 50        |
| 2.3.2    | Indicadores econômico-financeiros .....               | 51        |
| <b>3</b> | <b>PROCEDIMENTO METODOLÓGICO .....</b>                | <b>57</b> |
| 3.1      | Delineamento da pesquisa .....                        | 59        |
| 3.1.1    | Construtos e pressupostos da pesquisa .....           | 60        |
| 3.2      | Procedimentos de coleta de dados .....                | 61        |
| 3.2.1    | Definição da amostra .....                            | 61        |
| 3.2.2    | Variáveis investigadas .....                          | 61        |
| 3.3      | Procedimentos de análise de dados .....               | 62        |
| 3.4      | Limitações do método .....                            | 64        |

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>4</b> | <b>RESULTADOS DA PESQUISA .....</b>                                | <b>65</b> |
| 4.1      | Resultado da aderência as práticas de Governança Corporativa ..... | 65        |
| 4.2      | Resultado do desempenho econômico-financeiro .....                 | 67        |
| 4.3      | Interpretação dos resultados .....                                 | 69        |
| 4.4      | Modelo de agrupamento dos hospitais .....                          | 72        |
| 4.5      | Discussão dos Resultados .....                                     | 75        |
| <b>5</b> | <b>CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONTRIBUIÇÕES PARA PRÁTICA .....</b>     | <b>80</b> |
| 5.1      | Limitações e sugestões de pesquisas futuras .....                  | 82        |
|          | <b>REFERÊNCIAS.....</b>  | <b>84</b> |

## 1 INTRODUÇÃO

A divulgação do crescimento do gasto global na saúde, nos países em desenvolvimento, de acordo com o Relatório da Comissão Americana de Comércio de Serviços Internacional (USITC, 2013), revelou que o Brasil teve um gasto total de US\$ 193 bilhões de 2006 a 2010, com uma evolução de 20,24%, sendo que, no mesmo período, os gastos privados corresponderam a US\$ 102 bilhões, com crescimento de 17,39%. A China apresentou um gasto total de US\$ 300,6 bilhões e gasto privado de US\$ 139,5 bilhões com evolução de 25% e 17% respectivamente. Por outro lado, alguns países da Europa, como Alemanha, Itália, França e Reino Unido tiveram queda no gasto global da saúde (Sá, Barros, Vieira & Paiva, 2015).

Este panorama torna o Brasil e outros países em desenvolvimento, alvos atrativos para investidores estrangeiros, pois a redução das margens de lucro nos mercados de países desenvolvidos, especialmente o norte-americano, têm influenciado os investidores estrangeiros a buscarem mercados emergentes, que possuam uma classe média crescente, com expansão na cobertura de seguros e crescimento da incidência de doenças crônicas. Consequentemente, espera-se que a abertura ao capital estrangeiro aumente o volume de transações internacionais e traga oportunidades de crescimento para o sistema de saúde (Sá *et al.*, 2015).

Entretanto, de acordo com analistas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), a crise econômica do Brasil assustou os investidores estrangeiros que corriam ao país entre 2006 e 2011 para iniciar novos negócios. O investimento estrangeiro direto (IED) caiu de US\$ 101 bilhões em 2011 para US\$ 75 bilhões em 2015 (Oliveira & Benedito, 2016). Mesmo assim, o Brasil foi classificado em sexto lugar no ranking mundial, pela consultoria internacional *A.T. Kearney 2015*, em índice de confiança de Investimento Estrangeiro Direto, que analisa como as mudanças políticas, econômicas e regulatórias terão impacto no IED (Soliani, 2016).

Neste cenário, pesquisadores do IPEA observaram que os investidores estrangeiros estão à procura de alcançar melhores preços no Brasil, após o enfraquecimento do real em quase 50% nos últimos três anos (Oliveira & Benedito, 2016). Ainda de acordo com os autores, os serviços de saúde representam um setor com potencial para atrair IED, pois este é um mercado que está se expandindo apesar da crise.

## 1.1 Apresentação

Desde a criação do Sistema Único de Saúde [SUS] em 1988, conforme artigo nº 199, parágrafo terceiro da Constituição Federal do Brasil (1988), era vedada a participação de investimento estrangeiro de forma direta no setor da saúde. Porém, a partir de 19 de janeiro de 2015, após ser sancionada a lei federal nº 13097, foi autorizada a abertura do mercado brasileiro de hospitais, ao investimento estrangeiro direto.

De acordo com o ex-presidente da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), a abertura do setor de saúde ao capital externo é importante para o país, pois no Brasil há necessidade de investimentos de R\$ 7 bilhões para suprir a carência de 14 mil leitos nos hospitais (Longo, 2015).

A carência de leitos hospitalares encontra-se tanto em hospitais públicos como privados. De acordo com dados apresentados pelo Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde [CNES] (2016), há no Brasil o total de 496.006 leitos hospitalares, incluídos os leitos complementares, distribuídos em 6.634 hospitais, o que representa em média 74 leitos/hospital.

O percentual de ocupação dos leitos nos hospitais privados, em 2015, chegou a 77% o que indica uma demanda crescente e a necessidade de modernizar e ampliar suas instalações. O Brasil é um dos poucos países do mundo onde o financiamento do setor privado (53%) é maior do que o do setor público (47%), o que reflete a necessidade de investimentos no setor, como afirma a Associação Nacional dos Hospitais Privados [ANAHP] (2015).

Com a carência de infraestrutura no setor, muitos países vêm adotando políticas para atrair investimento estrangeiro para a saúde, pois os governos acreditam ser uma oportunidade de transferência de tecnologia, para melhorar a qualidade, a eficiência e o rol de serviços de saúde (Sá *et al.*, 2015). Entende-se por eficiência, o princípio onde os melhores efeitos econômicos (produtos) são alcançados com os menores sacrifícios (insumos) (Martic, Novakovic & Baggia, 2009).

Neste contexto, revelou-se que, empresas estrangeiras têm estudado há mais de uma década o mercado de serviços de saúde brasileiro, porém, a legislação proibia a participação na prestação de serviços, dificultando a entrada do capital. Empresários do setor, têm se mostrado favoráveis à nova legislação, o que demonstra perspectivas positivas com relação ao interesse das empresas transnacionais de saúde no Brasil. Desde o início de 2015, a prospecção de

mercado e o interesse, tem se voltado para as regiões Sul e Sudeste, consideradas as mais ricas e repletas de profissionais e, de oferta de serviços do país (Filippon, 2015).

Em pesquisa realizada por Alsan, Bloom e Canning (2006), no mercado de saúde e em outros serviços, evidenciou-se que os indicadores de expectativa de vida da população e a pirâmide etária, influenciam diretamente o interesse do capital externo em investir ou não em determinado país. Os pesquisadores analisaram 74 países de média e baixa renda, e concluíram que a soma de 1 ano na expectativa de vida geral da população, pode impulsionar o investimento estrangeiro em 9% em valores absolutos. O Investimento Estrangeiro Direto (IED) busca, além de prováveis margens de lucro, mão de obra longa e de baixo custo.

## **1.2 Problema de Pesquisa**

A abertura ao capital estrangeiro criou oportunidades para hospitais com fins lucrativos e também para as instituições filantrópicas. Apesar destas instituições não possuírem fins lucrativos, vislumbra-se a possibilidade de transformar uma das unidades do hospital filantrópico, em uma sociedade com fins lucrativos e, desta forma, poder receber o aporte (Nunes, 2015).

Por outro lado, os investidores estrangeiros têm sido muito cautelosos em relação à sua entrada no setor hospitalar, em virtude da complexidade do setor, pelos diferentes tipos de relacionamentos existentes, entre os diversos agentes e *stakeholders* envolvidos, pelo tempo de maturação e também pelo fato da atividade hospitalar ter uma ótica dissociada de temas relativos à lucratividade e a rentabilidade (Velo & Malik, 2010).

As dúvidas que surgem, quando da abertura do mercado de saúde ao investimento estrangeiro, é entender o que os investidores buscarão nas instituições hospitalares para realizar os aportes. De acordo com Francis (2015), diretora da consultoria americana McKinsey&Co, há questões fundamentais que os investidores verificam antes de iniciar uma negociação, como mostra a Figura 1.



**Figura 1: O que os investidores estrangeiros buscam no mercado de saúde brasileiro.**

Fonte: Adaptado de Francis (2015). O mercado de saúde e o Capital Estrangeiro. *Revista melhores práticas em Saúde, Qualidade e Acreditação*.

Quanto as perspectivas macroeconômicas do setor da saúde, vale ressaltar que o Brasil tem o terceiro maior mercado privado de saúde do mundo. De acordo com a Organização Mundial da Saúde (OMS, 2005), em 2025 seremos a sexta população do mundo com o maior número de idosos. O potencial de crescimento do setor é demonstrado pelo aumento da expectativa de vida ao nascer no Brasil, que era de 69,8 anos em 2000, e será de 81,2 anos em 2060. Esse gradativo envelhecimento alterou o perfil da população e, conseqüentemente, suas necessidades em saúde, como divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2013).

A perspectiva do aumento do número de idosos nos próximos 20 anos e o aumento da incidência de doenças crônicas, colaboram para o crescimento da demanda por serviços de saúde e, a complexidade dos casos atendidos, contribuem para o crescimento do setor hospitalar, esclarece a ANAHP (2015). Além disso, ressalta-se o déficit de 13,7 mil leitos constatados até 2016 (Francis, 2015).

O grupo de pessoas acima de 60 anos representa no Brasil cerca de 9,4% da população, proporção relativamente menor do que a média dos países da América Latina, que é de 10% (Jaspers, 2010). Contudo, estima-se que a participação da população idosa alcance no país 17% em 2030 e 25% em 2050. Em toda a América Latina o processo de envelhecimento apresenta

uma taxa de crescimento acelerada, aproximadamente 2,3% ao ano e, uma profunda demanda por serviços de saúde, com impactos diretos sobre os gastos com serviços de saúde (Carret, Fassa, & Kawachi, 2007).

Sob o ponto de vista dos investidores, estes números são atrativos, pois mostram uma demanda crescente, que vêm ao encontro das expectativas de quem pretende investir no país (Francis, 2015; Sachs, 2015).

Outros fatores avaliados pelos investidores, segundo a McKinsey&Co, são: a alta inflação médica, os custos mais baixos no Brasil e o baixo risco regulatório, se comparado a mercados mais desenvolvidos, e a regulamentação voltada aos pagadores e não aos hospitais. Para os investidores, os principais riscos apontados encontram-se na negociação com os planos de saúde, a concorrência, a intervenção governamental e o corpo clínico (Francis, 2015).

Por outro lado, o principal ponto levantado pelos investidores estrangeiros, na análise de um possível alvo para investimento, é a boa Governança Corporativa existente nos hospitais (Francis, 2015).

Embora a GC seja a base para a capacitação de hospitais privados ao aporte de capital, há que se ter um grande caminho a percorrer, diante do que já se avançou nos demais setores da saúde (Balestrin, 2015).

Neste sentido, observa-se uma preocupação do setor quanto a necessidade de profissionalizar a gestão dos hospitais e formar profissionais mais qualificados. Isto se deve ao fato, das operações de fusões e aquisições na saúde, serem precedidas de profundo estudo de viabilidade econômico-financeira e avaliação do hospital que receberá o aporte (Costa, 2015).

Na avaliação de um hospital, busca-se estimar o valor potencial que a organização possui em função da expectativa de geração de resultados futuros (Martelanc, Passin & Pereira, 2010).

Há diversas abordagens de avaliação, com inúmeros níveis de sofisticação. Uma delas é o fluxo de caixa descontado (FCD), este método baseia-se no pressuposto de que o valor de uma empresa é determinado pelo valor presente dos seus fluxos de caixa projetados, descontados a uma taxa de risco do negócio (Damodaran, 2007).

Um outro parâmetro para medir o valor do negócio de saúde é o EBITDA (Lucro antes de juros, impostos, amortização e depreciações), no caso de hospitais, a sugestão é multiplicar de oito a dez vezes o EBITDA (Costa, 2015).

O EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), também conhecido como LAJIDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização), é um dos principais indicadores de fluxo de caixa utilizados por analistas financeiros para fins de avaliação de empresas, o chamado *valuation* (Macedo, Machado, Murcia & Machado, 2012).

Para análise do desempenho econômico-financeiro, além do EBITDA, também serão utilizados neste estudo os seguintes indicadores: Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE); Retorno sobre o Investimento (ROI); Margem Líquida (ML); Margem Ebitda (MEb).

O ROE (*Return on Equity*) mede o resultado auferido pelos proprietários da empresa (Martins, 2005). Outro indicador é o ROI (*Return on Investment*) utilizado para medir a eficiência da administração na geração de lucros a partir de seus ativos (Martins, 2005). A Margem Líquida é a divisão do resultado líquido pela receita líquida e a Margem Ebitda é a divisão do EBITDA pela receita líquida (Assaf Neto, 2003; Kaplan, 1989).

A utilização de indicadores na análise econômico-financeira de hospitais, se torna necessária, para se estabelecer padrões e critérios de qualidade (Rooney & Ostenberg, 1999).

### 1.3 Questão de Pesquisa

Os pesquisadores Catapan e Colauto (2014) analisaram a existência da relação entre a GC e o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2010-2012. Os autores concluíram que, quanto maior o nível de divulgação e informações, maior o valor de mercado das empresas, além disso observaram a existência de uma relação entre GC e o retorno sobre os ativos.

Neste contexto, o presente estudo buscou analisar a relação entre a GC e o desempenho econômico-financeiro dos hospitais associados a ANAHP. Estes hospitais possuem acreditação hospitalar, que atestam seu padrão de qualidade, são hospitais privados com ou sem fins lucrativos, cujo faturamento bruto advém de planos de medicina suplementar e de pacientes particulares, na proporção de 60% ou mais (ANAHP, 2015).

Este grupo de hospitais, são considerados de excelência e prováveis alvos para investidores estrangeiros, já que respondem por 40% das despesas hospitalares do país e obtiveram receita de R\$ 22 bilhões em 2015 (Balestrin, 2016).

Diante desse panorama, surge então a questão de pesquisa a qual o estudo pretende responder: **Qual é a relação entre os princípios de governança corporativa e os indicadores econômico-financeiros dos hospitais associados a ANAHP, sob a ótica multidimensional?**

## **1.4 Objetivos**

### **1.4.1 Geral**

O objetivo deste trabalho é analisar os hospitais da ANAHP, quanto a aderência aos critérios de GC e aos seus indicadores de desempenho econômico-financeiros, que os tornam atraentes ao investimento estrangeiro.

### **1.4.2 Específicos**

- Identificar e classificar os hospitais associados a ANAHP pelo nível de aderência às práticas de GC;
- Identificar as informações financeiras e calcular a rentabilidade dos hospitais associados a ANAHP, por meio dos indicadores econômico-financeiros;
- Identificar as possíveis semelhanças dos hospitais da ANAHP, considerando a relação entre a GC e os indicadores econômico-financeiros.

## **1.5 Justificativa para estudo do tema**

O cenário atual do mercado da saúde, revela a preocupação dos profissionais e gestores de saúde quanto a necessidade de leitos hospitalares. Por outro lado, esta carência demonstra o grande potencial deste mercado para o investimento estrangeiro. Para Cechin (2015), diretor-executivo da Federação Nacional da Saúde Suplementar [FENASAÚDE], o número médio de leitos por hospitais no Brasil é muito menor do que em outros países.

Conforme dados do CNES, em 2012 o número de leitos hospitalares no Brasil, era de 2,35 para cada mil habitantes. No mesmo período, o Banco Mundial divulgou informações de diversos países, por exemplo: Japão e Alemanha tem média de 13,7 e 8,2 leitos por mil habitantes, respectivamente. Nos Estados Unidos a média é de 3 leitos e na Argentina, 4,7 leitos para cada mil habitantes. O índice recomendado pela OMS (2012) é de 3 a 5 leitos para cada mil habitantes.

O crescimento em escala é muito importante no setor hospitalar para reduzir os custos e acumular experiência, o que é fundamental na área de atenção à saúde. A abertura do mercado é positiva para a concorrência, pois incentiva os hospitais a competir para oferecer melhores serviços aos consumidores (Cechin, 2015).

Justifica-se o estudo do tema, pela importância socioeconômica do mercado de saúde brasileiro, além disso, a mudança da lei tem gerado diversas dúvidas e debates sobre o capital estrangeiro nos serviços de saúde.

Há diversas discussões contra e a favor ao IED. Um argumento de defesa é que a abertura ao investimento estrangeiro regulamentaria a Lei nº 9656/1998, promovendo maior competição entre os provedores de saúde e consequente aumento na oferta de serviços, a preços mais baixos. Posições contrárias afirmam que, a liberalização de serviços necessários à população, como a saúde, sem uma efetiva regulamentação do Estado, poderá comprometer a manutenção da qualidade, a proteção ao consumidor e, inclusive, gerar o monopólio (Filippon, 2015).

Neste cenário de debates, o presente estudo pretende abordar os desafios dos hospitais privados diante da abertura ao investimento estrangeiro, bem como analisar a relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro por meio da utilização da técnica de escalonamento multidimensional, de modo a identificar possíveis semelhanças entre as instituições, considerando o modelo de agrupamento de hospitais.

## **1.6 Estrutura do trabalho**

Além do capítulo 1 que introduz a presente dissertação, a estrutura deste estudo será apresentada da seguinte maneira:

Capítulo 2: Referencial teórico - Esse capítulo apresenta a fundamentação teórica necessária para o desenvolvimento e entendimento do estudo, fortalecendo os três pilares teóricos sobre o Mercado de Saúde Hospitalar, a saber:

- Sistema de Saúde Brasileiro: Serviços de Saúde Hospitalar, Regulação do Mercado de Saúde, Setor Econômico da Saúde e Investimento Estrangeiro Direto na Saúde;
- Governança Corporativa: Conceitos, Histórico, Governança na Saúde;
- Desempenho econômico-financeiro: Demonstrações financeiras e Indicadores econômico-financeiros

Capítulo 3: Procedimento Metodológico. Esse capítulo apresenta o método, a definição da amostra, os procedimentos de coleta de dados e procedimentos de análise de dados.

Capítulo 4: Resultados da Pesquisa e discussão dos resultados

Capítulo 5: Considerações finais e contribuições para a prática

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 O Sistema de Saúde Brasileiro

O sistema de saúde brasileiro é formado por uma expressiva rede de prestadores e compradores de serviços, que exercem considerável concorrência no mercado, ocasionando uma combinação público-privada, financiada sobretudo por recursos públicos. O sistema de saúde possui três subsetores: (i) o subsetor público, onde os serviços são financiados pelo Estado, nos níveis federal, estadual e municipal, incluindo os serviços de saúde militares; (ii) o subsetor privado (com ou sem fins lucrativos), no qual os serviços são financiados de maneiras diversas, com recursos públicos ou privados; (iii) o subsetor de saúde suplementar, com diferentes tipos de apólices de seguro e planos privados de saúde. Os participantes do sistema público e privado são distintos, todavia encontram-se vinculados, desta forma a população pode utilizar os serviços de todos os três subsetores, de acordo com a facilidade de acesso ou de sua capacidade de pagamento (Paim, Travassos, Almeida, Bahia & Macinko, 2012).

O financiamento do Sistema Único de Saúde [SUS] tem como fontes de recursos, as receitas estatais e as contribuições sociais dos orçamentos federal, estadual e municipal. As demais fontes de financiamento privadas são provenientes de gastos por desembolso direto e aqueles realizados por empregadores (Paim *et al.*, 2012).

O sistema de saúde privado trabalha em paralelo ao sistema público, que representa todo o conjunto de instituições privadas, com ou sem fins lucrativos, oferecendo vários tipos de serviços, que também se encontram disponíveis na rede pública, sendo suplementar ao sistema público, e não complementar, como verifica-se na maior parte dos países que optam por um sistema misto (Ugá & Porto, 2008).

O subsistema privado de saúde se justapõe com o setor público, ao oferecer serviços terceirizados pelo SUS, serviços ambulatoriais e hospitalares, pagos por desembolso direto, medicamentos, planos e seguros de saúde privados. Parte dessa oferta é financiada pelo SUS e o remanescente, por fontes privadas. A demanda por planos e seguros de saúde privados tem origem principalmente de vínculo empregatício, entre empresas públicas e privadas que oferecem tais benefícios a seus funcionários (Bahia & Scheffer, 2010).

Ressalta-se o fato do segmento privado ser formado por três atores inter-relacionados. São eles: i) os consumidores, também conhecidos como usuários, ou pacientes; ii) as operadoras dos planos privados de assistência à saúde, as seguradoras especializadas em saúde, que

assumem o papel de intermediários e compradores dos serviços de saúde prestados aos seus associados; e iii) os prestadores de serviço de saúde, nos quais se situam as organizações hospitalares privadas (Bahia & Di Giovanni, 2001).

No Brasil, pouco mais de 25% da população tem acesso aos serviços de saúde por intermédio de planos privados ou financiamento direto dos indivíduos (Andrade & Rodrigues, 2013; ANS, 2015). O sistema de saúde privado ou Sistema de Saúde Suplementar, abrange todos os serviços de assistência médica, financiados pela iniciativa privada, por meio de pré-pagamento, desembolso direto ou reembolso, correspondendo a 57% dos gastos em saúde no país. Contempla cerca de 50 milhões de beneficiários, excluindo-se os planos exclusivamente odontológicos, em sete grupos de empresas, com destaque para as modalidades de Medicina de Grupo, Cooperativas Médicas, Autogestão, Filantropia e Seguradora especializada em saúde (ANS, 2015).

### **2.1.1 Os Serviços de Saúde e os Hospitais**

As organizações hospitalares são destinadas ao diagnóstico e tratamento de doentes, construídas e planejadas com devida orientação técnica; de porte grande ou pequena; com custos elevados ou reduzidos, e para atender pacientes de todas as classes sociais. Os hospitais são organizações muito complexas, não somente pela relevância de sua missão, mas sobretudo, por possuir uma equipe multidisciplinar com elevado grau de autonomia, para prestar assistência à saúde de maneira preventiva, curativa e reabilitadora, a pacientes em regime de internação, com o uso de tecnologias de ponta. Constituiu-se, ainda, num espaço de práticas de ensino, aprendizagem e produção científica (Almeida, 1983; Azevedo, 1995).

Os hospitais modernos, são complexas organizações que prestam uma grande diversidade de serviços, tais como: lavanderia, hotelaria, vigilância, nutricionistas, restaurantes, serviços de clínica, laboratório, farmácia, serviços de limpeza e outros, tudo isso para atender ao usuário. Essas organizações são responsáveis pelo tratamento, diagnóstico, acompanhamento e recuperação de pessoas (Celestino 2002; Smet, 2002; Yereli 2009).

Os hospitais são as engrenagens principais do sistema de prestação de serviços de saúde. Pois além de serem responsáveis por todas as internações, oferecem diversos atendimentos ambulatoriais, empregando 56% de todos os profissionais de saúde, consumindo 70% dos gastos públicos e 67% do gasto total com a saúde (La Forgia & Couttolenc, 2009).

Os hospitais podem ser classificados quanto à administração e quanto ao objetivo financeiro, como: hospitais públicos; hospitais privados com finalidade lucrativa e hospitais filantrópicos, estes são entidades portadoras do “Certificado de Entidade Beneficente de Assistência Social”, concedido pelo Conselho Nacional de Assistência Social [CNAS]. Para obtenção deste certificado são exigidas várias condições, previstas pelo Decreto 4.327/2002, entre elas, a necessidade da destinação de no mínimo 60% de ocupação e prestação de serviços ao SUS, e em caso de impossibilidade de alocação de 60% de internações, a entidade pode aplicar um percentual de receita bruta em gratuidade, que pode variar entre 20% a 5%, dependendo do efetivo percentual de atendimento ao SUS. Este certificado permite obter recursos financeiros, referente as prestações de serviços ao SUS e isenções tributárias (Portela *et al.*, 2004). De acordo com o Cadastro Nacional de Estabelecimento de Saúde (CNES, 2016), o Brasil possui 713 hospitais filantrópicos.

Segundo pesquisadores do tema, sob a denominação de hospitais filantrópicos, encontram-se diversos tipos de instituições, desde as tradicionais Santas Casas de Misericórdia até instituições supostamente lucrativas, que, por meio dos mais diversos artifícios, adquirem a natureza jurídica de filantrópicas (Barbosa, 2003).

Nos hospitais públicos, a principal característica é o convênio com o Sistema Único de Saúde (SUS). A maior parte de seus recursos é proveniente do orçamento público, o qual depende diretamente de arrecadação. Os hospitais públicos integram o patrimônio da União, do Estado, dos Municípios e do Distrito Federal, ou seja, equivalem a pessoas jurídicas de direito público (Decreto nº 76973, 1975). Na esfera pública, o Brasil conta com 1.997 hospitais. O gestor do hospital público cumpre as determinações da política pública de saúde, estabelecida pelo Conselho de Saúde, o qual é formado por representantes de três setores – os usuários, os trabalhadores e os administradores, que buscam priorizar seus objetivos de atuação, e os serviços de saúde, de forma a harmonizar os conflitos sociais (Calvo, 2002).

Os hospitais privados com finalidade lucrativa, constituem o patrimônio de uma pessoa, seja ela física ou jurídica de direito privado, que não seja instituída pelo poder público (Decreto nº 76973, 1975). Segundo dados do CNES (2016), são 4.657 hospitais privados no Brasil.

No que tange ao tipo, o hospital pode ser classificado em hospital geral, (5.056 hospitais) destinado à prestação de atendimento nas especialidades básicas ou outras especialidades médicas, deve dispor de Serviços Auxiliares de Diagnóstico e Tratamento (SADT) de média

complexidade, podendo ou não ter Sistema Integrado de Procedimentos de Alta Complexidade (SIPAC). Já os hospitais especializados (1.022 hospitais) são destinados à prestação de assistência à saúde em uma única especialidade e geralmente são de referência regional ou estadual (CNES, 2016).

No que diz respeito ao tamanho, os hospitais brasileiros são classificados por porte, de acordo com o número de leitos, como pequenos (1 a 49 leitos), médios (50 a 149), grandes (150 a 499) e especiais (acima de 500 leitos) (CNES, 2012).

### **2.1.2 O Setor econômico da Saúde**

A atividade de assistência médico-hospitalar demanda altos investimentos em infraestrutura, capital humano e tecnologia de ponta. Tem como contrapartida uma demanda crescente de serviços, mas com uma receita altamente regulada e proveniente de três fontes principais: o Sistema Único de Saúde (SUS), os planos de saúde privados e os pacientes particulares (Asta & Barbosa, 2014).

Conforme La Forgia e Couttolenc (2009), o setor de saúde nacional é formado por uma estrutura descentralizada de financiamento público do SUS e conta com uma vigorosa indústria de seguros privados. Os autores destacam que, a maioria das organizações hospitalares brasileiras são operadas pelo setor privado, com contratos de prestação de serviços com o SUS, sendo os recursos públicos provenientes do SUS, a principal fonte de financiamento dos hospitais. Desse modo, tais organizações se encontram pressionadas, tanto pelos agentes públicos como privados. Os agentes públicos são responsáveis pela fiscalização e controle dos recursos disponibilizados, exigindo melhor aplicação desses recursos. Por sua vez, os agentes privados querem melhores resultados financeiros, pretendendo um maior retorno sobre seus investimentos. Soma-se a isso, as usuais exigências dos pacientes por serviços de melhor qualidade.

Os valores destinados à saúde, são altamente expressivos em todo o mundo. No Brasil os hospitais são o centro do sistema de saúde, sendo responsáveis por dois terços dos gastos do setor e parte dos serviços produzidos. Boa parte dos hospitais dependem de financiamento público, pois os recursos públicos, financiam os prestadores de serviços privados (La Forgia & Couttolenc, 2009).

Conforme divulgado pela OMS (2011), enquanto em outros países o repasse atribuído à saúde chega a 20% do Produto Interno Bruto (PIB), o Brasil destina apenas cerca de 8% dos

seus recursos, estando abaixo da média mundial de 11,7%. Em contrapartida, o gasto com saúde tem crescido consideravelmente nos últimos anos, sendo fundamental que seja otimizada a utilização de recursos adequadamente. Além disso, nas últimas cinco décadas, o crescimento tecnológico, gerou um aumento de gastos em saúde em todo o mundo (Calvo, 2002; Rotta, 2004).

Por outro lado, de acordo com o relatório mundial da saúde, a OMS (2010) estima que 20% a 40% dos recursos financeiros em saúde são desperdiçados em todo o mundo. Esse cenário pode ser alterado por meio de uma análise econômica sistemática. A Economia em Saúde (ES) permite identificar quais são as opções primordiais, quanto custam, quais os benefícios obtidos, de modo a facilitar a alocação dos recursos financeiros com eficiência. A principal finalidade da ES, não é economizar recursos, mas otimizar a sua utilização, isto é, obter o maior benefício com o menor custo possível (Razzouk, 2013).

Eficiência refere-se à utilização máxima de recursos e a ausência de desperdício, esta definição é aplicável tanto na administração, quanto na economia. Desta maneira a eficiência visa otimizar os recursos existentes com a finalidade de suprir todas as necessidades e anseios de indivíduos e instituições (Pindyck & Rubinfeld, 1995).

Segundo Razzouk (2013), na economia em saúde há dois tipos principais de avaliação: avaliação de custos (custos de doença) e avaliação econômica (avaliação de custos e benefícios). Na avaliação de custos, são considerados todos os componentes de custo relacionados a uma doença e ao seu tratamento (serviços de saúde, procedimentos, medicações e recursos humanos). Na avaliação econômica, mensuram-se os custos e os benefícios de duas ou mais alternativas disponíveis, de modo que, se possa verificar em qual das alternativas os benefícios são maiores do que os custos. O objetivo principal é maximizar os benefícios gerados por uma intervenção em saúde (Hauck, Smith, & Goddard, 2004).

Conforme Calvo (2002), no setor da saúde os hospitais são considerados as entidades com maior potencial de lucro. No Brasil, como no mundo, os hospitais apresentam muitas diferenças entre si, todavia o que mais difere um hospital do outro, do ponto de vista econômico, é a sua gestão e propriedade, dadas às condições jurídicas e de financiamento do sistema de saúde.

Dentro deste contexto, La Forgia e Couttolenc (2009) ressaltam que, é cada vez mais iminente controlar os gastos e com isso poder aplicar melhor os recursos existentes. É fundamental, nos dias atuais, que as organizações hospitalares sejam administradas de forma

eficiente, priorizando bons resultados. Os hospitais prestadores de serviços privados apresentam uma grande oportunidade de maximização do lucro; já nos hospitais públicos e filantrópicos, têm-se a maximização dos orçamentos.

Por este motivo, em razão de restrições dos orçamentos nos hospitais, é dever dos gestores e interesse de toda sociedade (respeitados os recursos disponíveis, os parâmetros técnicos e as especialidades hospitalares) que o sistema funcione com máxima eficiência, transformando insumos em produtos e serviços. Sendo assim, a necessidade de se obter melhor aproveitamento dos recursos disponíveis, torna-se fundamental (Costa & Castanhar, 2003).

Contudo, Raimundini (2003) salienta que, os hospitais têm enfrentado grandes dificuldades em definir os preços dos serviços prestados, visto que, não possuem controle adequado dos custos incorridos e dos recursos consumidos na prestação destes. Além da determinação dos custos, outro fator relevante na gestão financeira é a especialidade dos procedimentos realizados.

Esta preocupação é corroborada por Camacho e Rocha (2008), pois um dos dilemas dos gestores dos hospitais, é encontrar um equilíbrio sadio entre o custo do atendimento e uma estrutura capaz de suprimir a demanda. Segundo os autores, os problemas frequentes na área de saúde do país, estão relacionados com a incapacidade da administração pública, na busca por soluções efetivas. Este fato tem levado pessoas com melhores condições financeiras, a buscar um plano de saúde suplementar, de forma a reduzir sua dependência da assistência pública.

Os princípios da equidade no acesso e universalidade da assistência, previstos na Lei nº 8080 de 1990, ainda estão distantes da capacidade da Sociedade e do Estado em prover assistência pública à população brasileira. Dados da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) corroboram com Andrade e Rodrigues (2013) de que, pouco mais de 25% da população brasileira é beneficiária de algum plano de assistência médico hospitalar no Brasil (ANS, 2015).

Neste sentido, os hospitais privados, também não tem demonstrado, com raras exceções, princípios de administração financeira que reflitam sua viabilidade. Tal situação é decorrente de múltiplos fatores, entre os quais as estruturas precárias dos sistemas de informações, a inexistência de gerenciamento de custos e a vulnerabilidade negocial, frente às operadoras de planos de saúde (Asta & Barbosa, 2014).

Um dos fatores mais importantes a serem considerados neste cenário, é a implantação de um sistema de custos que possibilite informações mais precisas e detalhadas para auxiliar os gestores na tomada de decisões. A gestão de custos nos hospitais é tão importante quanto à

manutenção dos serviços de atendimento à saúde. Pois a falta de retorno positivo dos investimentos no setor, poderá afastar os investidores para setores mais rentáveis e de menores riscos (Asta & Barbosa, 2014).

A receita oriunda da prestação de serviços via SUS oferece baixo retorno, e o faturamento de pacientes particulares, apresenta maiores margens (Beulke & Bertó, 1997). Entretanto, este segmento encontra-se em gradativa extinção, pois parte desta população, migrou para os planos de saúde privados, e outra parte, em função do alto custo dos convênios particulares, está voltando para o SUS. Diante disto, pode-se afirmar que, em médio prazo, os hospitais brasileiros contarão com dois grupos de pacientes: os amparados pelo SUS e participantes de planos privados de assistência à saúde (Asta & Barbosa, 2014).

Segundo a ANAHP (2016), o atual cenário do mercado de saúde, tem sofrido as consequências do agravamento da crise econômica, uma delas é o desemprego, que causou forte retração no mercado de planos de saúde em 2015, com a perda de aproximadamente 440 mil beneficiários de planos de saúde, desta forma, os setores público e privado lidam com a dificuldade em manter a sustentabilidade da saúde, que também sofre com a elevação dos custos, e a queda das receitas. Os hospitais membros da ANAHP, por exemplo, registraram em 2015 uma queda de 1,8% na receita em comparação a 2014.

Há hospitais em que 90% dos atendimentos realizados são de pessoas com planos de saúde. Para se ter uma ideia, somente nos prontos-socorros houve redução de 7,2% de 2014 para 2015, o que representa aproximadamente 150 mil atendimentos a menos (Balestrin, 2016).

### **2.1.3 Regulação do Mercado de Saúde**

Saúde é um direito constitucional no Brasil, um dever do Estado junto aos cidadãos. A afirmativa baseia-se na Constituição Federal e na Lei nº 8.080. A Constituição adotou a concepção da determinação social da saúde, como descrito a seguir:

Art. 196. A saúde é direito de todos e dever do Estado, garantido mediante políticas sociais e econômicas que visem à redução do risco de doença e de outros agravos e ao acesso universal e igualitário às ações e serviços para sua promoção, proteção e recuperação.

Quanto a regulamentação das ações e serviços de saúde:

Art. 197. São de relevância pública as ações e serviços de saúde, cabendo ao Poder Público dispor, nos termos da lei, sobre sua regulamentação, fiscalização e controle, devendo sua execução ser feita diretamente ou através de terceiros e, também, por pessoa física ou jurídica de direito privado.

De acordo com Médici (1994) e Barros *et al.* (1996), a atuação do Estado na saúde caracteriza-se, basicamente por três formas: primeiramente, na prestação direta de serviços; em segundo, no financiamento da provisão por meio da compra de serviços privados e, por último, na regulação do mercado de saúde, estabelecendo normas, preços e padrões de qualidade.

Os princípios e diretrizes do SUS, estão garantidos pela Constituição Brasileira, pela Lei Orgânica da Saúde nº 8080/90, e pela Lei Federal nº 8142/90. A Lei nº 8080/90 dispõe sobre as condições para a promoção, proteção e recuperação da saúde; a organização e o funcionamento dos serviços, e estabelece os papéis das três esferas do governo, federal, estadual e municipal. A Lei nº 8142/90 dispõe sobre a participação da comunidade na gestão do SUS e sobre as transferências intergovernamentais de recursos financeiros na área da saúde (Negri, 2002).

A partir da implementação do SUS, desencadeou-se o avanço do processo de descentralização do setor de saúde no Brasil. A esfera municipal, torna-se a principal responsável pela gestão da rede de serviços de saúde no país e, conseqüentemente, pela prestação direta da maioria das ações e dos programas de saúde. Um dos desafios colocados por esse processo, foi a questão da diversidade dos municípios brasileiros, no que diz respeito às desigualdades sociais e regionais e à capacidade de gestão do sistema (Bodstein, 2002).

A descentralização foi fundamental para a definição da reforma sanitária e para a criação do Sistema Único de Saúde. O SUS tem como característica a integralidade do atendimento, a universalização, descentralização de poder, a eficácia e eficiência na qualidade do serviço prestado, sendo democrático no sentido de garantir a participação da população, por meio do Conselho de Saúde (Fonseca & Ferreira, 2009).

O conceito de eficiência se diferencia de eficácia, pois eficácia se refere ao atingimento de resultados, e eficiência é a capacidade de otimizar os recursos utilizados, com o mínimo de desperdícios, obtendo o máximo de resultados (Kassai, *et al.*, 2000).

A regulamentação do sistema privado de saúde suplementar, começou a ser desenhada após a década de 80, em virtude do aumento dos usuários de planos de saúde, e das frequentes reclamações em jornais, órgãos de defesa do consumidor e Justiça, sobre diversas insatisfações como aumentos de preços, negativa de atendimento, burocracia dos procedimentos para atendimento aos beneficiários e prestadores credenciados aos planos de saúde. Estes fatos, além da denúncia de falência de empresas operadoras de planos de saúde, evasão fiscal e necessidade

de controle e contenção dos preços da assistência médica, estimularam os setores governamentais para a aprovação da Lei nº 9.656/98 (Santos, Malta & Merhy, 2008).

A Lei nº 9.656/98 regulamentou o setor de planos de saúde, posteriormente a Lei nº 9.961/2000 criou a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) e definiu sua finalidade, estrutura, receita e a vinculação ao Ministério da Saúde, ambas definem o plano de referência, e as garantias ao beneficiário, como proibição do rompimento unilateral do contrato, bem como a suspensão de internações, entre outros. A ANS foi instituída com autonomia financeira e decisória, com semelhança às demais agências reguladoras, quanto à estrutura organizacional (Santos *et al.*, 2008).

Em relação à cobertura dos planos de saúde, a Lei nº 9.656/98 incluiu a obrigatoriedade do atendimento a todas as doenças da CID 10 (Classificação Internacional das Doenças), e a edição de um rol mínimo de procedimentos, proibindo exclusões de doenças, sejam crônicas ou infecciosas; obrigando o atendimento integral, inclusive com o uso de materiais, impedindo limitação quantitativa de procedimentos ou tempo de internação, inclusive na UTI; proibição da rescisão unilateral dos contratos e reajustes controlados. A adoção do rol de procedimentos permitiu uma significativa mudança na previsibilidade de gastos, que deixou de ser por um mecanismo de controle e passou a ser por um mecanismo de gestão da atenção à saúde (Santos *et al.*, 2008).

A Lei nº 9.656/98, traz também uma discussão polêmica, que é o ressarcimento ao SUS. Em seu art. 32, a lei elucida sobre a obrigação das operadoras de planos de saúde de ressarcimento dos serviços de atendimento à saúde, previstos nos contratos, prestados a seus consumidores e dependentes, em instituições públicas ou privadas, contratadas ou conveniadas, integrantes do Sistema Único de Saúde. Desde sua instituição, o ressarcimento ao SUS é motivo de controvérsia doutrinária quanto à sua natureza jurídica (Tibúrcio, 2011).

Em 2015, a legislação constitucional que trata a respeito da saúde foi alterada, no Art. 199. A assistência à saúde é livre à iniciativa privada. [...] § 3º “É vedada a participação direta ou indireta de empresas ou capitais estrangeiros na assistência à saúde no País, salvo nos casos previstos em lei”. Quanto à legislação infraconstitucional, a Lei nº 8.080 de 19 de setembro de 1990 (Lei Orgânica da Saúde) regulamentava o referido art. 199 da Constituição Federal, proibindo explicitamente a participação direta do capital estrangeiro na assistência à saúde (Caldas & Almeida, 2015).

O referido instrumento legal, contudo, foi alterado por meio da Lei nº 13.097 de 19 de janeiro de 2015, que no Capítulo XVII, trata a respeito da “abertura ao capital estrangeiro na oferta de serviços à saúde”, modificou substancialmente o referido artigo 23 e incluiu o artigo 53-A, que ficou com a seguinte redação:

#### CAPÍTULO XVII

#### DA ABERTURA AO CAPITAL ESTRANGEIRO NA OFERTA DE SERVIÇOS À SAÚDE

Art. 142. A Lei no 8.080, de 19 de setembro de 1990, passa a vigorar com as seguintes alterações:

“Art. 23. É permitida a participação direta ou indireta, inclusive controle, de empresas ou de capital estrangeiro na assistência à saúde nos seguintes casos:

I - doações de organismos internacionais vinculados à Organização das Nações Unidas, de entidades de cooperação técnica e de financiamento e empréstimos;

II - pessoas jurídicas destinadas a instalar, operacionalizar ou explorar:

a) hospital geral, inclusive filantrópico, hospital especializado, policlínica, clínica geral e clínica especializada; e

b) ações e pesquisas de planejamento familiar;

III - serviços de saúde mantidos, sem finalidade lucrativa, por empresas, para atendimento de seus empregados e dependentes, sem qualquer ônus para a seguridade social; e

IV - demais casos previstos em legislação específica”. (NR)

“Art. 53-A. Na qualidade de ações e serviços de saúde, as atividades de apoio à assistência à saúde são aquelas desenvolvidas pelos laboratórios de genética humana, produção e fornecimento de medicamentos e produtos para saúde, laboratórios de análises clínicas, anatomia patológica e de diagnóstico por imagem e são livres à participação direta ou indireta de empresas ou de capitais estrangeiros”.

#### **2.1.4 Investimento Estrangeiro Direto na Saúde**

O investimento estrangeiro direto (IED), tem aumentado consideravelmente nas últimas décadas, há um movimento no qual os países, buscam se inserir no resto da economia mundial, para acessar novos mercados e com isso conseguir recursos produtivos e mão de obra barata, e reduzir seus custos operacionais. Nesse ambiente, um investidor baseia suas decisões de investimento em questões primordiais, como o lucro potencial e a segurança do investimento. Em se tratando do lucro, esse investidor norteará sua decisão à melhor taxa de retorno compatível com o que ele compreende ou percebe por segurança (Larrañaga, Hildebrand & Montini, 2016).

Um IED será direcionado para o Brasil, se estiverem assegurados os ambientes competitivo e de segurança ou se o eventual investidor acreditar nisso para o risco que ele pretende assumir (Larrañaga *et al.*, 2016). Porém, alguns autores defendem que as organizações multinacionais dirigem investimentos para o Brasil, para se aproveitar do tamanho do seu mercado, do protecionismo e da falta de compromisso de inserir o país nas cadeias globais de valor (Bacha, 2013).

O IED é vantajoso para o país hóspede, porque financia projetos domésticos e possibilita o recebimento do conhecimento tecnológico e gerencial que acompanha esses investimentos (Brenton, Di Mauro & Lücke, 1999).

Com a globalização, a expansão recente do comércio internacional de serviços alcançou o setor da saúde. Grandes grupos financeiros internacionais vêm investindo na saúde, contribuindo com a capitalização de variados processos de fusões empresariais, que levam ao surgimento de grandes grupos multinacionais de saúde e, conseqüentemente, à concentração do mercado global (Hiratuka, 2015).

Os serviços de saúde, são classificados pela Organização Mundial do Comércio (OMC) como comercializáveis, de acordo com seus modos de produção. De acordo com Santos e Passos (2010), esses quatro modos de produção demonstram a presença territorial do prestador e a do consumidor no momento do fornecimento do serviço, bem como o tipo de movimentação dos fatores de produção (capital e trabalho) no processo de comercialização, conforme mostra a Figura 2.

| <b>Modos de Oferta</b>   | <b>Oportunidades</b>  | <b>Riscos</b>   |
|--|---|---|
| <b>Modo 1:</b> comércio transfronteiriço de serviços (telemedicina, transcrição de prontuários). | Expansão da assistência para áreas desassistidas no país importador (por exemplo, comunidades remotas).     | Desvio de recursos de outras áreas da assistência.  |
| <b>Modo 2:</b> consumo de serviços no exterior (turismo médico).                                 | Ganhos em moeda estrangeira para o país exportador.   | Desvio de recursos para assistência a estrangeiros e residentes mais afluentes no país exportador.  |
| <b>Modo 3:</b> presença comercial ou investimento direto estrangeiro.                            | Novos empregos, investimento e acesso a novas tecnologias no país importador.                               | Desenvolvimento de um sistema de saúde segmentado, com subsistemas com diferenças de acesso e qualidade; e <i>brain drain</i> interno no país importador. |
| <b>Modo 4:</b> presença de profissionais de saúde (programa mais médicos).                       | Ganhos com remessas e capacitação de profissionais de saúde trabalhando no exterior para o país exportador. | Saída de profissionais de saúde, com perda do investimento feito em sua capacitação para o país exportador.   |

**Figura 2: Modos de oferta no comércio internacional de serviços de saúde.**

Fonte: Adaptado de Smith, Blouin e Drager (2005).

Entre os possíveis benefícios do comércio internacional de serviços de saúde, estão a viabilização de novos recursos para investimento, o aumento do emprego, a incorporação e a disseminação de novas tecnologias. Quanto aos riscos, destacam-se a segmentação do sistema de saúde, que gera preocupações relativamente a equidade no acesso aos serviços de saúde, e o fenômeno chamado *brain drain* (migração de profissionais qualificados), que poderá contribuir para a escassez de profissionais de saúde no setor público (Sá *et al.*, 2015)

No Brasil a abertura do setor da saúde à entrada de capital estrangeiro, a partir da Lei nº 13.097, que permite a participação direta ou indireta, inclusive controle, de empresas ou de capital estrangeiro na assistência à saúde, tem provocado intenso debate entre os que a rejeitam e os que a defendem. Os debates sobre o tema indicam a preocupação quanto aos provedores privados se beneficiarem indiretamente dos benefícios tributários, e o aumento de sua participação no sistema de saúde, resultante do aporte de capital estrangeiro, deverá ter como consequência o aumento do volume desses benefícios, uma vez que o capital estrangeiro é

direcionado a provedores que prestam serviços mais sofisticados e a preços mais elevados (Sá *et al.*, 2015).

Neste sentido, há uma discussão em torno dos impactos na esfera econômica, bem como suas consequências para o sistema de saúde (Sá *et al.*, 2015). Ressalta-se inclusive que, a busca por mercado consumidor, tende a aumentar o grau de concentração do setor, uma vez que a verticalização da oferta e a busca por novos negócios e mercados passam a ser, conseqüentemente, estratégias adotadas para a conquista desse objetivo. Segundo Santos e Passos (2010), a formação destes oligopólios de prestação de serviços de saúde, diminui o poder de barganha dos consumidores de serviços de saúde.

Segundo Balestrin (2015), a abertura do setor da saúde, corrige o desequilíbrio de direitos, pois até então, os planos de saúde podiam captar recursos para fomentar sua verticalização, enquanto os hospitais não podiam receber capital estrangeiro. O autor afirma que, embora existam no país 2,6 mil hospitais privados com fins lucrativos, que poderiam ser alvo de aquisições e fusões, apenas um grupo de aproximadamente 150 hospitais deverão contar com aporte de investidores estrangeiros.

Para Médici (2015), a lei “representa um avanço, em um dispositivo legal, que nos últimos 27 anos foi um obstáculo a melhoria da assistência médica e ao desenvolvimento científico e tecnológico da saúde no Brasil”. Segundo ele, uma pesquisa realizada pela AMCHAM (American Chamber of Commerce for Brazil) em 2013, após uma missão comercial e logística que levou grandes empresas brasileiras para os Estados Unidos, indicava que 7% das empresas norte-americanas que possuíam interesses em expansão comercial no Brasil, se situava nas áreas de saúde, fármacos e biotecnologia, ressaltando que a crise econômica no Brasil poderá limitar esse investimento no curto prazo.

Entretanto, mesmo os que apoiam a entrada de capital estrangeiro na saúde, manifestam preocupação com a ausência de regulação desse processo. Para Balestrin (2015), é preciso tomar alguns cuidados, pois esses novos investidores precisam saber das particularidades do setor de saúde, que não deve ser tratado apenas como mais uma área de investimento. Na sua opinião a operação empresarial é similar, porém a operação técnica trata da vida humana. Neste sentido, os investidores precisam entender que a prioridade financeira não pode sobrepujar a supremacia técnica.

Nos últimos 5 anos, a imprensa tem divulgado e chamado atenção para transações internacionais nesse setor. Em 2012, uma das maiores empresas de seguros privados dos

Estados Unidos, a United Health Group, adquiriu 90% da empresa brasileira Amil, uma das maiores operadoras privadas de plano de saúde e provedora de serviços do Brasil. Outro exemplo é o grupo hospitalar Fortis, de origem indiana, que levantou US\$ 400 milhões de dólares em fundos internacionais, por meio de oferta pública inicial (IPO), na bolsa de valores de Cingapura (Sá *et al.*, 2015).

Em dezembro de 2015, o fundo soberano de Cingapura GIC, comprou a participação acionária que o Banco BTG Pactual possuía da Rede D'Or São Luiz, por aproximadamente R\$ 2,38 bilhões de reais (Moreira, 2015).

Outra recente negociação, ocorrida no final de 2015, foi a venda do Hospital Samaritano de São Paulo, para a americana United Health Group, dona da Amil, por valor aproximado de R\$ 1,3 bilhão. Desta forma, o hospital deixará de ser filantrópico e se tornará um hospital com fins lucrativos (Koike, 2015).

No entanto, os investidores têm encontrado alguns empecilhos, como a carência de hospitais de grande porte, pois os hospitais brasileiros têm em média 70 leitos. Tendo em vista os elevados custos fixos, são considerados rentáveis aqueles hospitais com pelo menos 150 leitos (ANAHP, 2016).

Considerando-se a saúde como um direito social, assegurado constitucionalmente, têm-se dedicado maior atenção aos riscos para o sistema de saúde. Contudo, como afirma Blouin, Drager e Smith (2005), ao mesmo tempo que a globalização pode agravar os problemas existentes, também serve como oportunidade para corrigir certas distorções.

Neste sentido, verifica-se que, em países com carência de infraestrutura, os governos vêm adotando medidas para atrair investimento estrangeiro para o setor da saúde, como é o caso da China, que em 2012, anunciou tratamento diferenciado em impostos e taxas de consumo de energia, para atrair instituições privadas da área médica. Na Indonésia, o investimento estrangeiro é voltado para hospitais privados de ensino e de serviços de saúde mais complexos (Sá *et al.*, 2015).

Com a perspectiva de desenvolvimento da economia e do comércio, a literatura aponta a criação de empregos domésticos como forma de ampliar os ganhos para o país importador de capital estrangeiro. Na Índia, por exemplo, o número de empregados em hospitais dedicados ao turismo médico, que geralmente contam com capital estrangeiro, saltou de 30,5 mil, em 2000, para 242,5 mil, em 2005 (Smith, Chanda & Tangcharoensathien, 2009). Na Tunísia, é criado um emprego, para cada quinze pacientes estrangeiros tratados no país (Lautier, 2014).

Outra oportunidade, está relacionada à transferência de conhecimento e tecnologia para melhorar a qualidade, a eficiência e o elenco de serviços dos países. A procura dos países em desenvolvimento, por sistemas de saúde de maior qualidade, vem encorajando uma nova estratégia de exportação americana. Centros universitários e acadêmicos de elevada reputação, tais como a Universidade Johns Hopkins e a Universidade de Pittsburgh, passaram a se associar a organizações locais em diversos países. Ao analisar uma amostra de 25 hospitais indianos, Chanda (2007) verificou que, hospitais financiados com capital estrangeiro têm maior propensão a fazer esse tipo de associação e se beneficiar da transferência de tecnologia e conhecimento que essas universidades possuem.

Por conseguinte, no Brasil, uma pesquisa realizada pela KPMG auditores independentes em 2015, com cerca de 200 executivos do setor, demonstrou que, para 89% dos gestores, o investimento estrangeiro irá contribuir no crescimento do setor, trazer novas tecnologias e ampliar o acesso à saúde. Entretanto, 60% dos executivos concordam que, no tema gestão de pessoas, governança e informações gerenciais e contábeis, as instituições hospitalares brasileiras, não estão preparadas para serem adquiridas e interajam com os investidores internacionais (ANAHP, 2015). Segundo Liesegang (2015), questões relativas à governança corporativa precisarão ser implementadas nos hospitais, principalmente os que possuem modelos de gestão familiar.

## **2.2 Governança Corporativa**

### **2.2.1 Conceitos**

A Governança Corporativa, de acordo com o IBGC (2009), é o modo pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Gestão, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, de modo a privilegiar a conduta e evitar o Conflito de Interesses.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários [CVM], Governança Corporativa é o conjunto de práticas que objetiva a otimização do desempenho de uma organização, de forma a proteger todas as partes interessadas, ou seja, investidores, empregados e credores, contra eventuais desvios de ativos, por indivíduos que possam ter poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia (CVM, 2002).

A Governança Corporativa surge como uma solução para a necessidade de controlar a empresa, 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 (Sousa, 2013).

Nesse contexto, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos com o objetivo de monitorar a gestão e o desempenho das organizações, de forma que os interesses dos administradores estejam de acordo com os interesses dos proprietários. Desta forma, a governança é vista como um sistema equilibrado de decisões e de práticas de gestão que contribui para o bom desempenho dos negócios (Callado, Callado & Almeida, 2013).

A concepção de governança corporativa, como ressalta Santos e Leal (2010), não se restringe apenas às empresas que possuem capital aberto e são listadas em bolsa, mas se aplica a todas as empresas que buscam uma relação de transparência e confiança com as partes que mantêm relacionamento.

Uma das características da GC é a separação entre propriedade e gestão. Assim, temos a figura do gestor, indivíduo que tem capacidade para gerir o negócio e que não é necessariamente o proprietário, e aquele que possui os recursos para implementá-lo (Silveira, 2015).

O conceito de Governança Corporativa, está relacionado com o entendimento de que, as decisões e os resultados das atividades das companhias, alcançam um universo de agentes sociais mais amplo do que o composto por seus acionistas. A governança corporativa, enfatiza o impacto das atividades das empresas para os agentes com os quais interagem: os empregados, fornecedores, clientes, investidores, ou seja, os *stakeholders*. (Costa & Visconti 2000).

Os diversos *stakeholders*, considerados para a gestão de uma organização, podem ser citados como os acionistas, os empregados, os fornecedores, os administradores, os consumidores, os sindicatos, os concorrentes, a comunidade, o governo, a mídia e Organizações Não Governamentais (ONG's) (Freeman, 2001; Sousa & Almeida, 2006; Oliveira, 2008).

É pertinente esclarecer que a expressão “boas práticas”, adotadas pelas empresas e, inclusive, neste trabalho, é uma forma de referir-se a procedimentos padronizados incorporados nas organizações. Essas práticas estão em permanente atualização e evolução, e nem sempre representam, necessariamente, a melhor forma de fazer algo, mas a forma daqueles que tiveram suas práticas sistematizadas primeiro e acabaram determinando um padrão. Assim, a expressão deve ser entendida, a partir dessa concepção, como sinônimo de práticas padronizadas,

independentemente de serem melhores do que outras práticas suscetíveis de serem utilizadas individualmente nas empresas (Tarouco & Graeml, 2011).

Segundo a Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Econômico (OECD), os princípios de Governança Corporativa, têm sido adotados como normas fundamentais dos *Financial Stability Board's* (FSB) para sistemas financeiros sólidos e atuam como um padrão para os governos e os reguladores em todo o mundo (OECD, 2015). De acordo com a OECD, os princípios necessários para o desenvolvimento de práticas de boa Governança Corporativa, envolve os seguintes aspectos: 1) Direitos dos acionistas; 2) Tratamento igualitário dos acionistas; 3) Relacionamento com *stakeholders* (eles precisam ter acesso à informação relevante); 4) Evidenciação e transparência; 5) Responsabilidades do conselho de administração.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, tem 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 (Sousa, 2013).

Os pilares de GC como, Propriedade (sócios), Conselho de Administração, Auditoria, Conduta e Conflito de Interesses, são evidenciados nas recomendações e boas práticas de Governança, aplicáveis às empresas de capital fechado de diversos portes, familiares ou não (IBGC, 2014). Os princípios básicos são representados pela transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, como demonstrados na Figura 3.

### Pilares da Governança Corporativa



**Figura 3: Pilares da Governança Corporativa**

Fonte: Código das melhores práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009)

A Transparência é a obrigação de informar e disponibilizar, para as partes interessadas, as informações que correspondam ao seu interesse e não apenas aquelas exigidas por leis ou regulamentos, resultando em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico financeiro, mas também aos demais fatores, inclusive “intangíveis”, isto é, aqueles que não têm existência física, mas que auxiliam na gestão e que conduzem à criação de valor (IBGC, 2009).

Outro princípio é a Equidade, que reflete a intenção do tratamento justo a todos os sócios, acionistas e demais partes interessadas, ou seja, os *stakeholders*. São inaceitáveis atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer alegação. A Prestação de Contas, demonstra a obrigatoriedade de os agentes de Governança prestarem contas de sua atuação, assumindo completamente as consequências de seus atos e omissões. Por fim, a Responsabilidade Corporativa, onde os agentes de Governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações (IBGC, 2009).

Com exceção das atividades reguladas e submetidas a determinações legais, onde as práticas de GC são exigidas, como é o caso das instituições financeiras e empresas de capital aberto listadas na Bovespa, as empresas que se dispõem a avançar nos processos de Governança são aquelas que têm o desejo de fazer melhor e de tornar sua atuação mais confiável, por meio de um modelo mais transparente, e de buscar maior alinhamento entre sócios e dirigentes (IBGC, 2009).

Muitos são os motivos que levam empresas de capital fechado a adotar as melhores práticas de GC. Dentre eles encontram-se a busca por otimizar e preservar seu valor, obter melhorias de gestão, facilitar o acesso a recursos financeiros e não financeiros, contribuir para a longevidade, administrar conflitos de interesses com mais efetividade e capacidade de avaliar constantemente, seu propósito (IBGC, 2014).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) tem por iniciativa, divulgar e recomendar a utilização do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, nas organizações de saúde, visto que, é obrigatória para as organizações internacionais. Os princípios e práticas da boa Governança aplicam-se a qualquer tipo de organização, independente do porte, tipo de controle ou natureza jurídica (IBGC, 2014).

Em qualquer tipo de empresa, há ao menos dois interesses em vigor com a finalidade de evitar a ocorrência de conflitos: os dos gestores e os dos proprietários. Nas empresas de controle familiar, sendo de capital aberto ou fechado, poderá surgir um terceiro interesse e assim aumentar ainda mais o potencial de conflitos entre as partes envolvidas.

Um bom sistema de GC procura lidar com todos estes conflitos, garantindo os legítimos interesses da empresa, de todos os sócios e das demais partes interessadas. Esta prática explicita as fronteiras entre os gestores, os sócios e, quando for o caso, a família, e cria órgãos específicos de discussão e decisão, como por exemplo, como os familiares podem ingressar na gestão da empresa, como os sócios devem eleger os administradores, como os membros da família tornam-se sócios, entre outros (IBGC, 2014).

As boas práticas de GC transformam princípios em recomendações objetivas, equiparando interesses com o objetivo de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. (IBGC, 2009).

Para Luca (2011), a adoção de boas práticas de Governança Corporativa, propiciam às empresas a conquista de diversos benefícios, por outro lado, o autor defende que, alguns fatores inibidores de GC podem causar prejuízos às organizações, conforme demonstrado na Figura 4.

| Importância e Benefícios   | Inibidores  |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Maior transparência em processos de sucessão;</li> <li>• Monitoramento da gestão;</li> <li>• Identificação e avaliação de riscos;</li> <li>• Auxílio no processo de tomada de decisões estratégicas;</li> <li>• Facilidade no acesso a capital;</li> <li>• Alinhamento de interesses e diminuição de conflitos</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Conflito entre objetivos dos sócios da empresa;</li> <li>• Gestão familiar;</li> <li>• Interesses particulares em detrimento aos interesses da empresa;</li> <li>• Disputa por poder dos controladores ou dos gestores;</li> <li>• Controladores com pouca confiança sobre profissionais externos;</li> <li>• Visão operacional e imediatista e carência de visão estratégica;</li> <li>• Conselho pouco profissional e sem diversidade;</li> <li>• Interferência dos sócios ou do conselho na gestão</li> </ul> |

**Figura 4: Benefícios e fatores inibidores da Governança Corporativa.**

Fonte: Adaptado de Luca (2011). Governança Corporativa Transparência e Sustentabilidade. VI Fórum Internacional de Qualidade em Saúde.

A GC tem contribuído para que haja uma discussão do papel do Conselho de Administração, dos executivos e da administração das empresas, com o propósito de, estabelecer normas de conduta e definição de responsabilidades. Por meio dos mecanismos de monitoramento e controle, a governança tem o objetivo de proteger os acionistas e credores, de forma que eles não possam ser expropriados pelos agentes da organização. Ela preza pela

transparência da gestão empresarial, pela redução de risco dos investidores, ajuda no fortalecimento do mercado de capitais e serve com um padrão de referência para os investidores (Callado *et al*, 2013).

A missão do Conselho de Administração é preservar e valorizar a organização, potencializar o retorno do investimento no longo prazo e manter o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas, *os stakeholders*, de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta (IBGC, 2009).

O Conselho de Administração ou Consultivo, contribui para que os sócios e a alta administração tornem mais efetiva a gestão do negócio, questionando, discutindo e acompanhando os resultados da empresa e da diretoria. Uma empresa de capital fechado não é obrigada por lei a constituir um Conselho, seja, consultivo ou de administração. No entanto, o Conselho pode colaborar na melhoria dos resultados, facilitar acesso a recursos e contribuir para sustentabilidade e longevidade do negócio (IBGC, 2014).

É recomendável que, toda organização possua um Conselho de Administração ou um Conselho Consultivo, este por sua vez, pode ser o primeiro passo para empresas de capital fechado alavancar a adoção das melhores práticas de Governança Corporativa. O Conselho Consultivo não delibera, mas sim aconselha e propõe diretrizes que podem ou não ser aceitas pelos sócios e administradores (IBGC, 2014).

No entanto, o Conselho de Administração deve, necessariamente, ser previsto em Contrato ou Estatuto Social, deve ter entre suas competências a deliberação de assuntos de interesse da empresa previstos na lei, nos documentos societários (Contrato / Estatuto Social) e em códigos de boas práticas. Para as empresas de capital fechado, que visam atingir estágio avançado de governança e profissionalização e, inevitavelmente para as de grande porte e complexidade societária, recomenda-se um Conselho de Administração atuante e efetivo (IBGC, 2014).

As variáveis de aderências às práticas de GC utilizadas neste estudo, foram baseadas no Conselho de Administração ou Consultivo e nos princípios de Transparência, Prestação de Contas e Responsabilidade Social Corporativa, contidas no Código das melhores práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009), conforme demonstradas na Figura 5.

|   |   |
|---|---|
| <b>Conselho de Administração ou Conselho Consultivo</b> | <p>O número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado é de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros (IBGC, 2009).</p> <p>É recomendável ao menos 01 (um), mas preferencialmente 02 (dois) profissionais independentes, para garantir maior imparcialidade e visões distintas à dos sócios. Recomenda-se que os conselheiros não atuem na gestão da empresa, de forma a fiscalizar e orientar a atuação da Diretoria. Contudo, na prática, em uma empresa de capital fechada, o Conselho tende a ter sócios-gestores como membros, por serem estes os que melhor conhecem a companhia (IBGC, 2014).</p> <p>É importante ressaltar que a Lei das S/A (Lei 6.404/76 artigo 143) limita a um terço (1/3) o número de conselheiros que podem participar da Diretoria (IBGC, 2014).</p>   |
| <b>Transparência</b>                                    | <p>A diretoria deve garantir que sejam prestadas aos <i>stakeholders</i> as informações de seu interesse, além das que são obrigatórias por lei ou regulamento. A comunicação deve ser feita com clareza, de modo a buscar uma linguagem acessível ao público-alvo (IBGC, 2009).</p> <p>As informações devem ser equilibradas e de qualidade e deve abordar tanto os aspectos positivos quanto os negativos, com o objetivo de oferecer aos interessados uma correta compreensão da organização (IBGC, 2009).</p>   |
| <b>Prestação de Contas</b>                              | <p>A organização deve divulgar relatórios periódicos, ao menos em seu <i>website</i>, de forma completa, objetiva, apropriada e igualitária, informando sobre todos os aspectos de sua atividade empresarial, inclusive os de ordem socioambiental, operações com partes relacionadas, custos das atividades políticas e filantrópicas, remuneração dos administradores, riscos, informações econômico-financeiras e demais exigidas por lei (IBGC, 2009).</p> <p>Recomenda-se preparar os relatórios periódicos de acordo com padrões internacionalmente aceitos, no que diz respeito à contabilidade, aspectos econômico-financeiros, sociais, ambientais e de Governança Corporativa. Esta conduta possibilita a comparabilidade de relatórios, de modo que investidores e a sociedade em geral possam conhecer os compromissos, políticas, indicadores e princípios de ordem ética das organizações (IBGC, 2009).</p> <p>Tais informações contribuem para uma melhor avaliação da qualidade gerencial da organização e dos riscos aos quais ela está disposta a submeter-se (IBGC, 2009).</p> |
| <b>Responsabilidade Social Corporativa</b>              | <p>A sustentabilidade busca a viabilidade e longevidade da organização, é importante que estas considerações sócio ambientais estejam incorporadas aos negócios e as operações de serviços de saúde;</p> <p>Essa postura deverá ser disseminada ao longo de toda a cadeia produtiva, por meio de mecanismos formais como contratos ou acordos de parceria (IBGC, 2009).</p>   |

**Figura 5: Princípios e boas práticas de Governança Corporativa**

Fonte: Código de melhores práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009) e Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa para Empresas de Capital Fechado (IBGC, 2014)

### 2.2.2 Histórico

O entendimento sobre Governança Corporativa, se inicia com o problema de agência, que surge da separação entre propriedade e controle (Vieira, Velasquez, Losekann, & Ceretta, 2011).

Berle e Means (1932), em sua obra denominada *The Modern Corporation and Private Property* destacaram os aspectos relacionados entre a separação da propriedade do capital e o controle (Almeida, Santos, Ferreira & Torres, 2010).

Segundo os autores, conforme as firmas cresciam, surgia a necessidade de captação de recursos, o que era realizado por meio da pulverização da estrutura de propriedade da empresa, que por sua vez, implicava na necessidade de profissionais especializados em gerenciamento, ou seja, enquanto a propriedade continuava com os proprietários, o controle passava aos agentes ou gestores, surgindo assim a separação entre propriedade e controle. A partir desta separação surge o relacionamento de agência, que é o relacionamento entre os proprietários do capital e os gestores do negócio.

Jensen e Meckling (1976), definiram o relacionamento de agência como um contrato, no qual os proprietários nomeiam um gestor para desempenhar decisões em seu nome. O conflito de agência ocorre quando este gestor, agindo em nome do proprietário ou acionistas, toma decisões que divergem dos interesses destes proprietários. Portanto, não há como garantir que os gestores busquem a maximização da riqueza dos proprietários, ao tomarem suas decisões.

Posteriormente, Jensen e Meckling (1976) elaboraram as bases da teoria da agência, demonstrando haver razões para acreditar que, o agente não atuará sempre de acordo com os interesses do proprietário. Essa falta de empenho por parte do agente é um problema que pode prejudicar a eficácia da governança corporativa. Tal discussão, representa um marco nos estudos sobre o assunto, principalmente no que diz respeito à estrutura de propriedade e controle das empresas.

O conflito de agência origina-se da dificuldade que os investidores têm em garantir que seu capital não seja expropriado ou investido em projetos não lucrativos. Neste sentido, para minimizar os prejuízos causados pelos problemas de agência, torna-se importante a adoção de alguns mecanismos de governança (Shleifer & Vishny, 1997).

As discussões sobre governança, intensificaram-se na década de 80, principalmente em alguns países europeus, nos Estados Unidos e no Japão, que discutiram os modelos de

governança corporativa e os seus impactos sobre o desempenho das empresas (Callado *et al*, 2013). Em 1992, na Inglaterra, após um grande número de escândalos contábeis, foi editado o Relatório *Cadbury*, um código pioneiro de boas práticas de Governança Corporativa. Os estudos concentraram-se em dois princípios da Governança Corporativa: Transparência e Prestação de Contas. O relatório tem o foco em aspectos financeiros e nos papéis dos acionistas, dos conselhos, dos auditores e dos executivos das organizações (Andrade & Rossetti, 2004).

Em 1998, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), definiu princípios de Governança Corporativa, que são reconhecidos internacionalmente e visam garantir a integridade das corporações em seus processos de gestão, de relacionamento com as partes interessadas. Baseado nestes princípios de governança, muitos países desenvolveram seu próprio código de melhores práticas (Callado *et al*, 2013).

O tema Governança Corporativa tornou-se ainda mais relevante, na primeira década do século 21, em virtude de escândalos corporativos que envolveram empresas norte-americanas como a Enron, a WorldCom e a Tyco, que abalaram um dos alicerces fundamentais do relacionamento entre os investidores e as empresas, a confiança. Este fato desencadeou discussões sobre a divulgação de demonstrações financeiras e o papel das empresas de auditoria. O congresso norte-americano, em resposta às fraudes ocorridas, aprovou em 2002, a Lei Sarbanes-Oxley [SOX], com definições importantes sobre práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009).

A Lei Sarbanes-Oxley (SOX) tem como base princípios de governança corporativa e salienta sobretudo, a responsabilidade penal da diretoria. A Lei propõe reformas para governança corporativa, divulgação e contabilidade, com o propósito de reparar a perda da confiança pública nos líderes empresariais norte-americanos e destacar a importância dos padrões éticos na elaboração de suas informações financeiras (Oliveira, 2006).

Além dos escândalos corporativos ocorridos no mercado norte-americano, os estudos de governança corporativa têm despertado interesse no cenário mundial, em função dos processos de privatizações, fusões e aquisições, além do crescimento dos fundos de pensão. Esse processo tem impactado em mudanças nas legislações dos diversos países, que buscam estabelecer regras mais claras e transparentes, como forma de garantir maior proteção aos investidores e criar um ambiente favorável para o alinhamento de interesses (Almeida *et al*, 2010).

Em 2013, a OECD iniciou uma ampla revisão dos princípios de Governança, com os países do G20, grupo formado pelos ministros de finanças e chefes dos bancos centrais das 19 maiores economias do mundo mais a União Europeia. De acordo com o secretário geral da OECD, no atual cenário globalizado e intensamente conectado com o mundo econômico e de negócios, é necessário a colaboração de todos para construir um ambiente confiável (Gurria, 2015).

Com a colaboração dos líderes do G20, em 2015, a OECD aprovou o novo conjunto de princípios de Governança Corporativa, que apresenta recomendações sobre os direitos dos acionistas, transparência nas informações financeiras, remunerações de executivos, atuação do conselho de administração, atuação dos investidores institucionais e sobre como o mercado de capitais deveria funcionar. As boas práticas de Governança Corporativa são tratadas como fundamentais para atrair investimentos e promover o mercado de capitais no longo prazo, estas práticas serão imprescindíveis para o crescimento econômico das nações (OECD, 2015).

### **2.2.3 Governança Corporativa em Hospitais**

A Governança Corporativa no setor da saúde, começa a ter lugar na literatura a partir da experiência dos gestores e consultores, todavia, os trabalhos teóricos têm recebido poucas verificações empíricas, produzindo resultados incompletos ou inconclusivos (Luca, 2014; Calve, Nossa, Pagliarussi & Teixeira, 2013).

Há um crescente interesse da Sociedade em acompanhar a utilização dos recursos, para que não sejam desvirtuadas suas finalidades pelos gestores (Leal & Famá, 2007). Do mesmo modo, observa-se que as organizações de saúde estão desenvolvendo mecanismos de controle para permitir que os gestores tenham critérios de liberdade de atuação administrativa, dentro das margens legais (Monken *et al.*, 2015).

As organizações de saúde estão sendo impulsionadas pelo mercado e pela regulação a adotarem às práticas de Governança Corporativa. Por este motivo ao se avaliar os processos de operações de serviços de saúde, essa proposição torna-se ainda mais relevante, quando o sujeito dessa operação é o ser humano, o que de maneira ímpar, descarta qualquer ação de caráter abusivo. Não diferente das organizações dos demais setores, os conflitos existentes nas organizações de saúde, têm como essência as decisões econômicas e estratégicas que, no caso da saúde, são protegidas pela ética e pela bioética (Monken, *et al.*, 2015).

Neste sentido, a Constituição de 1988, o Código de Defesa do Consumidor e a regulação da ANS, tornam-se instrumentos para que as organizações de saúde promovam o melhor relacionamento com os consumidores, usuários, clientes e fornecedores, para minimizar os conflitos de interesses que possam surgir, possibilitando maximizar o valor da empresa e propagar a perenidade e sustentabilidade organizacional. As organizações de saúde, assumem importante posicionamento na maioria dos países, em seus sistemas de saúde e no âmbito dos cuidados à pessoa. Ao mesmo tempo em que, são entidades empresariais e requerem uma estrutura administrativa eficiente, complexa e inovadora. A equipe técnica e a equipe gestora (gerentes e executivos), constituem o eixo central da governança, nas organizações de saúde (Monken *et al.*, 2015).

As políticas nacionais de saúde, na maioria das vezes, influenciam o funcionamento global e efetivo desempenho das organizações, definindo indiretamente a missão do hospital, e estabelecendo os seus objetivos, apoiando e monitorando as ações de saúde (Eeckloo, Herck, Hulle & Vleugels, 2004).

Durante décadas, as organizações de saúde foram administradas por congregações, sejam religiosas, militares ou associativas. Essa configuração está sendo reestruturada, como sendo uma exigência de sustentabilidade das organizações, de modo a formar núcleos, que possam garantir a perenidade dos valores, que inspirou seus fundadores (Eeckloo *et al.*, 2004).

Dessa maneira, com o desenvolvimento em outros ramos de serviços públicos, também na saúde os governantes estão optando por parcerias com a iniciativa privada para gerir organizações públicas de saúde, este redesenho de gestão, também presume que a missão e os valores devem obrigatoriamente atender as premissas públicas, de acesso universal aos cuidados da saúde, de gestão financeira, de acessibilidade e de igualdade de tratamento (Eeckloo *et al.*, 2004; Gonçalves *et al.*, 2008).

A regulação e a competitividade do setor, está exigindo que as equipes de profissionais técnicos ou gestores administrativos, reflitam sobre o que será um bom parâmetro de governança e como poderão aplicá-lo à organização de saúde e aos seus envolvidos (Luca, 2014; Sousa, 2013; Eeckloo *et al.*, 2004).

A Governança Corporativa em Saúde (GCS), tem uma abordagem institucional, trata da estruturação e funcionamento das organizações de saúde: hospitais, clínicas, serviços auxiliares de diagnóstico e terapia, operadoras de saúde, seguradoras de saúde, ambulatórios. Sua

finalidade é possibilitar uma abordagem integrada de apoio e supervisão de todas as atividades de operações de serviços de saúde, incluindo o desempenho clínico (Luca, 2014).

Há que se destacar as diferenças conceituais, entre as demais empresas dos diversos setores da Economia e as organizações de saúde. No tocante ao conceito de propriedade, como já foi dito, as organizações hospitalares podem assumir estruturas filantrópicas, sem fins lucrativos e públicas, o que as difere das empresas privadas de caráter lucrativo, nesta última categoria, o conceito de propriedade tem um contexto bem definido, entre propriedade e controle, sendo o objetivo predominante de qualquer modelo de Governança Corporativa. Esta relação é geralmente referida, como a de poder decisório da gestão e do conselho de diretores perante os acionistas (Gregg & Gregg, 2001; Barbosa, 2003).

A Governança Corporativa em hospitais sem fins lucrativos e públicos, difere por não existir verdadeiros proprietários, sendo assim a ênfase é deslocada dos acionistas para as partes interessadas, ou seja, para os *stakeholders*. Como saúde é um bem social, os *stakeholders* tem o significado reconhecido dos seus interesses, não somente pela sua contribuição ou valor agregado, mas também acrescido do valor e mérito dos diversos atores do processo (Gadelha, 2003; Barbosa, 2003).

Outrossim, o fato de os hospitais filantrópicos não possuírem donos ou acionistas, faz com que os direitos de propriedade não sejam claros. O debate sobre estrutura de propriedade nas organizações filantrópicas é tema de discussão na literatura, e necessita de maior aperfeiçoamento conceitual e estudos empíricos (Mendonça & Machado Filho, 2004).

A Governança nos hospitais sem fins lucrativos reflete no crédito das instituições, essencialmente em época de crise. Os autores esclarecem que, na avaliação da *Moody's Investor Services*, agência de classificação de riscos americana, os fatores de Governança, que são avaliados nas organizações sem fins lucrativos, são: desenvolvimento da missão da organização; composição do conselho e desempenho; seleção e avaliação da gestão sênior; manutenção e construção de recursos financeiros da organização; compreensão e interpretação dos relatórios financeiros, entre outros (Viacava *et al.*, 2005).

Nas organizações de saúde o objetivo principal é, sem dúvida, oferecer atendimento especializado e de qualidade. No entanto, o aumento da demanda da população aos serviços de saúde, tem crescido, e conseqüentemente o interesse de empresários na ampliação dos serviços de saúde e das parcerias público-privadas (Barbosa, 2003).

O interesse de empresários ao investir no setor da saúde é normalmente antecedido de uma análise econômico-financeira da organização de saúde, que se pretende investir. Esta análise é efetuada utilizando-se de indicadores, e, tem a finalidade de demonstrar uma avaliação da situação atual e do andamento das operações financeiras de uma instituição, fornecendo subsídios para a tomada de decisão de seus usuários (Padovesi & Benedicto (2010).

### **2.3 Desempenho econômico-financeiro**

Há três dimensões do construto desempenho econômico-financeiro: mercado, crescimento e lucratividade/rentabilidade. Na dimensão de mercado, os indicadores lucro por ação, valorização das ações, dividendos sobre preço da ação, volatilidade das ações, valor de mercado/valor patrimonial e Q de Tobin, são os mais comumente utilizados (Santos, 2008). Indicadores similares para analisar o desempenho financeiro baseado na geração de valor econômico são o *Economic Value Added* (EVA) e o *Market Value Added* (MVA). O EVA, valor econômico adicionado, também conhecido como lucro residual, permite verificar o valor efetivamente acrescido ao patrimônio líquido em determinado período. O MVA valor de mercado adicionado é a diferença entre o capital investido por acionistas e o valor de mercado da empresa (Santos & Watanabe, 2005).

Quanto à dimensão do crescimento, têm-se os indicadores de *Market share*, lucro líquido, ativo total, faturamento e número de funcionários (Santos, 2008).

A dimensão de lucratividade e rentabilidade são as mais exploradas para avaliação do desempenho financeiro, e engloba medidas de lucro sobre as vendas, retorno sobre ativos, investimentos e patrimônio (Brito, Brito & Morganti, 2009).

Alguns autores entendem que lucratividade é uma dimensão distinta de rentabilidade. A rentabilidade está vinculada aos indicadores de retorno sobre ativos e investimentos, e a lucratividade determina o lucro sobre as vendas, ou seja, o lucro da atividade fim (Perin & Sampaio, 2004).

Neste contexto, cabe esclarecer que, lucro da atividade é o lucro líquido obtido por intermédio do faturamento que a empresa realiza, ou seja, é o lucro auferido a partir das receitas operacionais, menos as despesas operacionais e menos os custos da atividade (Marques, 2011).

Uma das técnicas adotadas que possuem a competência de refletir a situação econômico-financeira das empresas, quanto a capacidade de liquidez, rentabilidade e a estrutura de capital, é a utilização de índices, extraídos das demonstrações financeiras (Assaf Neto, 2003; Damodaran, 2004).

### 2.3.1 Demonstrações financeiras e análise de balanços

As demonstrações financeiras, como o balanço patrimonial e a demonstração de resultado do exercício (DRE), são instrumentos utilizados por acionistas, administradores e credores, para conhecer a posição e a evolução financeira da empresa. De acordo com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, as demonstrações contábeis são elaboradas e divulgadas para usuários externos em geral, com finalidades distintas e necessidades diversas (CPC, 2011).

Com referência ao balanço patrimonial, sua função básica é ressaltar o conjunto patrimonial de uma entidade, classificando-o em bens e direitos, que são representados no ativo; em obrigações, que são registradas no passivo; e em valor patrimonial dos proprietários e acionistas, que são descritos no patrimônio líquido (Padoveze & Benedicto, 2010).

No que se refere a DRE, esta tem a finalidade de fornecer, de maneira estruturada, os resultados (lucro ou prejuízo) obtidos pela empresa em determinado exercício social, os quais são transferidos para contas do patrimônio líquido. O lucro ou prejuízo são decorrentes das receitas, despesas e custos incorridos pela organização em determinado período e apropriados pelo regime de competência (Assaf Neto, 2010).

Marion (2010) relata que, o surgimento da análise de balanços teve origem dentro do sistema bancário, quando da utilização de suas informações para a tomada de decisões em conceder ou não um empréstimo. Com o tempo ela foi ganhando maior importância, como instrumento de auxílio à tomada de decisão, tanto pelos gestores nas empresas, como por investidores, fornecedores e outros. A análise de balanços mostra sua importância e utilidade com a abertura de capital por parte das empresas, facilitando a participação de pequenos ou grandes investidores como acionistas, orientando-os à escolha de empresas bem-sucedidas.

Conhecer a situação econômica e financeira das empresas do mesmo ramo, torna-se indispensável, para auxiliar gestores na tomada de decisão e na captação de novos recursos junto aos investidores, como descreve Matarazzo (2010), a análise de balanços é essencial para quem pretende relacionar-se com uma empresa, pois permite reconhecer suas limitações, conhecer suas potencialidades e estimar seu futuro.

O objetivo da análise de balanços é extrair informações das demonstrações contábeis, de modo a transformar os dados monetários em informações que irão assessorar na tomada de decisão, sendo que quanto melhores informações fornecer, mais eficiente será (Matarazzo, 2010).

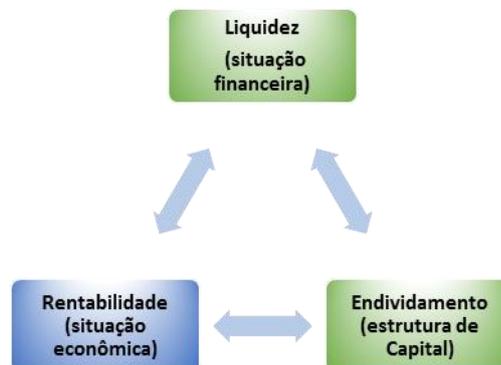
Cada usuário da análise de balanços está interessado em uma particularidade da empresa. Os fornecedores, por exemplo, necessitam conhecer a capacidade de pagamento de seus clientes. Compradores também fazem a análise de seus fornecedores, isso acontece geralmente quando os fornecedores não possuem o mesmo porte da empresa compradora ou possam de alguma forma oferecer riscos (Matarazzo, 2010).

A análise de balanços e das demonstrações contábeis é feita basicamente, por três métodos: a análise Vertical (ou de estrutura), a análise Horizontal (ou de comportamento) e a análise por indicadores. Os indicadores encontrados são comparados com os indicadores padrão do setor de atividade da empresa (Szuster & Szuster, 2010).

Desta forma, neste estudo, os indicadores de rentabilidade e lucratividade, foram calculados utilizando-se as informações obtidas no balanço patrimonial e demonstração de resultado do exercício (DRE) dos hospitais privados, o que corrobora com Martins (2005), que afirma que a utilização das demonstrações financeiras hospitalares serve como fonte de informações para a análise financeira de hospitais.

### 2.3.2 Indicadores econômico-financeiros

Os indicadores mais utilizados para verificar o desempenho de uma organização são os indicadores de liquidez, os indicadores de estrutura de capital e os indicadores de rentabilidade. De acordo com Marion (2010), “só teremos condições de conhecer a situação econômico-financeira de uma empresa por meio dos três pontos fundamentais de análise: Liquidez (situação financeira), Rentabilidade (situação econômica) e Endividamento (estrutura de capital) ”.



**Figura 6: Tripé da análise de balanços**  
Fonte: Marion (2010)

De acordo com a Figura 6, o tripé da análise de balanços, representa o equilíbrio e são suficientes para ter uma visão superficial da empresa a ser analisada. Os indicadores de liquidez são utilizados para avaliar a capacidade de saldar os compromissos da empresa, os indicadores de endividamento mostram o nível de endividamento quanto ao capital próprio e de terceiros, e por fim os indicadores de rentabilidade mostram o potencial das receitas, a habilidade de gerar resultados, a evolução das despesas, entre outros (Marion, 2010).

A análise de rentabilidade permite avaliar os resultados financeiros do hospital, em relação aos investimentos e aos retornos dos proprietários, ou seja, o nível de êxito econômico do hospital (Souza *et al.*, 2009).

Ao realizar-se a análise econômica e financeira de uma empresa é necessário compará-la com outras empresas do mesmo segmento, para avaliar se a empresa está em situação favorável ou desfavorável, em relação às demais do ponto de vista econômico e financeiro. Segundo Marion (2010), quando calculamos índices de demonstrações financeiras de empresas do mesmo ramo de atividade, para servir de base de comparação para outras empresas, estamos calculando o índice-padrão.

A comparação com padrões do setor é relevante no sentido de fornecer uma melhor avaliação da empresa, pois permite compará-la com a realidade do mercado (Padoveze & Benedicto, 2010).

Entre as principais formas de análise das empresas está o comparativo, seja entre indicadores de um ano para outro, ou relacionando-se indicadores com outros afins (Assaf Neto, 2010).

Para o cálculo dos indicadores existem diversas fórmulas que podem ser utilizadas, o cálculo dos índices com base nas fórmulas é a primeira etapa da análise, sendo que a segunda etapa é a interpretação do que significa o índice, ou seja, como explicá-lo, e a terceira etapa é a conceituação, isto é, saber se é bom, ruim ou razoável, dessa forma, não é apenas realizar o cálculo dos indicadores, mas interpretá-los de maneira correta (Marion, 2010).

Para identificar as melhores empresas do ano, as publicações especializadas, de acordo com o ramo de atuação, escolhem uma série de indicadores e os ponderam de acordo com sua interpretação, sendo o maior resultado, a melhor empresa no ranking (Padoveze & Benedicto, 2010).

Com o objetivo de identificar o desempenho financeiro dos hospitais privados, para um eventual aporte de capital estrangeiro, o presente trabalho utilizará os indicadores de

rentabilidade: Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Retorno sobre o Investimento (ROI); e o indicador de lucratividade, Margem Líquida (ML); além da Margem Ebitda (MEb), e da Geração de Caixa, mais conhecido como EBITDA, como explica a Figura 7.

| Indicadores                                     | Fórmula de cálculo   | Definição constitutiva  |
|---|--|---|
| <b>ROI</b> = Retorno sobre o Investimento       | $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$   | O indicador reflete quanto o hospital teve de lucro líquido sobre o ativo. Este indicador tem por objetivo, segundo Matarazzo (2010), informar uma média da capacidade de gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se.<br>Quanto maior, melhor.  |
| <b>ROE</b> = Retorno sobre o Patrimônio Líquido | $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$  | O indicador mensura o retorno dos recursos aplicados no hospital por seus proprietários (Assaf Neto, 2003; Damodaran, 2004).<br>Quanto maior, melhor.   |
| <b>ML</b> = Margem Líquida                      | $\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}} \times 100$   | Representa a medida de lucratividade dos hospitais e evidencia o resultado depois do pagamento de todas as despesas, e após o pagamento de todos os impostos (Lameira, 2005).<br>Quanto maior for a ML, melhor.   |
| <b>EBITDA</b>                                   | Lucro Líquido<br>+ Despesas financeiras<br>+ Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro<br>+ Depreciação, amortização e exaustão | Representa o potencial de um hospital gerar caixa por meio de suas operações.<br>Corresponde ao lucro antes de considerar o custo de qualquer capital tomado emprestado, dos impostos incidentes sobre o lucro, além da depreciação, amortização e exaustão que não representam desembolso de caixa (Bodie; Kane & Marcus, 2000). |
| <b>MEb</b> = Margem Ebitda                      | $\frac{\text{Ebitda}}{\text{Receita Líquida}} \times 100$  | Indica o potencial de geração operacional de caixa e é equivalente ao fluxo operacional bruto de caixa (Kaplan, 1989; Assaf Neto, 2003).<br>A margem Ebitda (MEb) indica a razão entre a capacidade de geração operacional de caixa sobre as receitas líquidas.   |

**Figura 7: Fórmula de cálculo e definição dos indicadores de rentabilidade econômico-financeiros**  
Fonte: Elaborado pela autora.

O ROI (*Return on Investment*) é obtido pela divisão do Resultado Líquido pelo Ativo Total, também conhecido como Retorno sobre Ativos (ROA). Tem a finalidade de medir a eficiência global da administração na geração de lucros, a partir de seus ativos (Martins, 2005). Representa, em outras palavras, a produtividade da utilização dos recursos. Por intermédio do ROI é possível determinar o custo máximo de captação (empréstimos e financiamentos), que poderá ser interessante para a empresa, se for maior que o ROI, dificilmente a empresa conseguirá repor o valor captado no prazo negociado (Salim *et al.*, 2005).

O ROI revela, o retorno produzido pelo total de investimentos realizados por uma empresa em seus ativos (Assaf Neto, 2003; Damodaran, 2004). Em avaliação de empresas, o ROI é significativo, pois é um indicador de desempenho econômico, aplicado tanto na formação da taxa de crescimento, quanto na avaliação da criação de valor (Copeland *et al.*, 2002; Assaf Neto, 2010).

Outro indicador é o ROE (*Return on Equity*), que é obtido pela divisão do resultado líquido pelo patrimônio líquido, ou seja, mede o resultado obtido pelos sócios da empresa (Martins, 2005). É semelhante ao índice Preço/Lucro (P/L) de ações de empresas: quanto menor o P/L, mais interessante se torna para o investidor colocar o dinheiro naquelas ações. Permite comparação com aplicações financeiras, como poupança, renda fixa e fundos de investimento (Salim, Hochman & Ramal, 2005).

Outra análise fundamental é a Margem Líquida (ML), medida em porcentagem, é a divisão do resultado líquido pela receita líquida. Representa a medida de lucratividade usual da empresa e destaca o resultado depois do pagamento de todos os custos e despesas, operacionais ou não, e após o pagamento de todos os impostos. Quanto maior for a ML, melhor (Lameira, 2005; Gitman & Madura, 2003).

Entre os principais indicadores de fluxo de caixa utilizados por analistas financeiros, encontra-se o EBITDA, apesar de sua ampla utilização pelos usuários, é importante salientar que este indicador representa uma informação de natureza não obrigatória, de acordo com as práticas contábeis brasileiras, e a legislação societária. Em outras palavras, as normas contábeis vigentes no Brasil, não obrigam as empresas a calcular e divulgar tal indicador, por essa razão, o EBITDA é considerado uma informação não regulada. Por outro lado, as normas contábeis já possuem um indicador similar: o Fluxo de Caixa Operacional (FCO), que é divulgado na demonstração dos fluxos de caixa (Macedo *et al.*, 2012).

O EBITDA ganhou notoriedade nos EUA na década de 70, quando algumas empresas o utilizaram, como uma medida temporária para analisar somente o período que uma empresa, ao investir em infraestrutura, levaria para prosperar no longo prazo (Lima, Santana & Nossa (2004).

O EBITDA representa uma medida de lucratividade das operações da empresa, é um indicador da eficiência operacional, que tem por finalidade, medir o resultado da atividade da empresa. É calculado ao retirar-se do lucro operacional os valores de depreciação, amortização e encargos referentes a juros provenientes de financiamento de dívida, ou seja, corresponde ao lucro antes de avaliar o custo de qualquer capital tomado emprestado, além dos impostos incidentes sobre o lucro (Bodie, Kane & Marcus, 2000).

É um indicador cada vez mais utilizado para a avaliação do desempenho das empresas, e trata-se de um parâmetro de valorização da empresa. Quanto maior for, melhor (Bodie *et al.* 2000; Macedo *et al.*, 2012).

A partir da década de 1970, a utilização do EBITDA se tornou significativa no mercado financeiro americano, pois ao excluir os juros dos recursos financiados e somando a depreciação dos ativos, os investidores conseguiam projetar uma medida de performance futura da empresa, considerando assim, apenas a atividade operacional (Zaffani, 2012).

Martins (1998) conceitua EBITDA como o potencial de geração de caixa dos ativos genuinamente operacionais. Entretanto, outros itens, não relacionados à atividade operacional da empresa, podem compor o lucro líquido e, portanto, o EBITDA; como por exemplo, o resultado da equivalência patrimonial, que corresponde ao lucro ou prejuízos de investimentos em coligadas e/ou controladas; além de receitas de dividendos, decorrentes de investimentos avaliados pelo método do custo, ou seja, nestes casos, os resultados provenientes da atividade de investimento, poderiam estar compondo o EBITDA.

King (2001) salienta, quatro finalidades para o EBITDA, quais sejam: a) substituto do lucro para a análise da relação preço/lucro; b) indicador alternativo para analisar organizações empresariais com grandes investimentos, que eventualmente estejam operando com prejuízo; c) base para projeção de fluxo de caixa para análise de *valuation*; d) quando se considera que o valor se encontra disponível. O autor conclui que, o EBITDA somente é utilizado por empresas que tiveram o lucro líquido menor que o esperado e que estão tentando disfarçar notícias ruins.

Corroborando com King (2001), Isidro & Marques (2009) argumentam que, as empresas utilizam os indicadores não obrigatórios, como o EBITDA, de maneira oportunista, o que

eventualmente, tem causado discussões entre acadêmicos e órgãos reguladores sobre a repercussão da divulgação desses indicadores na qualidade da informação contábil.

Por fim, temos a Margem Ebitda (MEb), que é obtida pela divisão do EBITDA pela receita líquida, é um bom indicador da margem operacional de uma empresa, e também amplamente utilizado em análises financeiras. Esse indicador é muito valorizado pelo mercado na avaliação de uma empresa, pois reflete o desempenho da empresa levando em consideração somente os ganhos gerados por sua atividade principal (Cavalcante & Associados, 2014). A Margem Ebitda indica o potencial de geração operacional de caixa e é equivalente ao fluxo operacional bruto de caixa (Kaplan, 1989; Assaf Neto, 2003).

### 3 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

A metodologia utilizada para responder à questão de pesquisa, é um estudo de natureza descritiva e exploratória, por meio de uma estratégia de pesquisa quase-experimental, classificada como *ex post facto*. Perante uma avaliação quantitativa, a pesquisa adotou uma abordagem multivariada, por meio da técnica de escalonamento multidimensional e da aplicação do modelo de agrupamentos.

A natureza descritiva foi utilizada neste estudo, uma vez que buscou-se analisar os indicadores econômico-financeiros e descrever os princípios de governança adotados pelos hospitais. A pesquisa descritiva tem por característica observar, registrar, analisar, e correlacionar fatos e fenômenos, buscando descrevê-los, classificá-los e interpretá-los (Rampazzo, 2005). Pesquisas dessa natureza têm como objetivo descrever fenômenos ou particularidades associadas à amostra e descobrir possíveis associações entre as diferentes variáveis em estudo (Cooper & Schindler, 2008).

A escassez de estudos sobre o investimento estrangeiro em hospitais privados favoreceu a abordagem exploratória do tema, pois despertou a investigação na busca por padrões, conceitos ou suposições.

As pesquisas exploratórias são utilizadas quando o tema em estudo foi pouco explorado. (Munaretto, Corrêa & Cunha, 2013). A pesquisa exploratória é desenvolvida no sentido de proporcionar uma visão geral acerca de determinado fato, procura padrões, ideias ou suposições e tem como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a confirmação de intuições. Isso ocorre porque, procura-se conhecer, mais profundamente, o tema abordado, de modo a seguir uma orientação que se volta para a descoberta (Collis & Hussey, 2005).

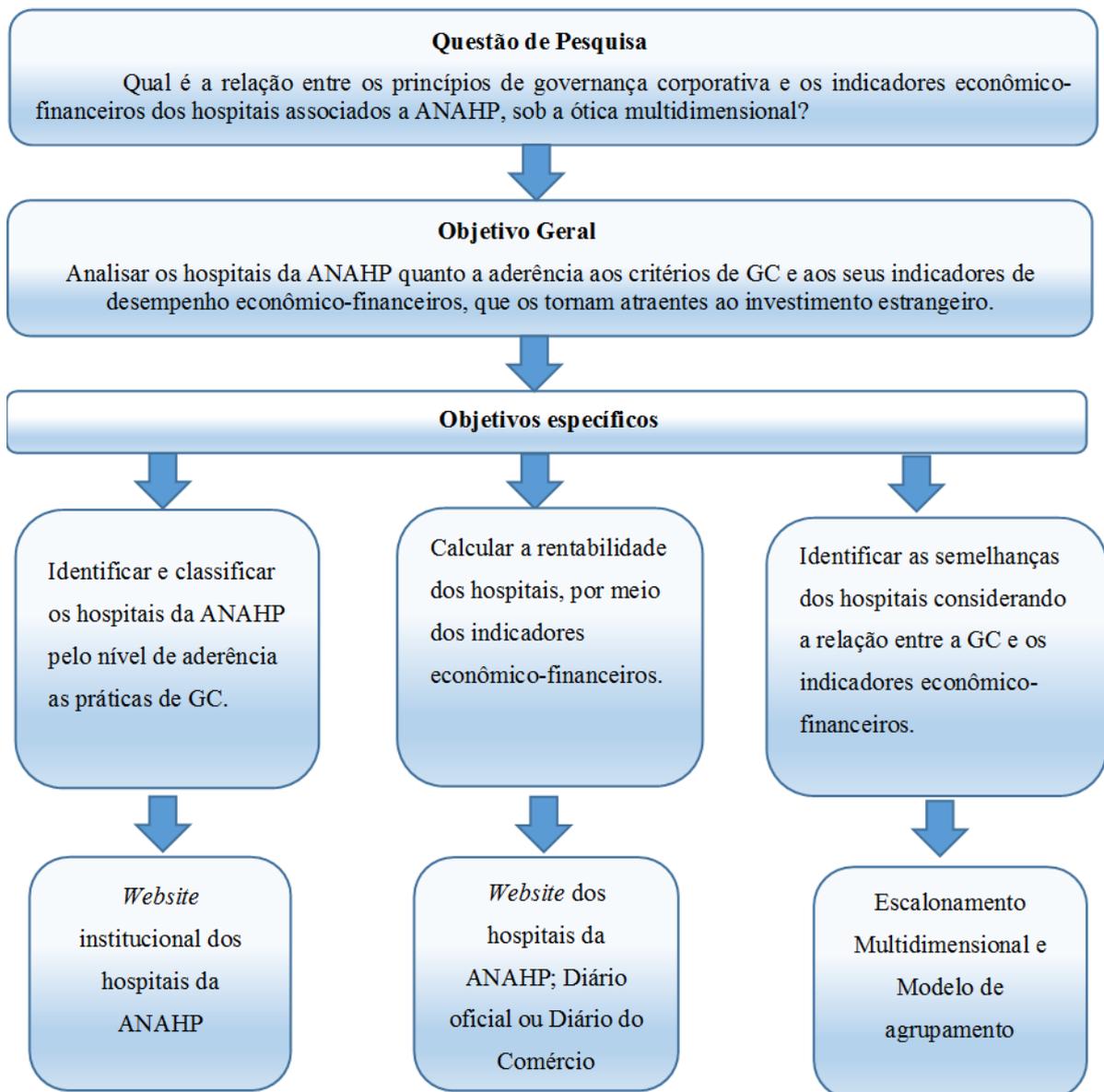
Na pesquisa *ex post facto*, após os fatos, não é possível controlar as variáveis independentes, no sentido de manipulá-las, o pesquisador pode apenas relatar o que aconteceu ou o que está acontecendo no momento, sendo possível, entretanto, fazer inferências e obter conclusões (Cooper & Schindler, 2008).

O escalonamento multidimensional é uma técnica estatística que analisa posicionamentos, comparando padrões, graus de proximidade e classificações por afinidade entre diversos elementos (Herdeiro, 2007).

A análise de agrupamentos ou conglomerados tem sido usada como técnica exploratória, pelo fato de não ter base estatística para formular inferências sobre uma população ou uma amostra, esta técnica possui característica descritiva, ateorética e não inferencial (Pohlmann, 2007).

Quanto a coleta dos dados, foram utilizados dados secundários coletados de forma estruturada. De acordo com Cooper e Schindler (2008), dados secundários são aqueles que têm pelo menos um nível de interpretação, firmado entre o fato e o seu registro, por exemplo, as demonstrações financeiras publicadas pelas organizações.

O fluxo de atividades da pesquisa foi desenvolvido de acordo com o eixo principal do estudo, ou seja, baseou-se na análise da relação das boas práticas de GC e do desempenho econômico-financeiro, como demonstrado na Figura 8.

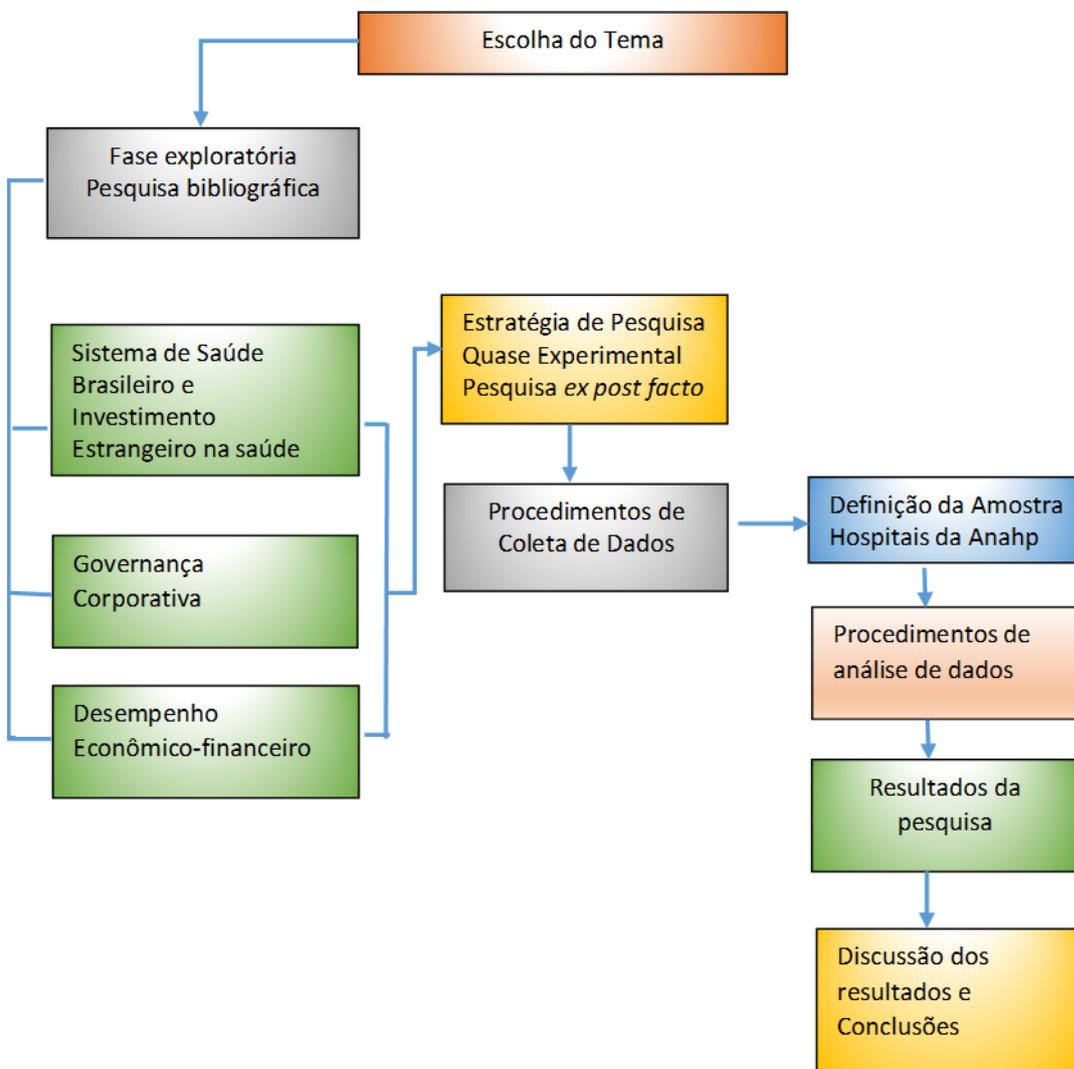


**Figura 8 – Fluxo de atividades do projeto de pesquisa.**

Fonte: Adaptado de Pissinato (2014). A repercussão das unidades de assistência médica ambulatorial (AMA). Dissertação de mestrado, Universidade Nove de Julho, São Paulo, SP, Brasil.

### 3.1 Delineamento da pesquisa

Nesta etapa da pesquisa, foram investigados os pressupostos, fundamentados no capítulo 2 Referencial Teórico, onde buscou-se a revisão bibliográfica da literatura nacional e internacional sobre o tema em questão. A construção da plataforma teórica, permitiu dar suporte a fundamentação teórico metodológica. Essa etapa contemplou uma ampla consulta a artigos de revistas científicas, livros, dissertações, teses e anais de congressos acadêmicos das áreas de contabilidade, administração, gestão de organizações hospitalares e gestão de saúde. Desta forma, foi possível elaborar os principais polos teóricos, a saber: o sistema de saúde brasileiro, a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro; além de constituir o delineamento teórico que fundamentou o objetivo principal da pesquisa, conforme a Figura 9.



**Figura 9: Delineamento de pesquisa.**  
Fonte: Elaborado pela autora.

### 3.1.1 Construtos e pressupostos da pesquisa

O construto apresenta como significado a construção intencional de hipóteses, a partir de uma observação teórica que possa ser delimitada, traduzida em proposição e mensurada (Martins & Theóphilo, 2009).

A figura 10 apresenta os construtos, os pressupostos e os respectivos autores que, justificam a aderência a questão principal de pesquisa, conseqüentemente os objetivos e posteriormente as conclusões do estudo:

| Pilares   | Construtos  | Autores   | Pressupostos   |
|---|---|---|--|
| <b>Sistema de Saúde brasileiro e Investimento estrangeiro</b> | Crescimento do mercado de saúde brasileiro                | OMS, 2005; IBGE, 2013; ANAHP, 2015; Alsan, Bloom & Canning (2006); Sachs, 2015.   | As perspectivas macroeconômicas do setor de saúde, o aumento da expectativa de vida ao nascer e o aumento da incidência de doenças crônicas, favorecem a pesquisa, quanto ao potencial de crescimento do mercado de saúde brasileiro e a oportunidade do investimento estrangeiro em hospitais privados. |
|   | Alvos atrativos para o Investimento Estrangeiro na saúde. | Sá <i>et al.</i> , 2015; Balestrin, 2015; Medici, 2015; Chanda, 2007; Smit <i>et al.</i> , 2009; Lautier, 2014; Hiratuka, 2015.       |  |
| <b>Governança Corporativa</b>                                 | Boas práticas de GC.                                      | CVM, 2002; Callado <i>et al.</i> , 2013; Sousa, 2013; IBGC, 2009; IBGC, 2014; Luca, 2011; Sousa, 2013; Eeckloo <i>et al.</i> , 2004.  | O Conselho de administração ou consultivo, e os princípios básicos como a transparência, a prestação de contas e a responsabilidade social, refletem as boas práticas de GC.   |
| <b>Desempenho econômico-financeiro</b>                        | Análise de rentabilidade dos hospitais.                   | Assaf Neto, 2003; Souza <i>et al.</i> 2009; Martins, 2005; Marques, 2011; Assaf Neto, 2010; Marion, 2010; Padoveze & Benedicto, 2010. | Análise realizada por meio de indicadores de modo a facilitar a avaliação dos resultados financeiros em relação às receitas médicas, aos investimentos e ao retorno dos proprietários.   |

**Figura 10: Construtos, pilares e pressupostos**

Fonte: Elaborado pela autora, baseado na revisão da literatura.

### 3.2 Procedimentos de coleta de dados

Para atingir os objetivos específicos foram utilizados dados secundários, obtidos por meio da *web*. Ao acessar o *website* da ANAHP, localizou-se na página membros, a relação dos hospitais associados titulares, onde foi possível identificar a existência de 60 hospitais associados.

A partir de então, foram realizadas buscas diretamente no *website* de cada hospital associado, com a finalidade de localizar, primeiramente, as demonstrações financeiras, que seriam utilizadas posteriormente para a obtenção das variáveis necessárias para calcular a rentabilidade dos hospitais por meio dos indicadores econômico-financeiros.

Ao acessar o *website* de cada hospital, procurou-se inicialmente a página institucional e na sequência buscou-se localizar o relatório anual, relatório de sustentabilidade ou similar, nestes relatórios são divulgadas as informações de interesse aos *stakeholders*, ou seja, práticas de GC, responsabilidade social, transparência, prestação de contas e inclusive, as demonstrações financeiras, como o balanço patrimonial e as demonstrações de resultado do exercício (DRE).

Ocasionalmente, para alguns hospitais que não divulgaram as demonstrações financeiras em seus respectivos *websites*, se fez necessária uma busca no Diário oficial do Estado ou Diário do comércio do Estado, por meio do site [www.jusbrasil.com.br](http://www.jusbrasil.com.br).

A obtenção dos balanços patrimoniais foi fundamental para a definição da amostra, pois estes documentos contábeis contêm grande parte das informações utilizadas neste estudo.

Do mesmo modo, após a definição da amostra, para identificar as práticas de GC, a coleta de dados foi realizada por meio de busca no *website* de cada hospital. Na página institucional, preferencialmente, buscou-se localizar a divulgação de boas práticas de GC, baseadas nos conceitos já descritos anteriormente no capítulo 2 e ilustradas na Figura 5.

#### 3.2.1 Definição da amostra

O primeiro procedimento metodológico consistiu na delimitação do escopo da pesquisa (Cooper & Schindler, 2008). Delimitar uma pesquisa significa estabelecer limites para ela, além de definir se haverá possibilidade de investigar o universo ou se será necessária a utilização de uma amostra. O universo de uma pesquisa é um conjunto de elementos que possui pelo menos uma característica comum (Silva, 2014).

Para a obtenção dos dados relativos ao universo investigado, a fonte de referência utilizada foi a relação de hospitais privados associados a ANAHP. Entre os 60 hospitais associados, foram seguidos os seguintes critérios de inclusão: (i) ser associado da ANAHP; (ii) ter balanço publicado na *web*; (iii) não possuir balanço consolidado como grupo conglomerado. Por conseguinte, formou-se os critérios de exclusão: (i) hospitais cujos balanços não foram encontrados nos principais meios de comunicação e na *web*; (ii) hospitais da ANAHP pertencentes a um grupo conglomerado, cujo balanço consolidado apresentou outros hospitais não associados a ANAHP.

### 3.2.2 Variáveis investigadas

O segundo procedimento metodológico consistiu na definição das variáveis a serem consideradas. Segundo Beuren e Porton (2009), uma variável pode assumir diferentes valores ou características necessárias para a compreensão de um fato ou fenômeno.

Diante dos objetivos específicos propostos para esta pesquisa, para identificar o nível de aderência as práticas de Governança Corporativa foram consideradas as seguintes variáveis: Conselho de Administração ou Consultivo; transparência; prestação de contas e responsabilidade social.

Para calcular a rentabilidade dos hospitais, foram consideradas as seguintes variáveis *inputs*: lucro líquido, ativo total, patrimônio líquido, receita líquida, despesas financeiras, impostos incidentes sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão. E como consequência, foram obtidas as variáveis *outputs*: Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Retorno sobre o investimento, Margem líquida, EBITDA, e Margem Ebitda.

### 3.3 Procedimentos de análise de dados

O primeiro objetivo específico, foi identificar o nível de aderência às boas práticas de GC, para este fim foram utilizadas variáveis dicotômicas, de modo que, as variáveis que apresentaram resultado positivo, considerou-se 1=sim ou em caso negativo 0=não. Variáveis dicotômicas são aquelas que possuem apenas dois valores, refletindo a ausência ou presença de uma propriedade (Cooper & Schindler, 2008).

Sendo assim, as variáveis de GC como Conselho de Administração, transparência, prestação de contas e responsabilidade social, foram identificadas por meio do *website* dos hospitais e, cada uma recebeu uma classificação, ou seja, o número 1 (um) ou o número 0 (zero).

A variável com nível de mensuração nominal dicotômica pode assumir apenas duas categorias possíveis, sem ordem ou hierarquia, os números utilizados têm função puramente de classificação e não podem ser operados aritmeticamente (Martins & Theóphilo, 2009).

Para a realização do segundo objetivo específico, no que diz respeito ao cálculo da rentabilidade dos hospitais por meio dos indicadores econômico-financeiros, as variáveis *inputs* foram submetidas ao cálculo aritmético com auxílio da ferramenta *Microsoft Excel*, segundo as fórmulas descritas a seguir:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

$$\text{ML} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}} \times 100$$

$$\text{EBITDA} = \text{Lucro Líquido} + \text{Despesas financeiras} + \text{IR e CSSL} + \text{Depreciação amortização e exaustão}$$

$$\text{MEb} = \frac{\text{Ebitda}}{\text{Receita Líquida}} \times 100$$

Por fim, com o objetivo de identificar possíveis semelhanças entre as organizações, considerando a relação entre a GC e os indicadores econômico-financeiros, foi aplicada a técnica de Escalonamento Multidimensional (EMD) e posteriormente foi realizada a análise de agrupamento de hospitais.

O EMD também conhecido como “mapeamento perceptual”, é o procedimento que permite a um pesquisador diferenciar a imagem relativa percebida de um conjunto de objetos (Hair, Black, Babin, Anderson & Tatham, 2009).

Uma das características principais do EMD é a possibilidade de utilização de diferentes variáveis, independentemente do tipo de mensuração de cada uma, pois o EMD é baseado em uma comparação de objetos, medidos de forma objetiva, por meio de diversos tipos de medidas, não importando a distribuição dos dados (Hair *et al.*, 2009).

Segundo Malhotra (2012), o EMD é uma técnica multivariada, que permite uma visualização gráfica relativa as posições dos hospitais, comparados em um plano cartesiano.

Desta forma, foi possível demonstrar os agrupamentos dos hospitais, por semelhanças de GC e de indicadores econômico-financeiros. Para a análise quantitativa dos dados, foi utilizado o pacote estatístico SPSS® 15.0, os dados coletados foram inseridos, para posterior obtenção de uma visualização gráfica em um plano cartesiano. Sendo assim, comparou-se as posições dos hospitais e formaram-se agrupamentos.

Como esclarece Silva (2014), apesar do modelo de EMD estar moderadamente livre de pressupostos de distribuição, deve-se selecionar o nível de mensuração que as medidas serão realizadas, ou seja, ordinal, intervalar, ou de razão, para que posteriormente, proceda-se aos cálculos adequadamente.

De acordo com o mesmo autor, para se proceder a análise estatística, por meio do software SPSS® 15.0, deve-se selecionar, se os dados são distâncias ou se estas distâncias serão criadas. Na segunda hipótese, caso as distâncias sejam criadas, utilizar-se-á do modelo ALSCAL com distância euclidiana, sendo os dados normalizados pelo z-score.

A distância euclidiana, conforme elucida Marques (2003), é a medida de distância mais conhecida e comumente utilizada, é a distância geométrica no espaço multidimensional. É denominada uma medida de dissimilaridade, quanto maior o valor observado, menos parecidos serão os objetos.

Sendo assim, após a aplicação da técnica de EMD, foi obtido um mapa perceptual gerado a partir das variáveis dicotômicas de GC e dos indicadores econômico-financeiros. Este mapa analisou a relação causal entre as diferentes variáveis e indicou os possíveis agrupamentos, de acordo com as distâncias euclidianas.

Para a análise dos dados, foram consideradas a natureza das variáveis, sua extensão e o possível relacionamento causal entre elas (Souza *et al.*, 2010). Desta maneira, o mapa perceptual foi estudado considerando-se os agrupamentos formados por hospitais com variáveis semelhantes, criadas a partir da relação entre o nível de aderência a GC e os indicadores econômico-financeiros.

### **3.4 Limitações do método**

A metodologia escolhida apresenta algumas limitações quanto a não realização de um estudo empírico, limitando-se a pesquisa bibliográfica e a coleta de dados por meio de fontes secundárias, o que não invalida o resultado obtido, mas sugere uma intervenção parcial dos procedimentos de campo nos dados levantados.

## 4 RESULTADOS DA PESQUISA

Inicialmente apresenta-se o resultado da amostra, que foi definida a partir da relação de hospitais privados associados a ANAHP até 2014 e de acordo com os critérios de inclusão e exclusão, definidos no item 3.2.1. Entre os 60 hospitais associados, 34 hospitais publicaram balanço, porém 14 hospitais pertencem a grupos conglomerados, cujo balanço é consolidado com outros hospitais não associados a ANAHP. Por conseguinte, a amostra resultou em 20 hospitais que atenderam aos critérios selecionados para o estudo, conforme mostra a Tabela 1.

Tabela 1:

**Características dos hospitais da amostra**

| Código | Hospitais associados ANAHP              | Localização         | Natureza            | nº Leitos |
|--------|---|---------------------|---------------------|-----------|
| H01    | A.C. Camargo Câncer Center              | São Paulo - SP      | Filantrópico        | 520       |
| H02    | Complexo Hospitalar Edmundo Vasconcelos | São Paulo - SP      | Filantrópico        | 220       |
| H03    | Hospital Alemão Oswaldo Cruz            | São Paulo - SP      | Filantrópico        | 365       |
| H04    | Hospital Bandeirantes                   | São Paulo - SP      | Filantrópico        | 270       |
| H05    | Hospital Esperança                      | Recife - PE         | Com fins lucrativos | 281       |
| H06    | Hospital Felício Rocho                  | Belo Horizonte - MG | Filantrópico        | 355       |
| H07    | Hospital Infantil Sabará                | São Paulo - SP      | Filantrópico        | 153       |
| H08    | Hospital Israelita Albert Einstein      | São Paulo - SP      | Filantrópico        | 670       |
| H09    | Hospital Santa Paula                    | São Paulo - SP      | Com fins lucrativos | 200       |
| H10    | Hospital Márcio Cunha                   | Ipatinga - MG       | Filantrópico        | 530       |
| H11    | Hospital Mater Dei                      | Belo Horizonte - MG | Com fins lucrativos | 659       |
| H12    | Hospital Metropolitan                   | Serra - ES          | Com fins lucrativos | 160       |
| H13    | Hospital Moinhos de Vento               | Porto Alegre - RS   | Filantrópico        | 380       |
| H14    | Hospital Nipo Brasileiro                | São Paulo - SP      | Filantrópico        | 243       |
| H15    | Hospital Português                      | Salvador - BA       | Filantrópico        | 400       |
| H16    | Hospital Samaritano                     | São Paulo - SP      | Filantrópico        | 319       |
| H17    | Hospital Santa Cruz                     | Curitiba - SP       | Com fins lucrativos | 220       |
| H18    | Hospital São Rafael Monte Tabor         | Salvador - BA       | Filantrópico        | 651       |
| H19    | Hospital Sírio Libanês                  | São Paulo - SP      | Filantrópico        | 466       |
| H20    | Vitória Apart Hospital                  | Serra - ES          | Com fins lucrativos | 241       |

**Nota.** Fonte: Anahp, *website* dos hospitais e CNES datasus

### 4.1 Resultado da aderência as práticas de Governança Corporativa

A primeira etapa da análise se concentrou em verificar se os 20 hospitais possuem aderência as práticas de GC. Foram visitados os *websites* dos hospitais, com o intuito de colher informações quanto a existência de um conselho de administração ou conselho consultivo; transparência; prestação de contas e responsabilidade social corporativa.

Para os hospitais que divulgaram suas demonstrações financeiras e informações quanto aos aspectos de sua atividade empresarial e hospitalar, bem como informações de interesse ao público em geral e aos *stakeholders*, foi atribuído o valor 1=sim para os princípios de prestação de contas e transparência. Por outro lado, para os hospitais que não divulgaram em seus

respectivos *websites* a existência de um Conselho de Administração ou a prática de Responsabilidade Social, estes princípios foram considerados inexistentes, sendo assim receberam o valor 0=não. Neste sentido, o nível de aderência dos hospitais considerados na amostra, apresentaram os resultados como mostra a Tabela 2 e ilustra a Figura 11.

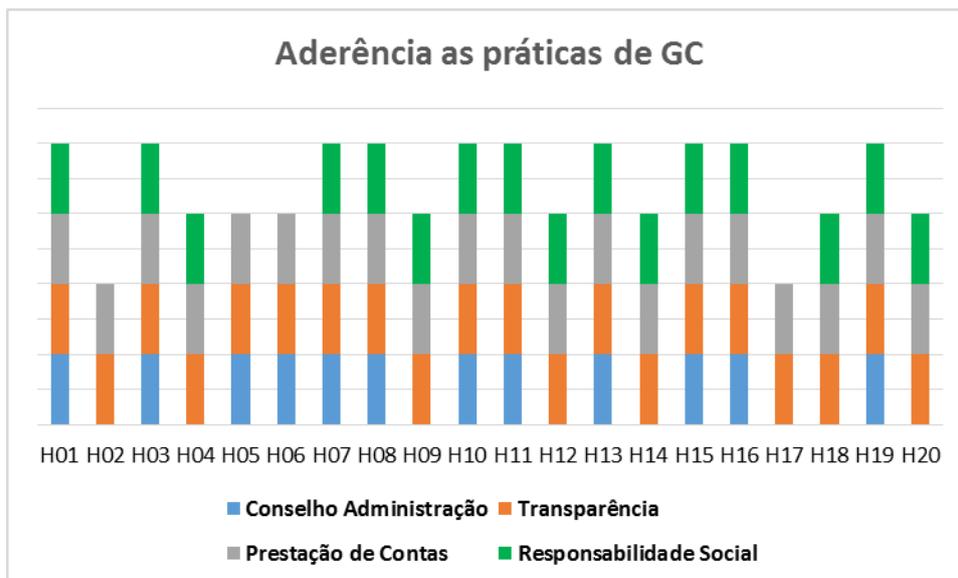
Tabela 2:

**Nível de aderência as práticas de Governança Corporativa**

| Código | Hospitais associados ANAHP              | Conselho Administração | Transparência | Prestação de Contas | Responsabilidade Social |
|--------|---|------------------------|---------------|---------------------|-------------------------|
| H01    | A.C. Camargo Câncer Center              | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H02    | Complexo Hospitalar Edmundo Vasconcelos | 0                      | 1             | 1                   | 0                       |
| H03    | Hospital Alemão Oswaldo Cruz            | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H04    | Hospital Bandeirantes                   | 0                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H05    | Hospital Esperança                      | 1                      | 1             | 1                   | 0                       |
| H06    | Hospital Felício Rocho                  | 1                      | 1             | 1                   | 0                       |
| H07    | Hospital Infantil Sabará                | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H08    | Hospital Israelita Albert Einstein      | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H09    | Hospital Santa Paula                    | 0                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H10    | Hospital Márcio Cunha                   | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H11    | Hospital Mater Dei                      | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H12    | Hospital Metropolitano                  | 0                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H13    | Hospital Moinhos de Vento               | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H14    | Hospital Nipo Brasileiro                | 0                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H15    | Hospital Português                      | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H16    | Hospital Samaritano                     | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H17    | Hospital Santa Cruz                     | 0                      | 1             | 1                   | 0                       |
| H18    | Hospital São Rafael                     | 0                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H19    | Hospital Sírio Libanês                  | 1                      | 1             | 1                   | 1                       |
| H20    | Vitória Apart Hospital                  | 0                      | 1             | 1                   | 1                       |

**Nota.** Variáveis dicotômicas, onde 1=sim e 0=não.

Fonte: Elaborado pelo autor baseado na divulgação das informações contidas nos *websites* das respectivas instituições



**Figura 11: Ilustração gráfica da aderência as práticas de GC nos hospitais da ANAHP**

Fonte: Elaborado pela autora com base nas informações contidas nos *websites* dos hospitais.

## 4.2 Resultado do desempenho econômico-financeiro

A segunda etapa do estudo se dedicou a buscar as variáveis *inputs* utilizadas para calcular os indicadores econômico-financeiros de rentabilidade e lucratividade. Inicialmente demonstra-se apenas os dados financeiros utilizados para o cálculo do EBITDA. Importante esclarecer que, os hospitais que não constam na Tabela 3, já publicaram o EBITDA nos respectivos demonstrativos financeiros.

Tabela 3:

| Informações financeiras para cálculo do EBITDA |                                      |               |                      |           |                                  |         |
|--|--------------------------------------|---------------|----------------------|-----------|----------------------------------|---------|
| Código   | Hospitais associados ANAHP           | Lucro Líquido | Despesas financeiras | IR e CSLL | Depreciação Amortização Exaustão | EBITDA  |
| H05  | Hospital Esperança - PE              | 8.497         | 40.251               | 7.416     | 9.592                            | 65.756  |
| H08  | Hospital Israelita Albert Einstein - | 175.952       | 25.202               | 0         | 120.341                          | 321.495 |
| H09  | Hospital Santa Paula - SP            | 6.090         | 0                    | 5.441     | 4.576                            | 16.107  |
| H11  | Hospital Mater Dei - MG              | 51.437        | 19.055               | 25.655    | 23.455                           | 119.602 |
| H12  | Hospital Metropolitano - ES          | 3.241         | 3029                 | 2485      | 3698                             | 12453   |
| H14  | Hospital Nipo Brasileiro - SP        | 30.469        | 259                  | 0         | 5731                             | 36.459  |
| H15  | Hospital Português - BA              | 7.544         | 9680                 | 0         | 7320                             | 24.544  |
| H16  | Hospital Samaritano - SP             | 38.720        | 4.520                | 0         | 14.519                           | 57.759  |
| H17  | Hospital Santa Cruz - PR             | 1.001         | 1.944                | 1.172     | 2.680                            | 6.797   |
| H20  | Vitória Apart Hospital               | 653           | 5473                 | 1387      | 1858                             | 9.371   |

**Nota.** Fonte: Balanço patrimonial e demonstração de resultado do exercício. Diário oficial do Estado, Diário do Comércio, Relatório Anual da instituição

Vale ressaltar que, o cálculo do EBITDA foi realizado pela somatória das variáveis independentes, lucro líquido, despesas financeiras, IR e CSLL, depreciação, amortização e exaustão. Há de se considerar que, o cálculo do EBITDA do hospital Santa Paula ficou prejudicado em virtude da inexistência da informação do valor de despesas financeiras, no demonstrativo de resultado do exercício (DRE).

A seguir a Tabela 4 apresenta todas as variáveis independentes utilizadas para o cálculo dos indicadores de rentabilidade e lucratividade.

Tabela 4:

**Informações financeiras - Ano base 2014 - Valores em milhares de reais**

| Código | Hospitais associados a ANAHP                 | Lucro Líquido | Ativo Total | Patrimônio Líquido | Receita Líquida | EBITDA  |
|--------|--|---------------|-------------|--------------------|-----------------|---------|
| H01    | A.C. Camargo Cancer Center - SP              | 227.067       | 1.274.491   | 1.061.565          | 931.171         | 207.518 |
| H02    | Complexo Hospitalar Edmundo Vasconcelos - SP | 16.888        | 220.231     | 180.037            | 256.346         | 16.888  |
| H03    | Hospital Alemão Oswaldo Cruz - SP            | 22.800        | 906.800     | 693.900            | 557.200         | 58.600  |
| H04    | Hospital Bandeirantes - SP                   | 6.684         | 233.528     | 79.854             | 479.235         | 14.100  |
| H05    | Hospital Esperança - PE                      | 8.497         | 488.281     | 56.658             | 490.442         | 65.756  |
| H06    | Hospital Felício Rocho - MG                  | 9.123         | 176.469     | 99.057             | 191.156         | 15.146  |
| H07    | Hospital Infantil Sabará - SP                | 5.642         | 69.989      | 8.993              | 154.379         | 14.048  |
| H08    | Hospital Israelita Albert Einstein - SP      | 175.952       | 2.775.544   | 1.973.471          | 2.038.786       | 321.495 |
| H09    | Hospital Santa Paula - SP                    | 6.090         | 107.949     | 15.309             | 250.193         | 16.107  |
| H10    | Hospital Márcio Cunha - MG                   | 49.913        | 410.467     | 306.500            | 610.120         | 53.539  |
| H11    | Hospital Mater Dei - MG                      | 51.437        | 789.077     | 452.572            | 318.987         | 119.602 |
| H12    | Hospital Metropolitano - ES                  | 3.241         | 113.146     | 35.397             | 40.298          | 12.453  |
| H13    | Hospital Moinhos de Vento - RS               | 28.348        | 425.300     | 238.200            | 522.176         | 59.300  |
| H14    | Hospital Nipo Brasileiro - SP                | 30.469        | 341.540     | 294.893            | 322.629         | 36.459  |
| H15    | Hospital Português - BA                      | 7.544         | 178.570     | 47.095             | 340.184         | 24.544  |
| H16    | Hospital Samaritano - SP                     | 38.720        | 544.868     | 384.902            | 437.995         | 57.759  |
| H17    | Hospital Santa Cruz - PR                     | 1.001         | 49.019      | 14.104             | 119.351         | 6.797   |
| H18    | Hospital São Rafael - BA                     | 12.700        | 370.218     | 33.725             | 577.376         | 48.600  |
| H19    | Hospital Sirio Libanes - SP                  | 113.900       | 1.837.700   | 960.700            | 1.476.600       | 152.400 |
| H20    | Vitória Apart Hospital - ES                  | 653           | 150.460     | 48.598             | 94.985          | 9.371   |

Nota. Fonte: Balanço patrimonial e demonstração de resultado do exercício. Diário oficial do Estado, Diário do Comércio, Relatório Anual da instituição

Posteriormente, as variáveis foram submetidas a cálculo aritmético, por meio da ferramenta *Microsoft Excel*. Sendo assim foram obtidos os resultados conforme a Tabela 5.

Tabela 5:

**Indicadores de Rentabilidade**

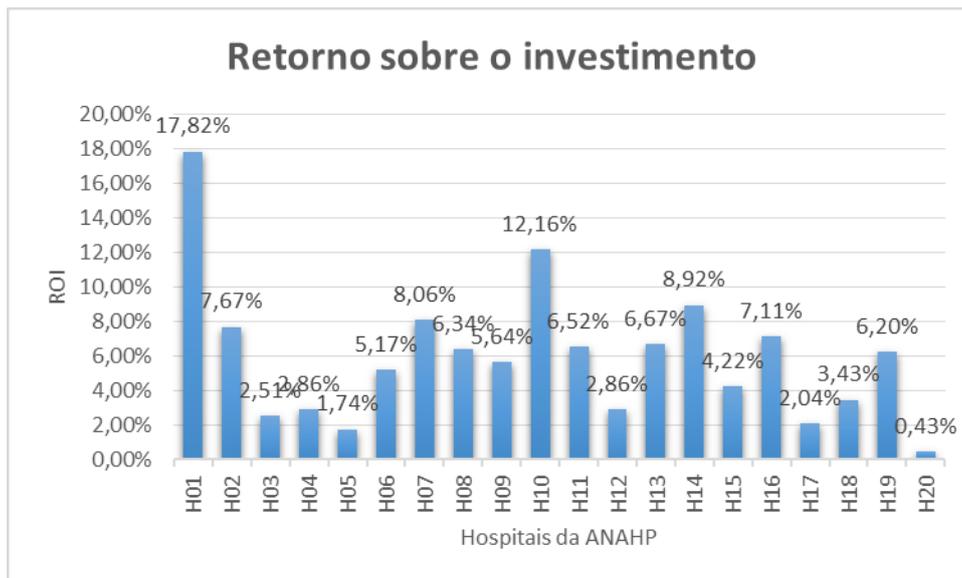
| Código | Hospitais associados ANAHP              | ROI<br>LL/Ativo | ROE<br>LL/PL | ML<br>LL/Receita | Meb<br>Ebitda/Receita | EBITDA  |
|--------|---|-----------------|--------------|------------------|-----------------------|---------|
| H01    | A.C. Camargo Câncer Center              | 17,82%          | 21,39%       | 24,39%           | 22,29%                | 207.518 |
| H02    | Complexo Hospitalar Edmundo Vasconcelos | 7,67%           | 9,38%        | 6,59%            | 6,59%                 | 16.888  |
| H03    | Hospital Alemão Oswaldo Cruz            | 2,51%           | 3,29%        | 4,09%            | 10,52%                | 58.600  |
| H04    | Hospital Bandeirantes                   | 2,86%           | 8,37%        | 1,39%            | 2,94%                 | 14.100  |
| H05    | Hospital Esperança                      | 1,74%           | 15,00%       | 1,73%            | 13,41%                | 65.756  |
| H06    | Hospital Felício Rocho                  | 5,17%           | 9,21%        | 4,77%            | 7,92%                 | 15.146  |
| H07    | Hospital Infantil Sabará                | 8,06%           | 62,74%       | 3,65%            | 9,58%                 | 14.048  |
| H08    | Hospital Israelita Albert Einstein      | 6,34%           | 8,92%        | 8,63%            | 15,77%                | 321.495 |
| H09    | Hospital Santa Paula                    | 5,64%           | 39,78%       | 2,43%            | 6,44%                 | 16.107  |
| H10    | Hospital Márcio Cunha                   | 12,16%          | 16,28%       | 8,18%            | 8,78%                 | 53.539  |
| H11    | Hospital Mater Dei                      | 6,52%           | 11,37%       | 16,13%           | 37,49%                | 119.602 |
| H12    | Hospital Metropolitano                  | 2,86%           | 9,16%        | 8,04%            | 30,90%                | 12.453  |
| H13    | Hospital Moinhos de Vento               | 6,67%           | 11,90%       | 5,43%            | 11,36%                | 59.300  |
| H14    | Hospital Nipo Brasileiro                | 8,92%           | 10,33%       | 9,44%            | 11,30%                | 36.459  |
| H15    | Hospital Português                      | 4,22%           | 16,02%       | 2,22%            | 7,21%                 | 24.544  |
| H16    | Hospital Samaritano                     | 7,11%           | 10,06%       | 8,84%            | 13,19%                | 57.759  |
| H17    | Hospital Santa Cruz                     | 2,04%           | 7,10%        | 0,84%            | 5,69%                 | 6.797   |
| H18    | Hospital São Rafael                     | 3,43%           | 37,66%       | 2,20%            | 8,42%                 | 48.600  |
| H19    | Hospital Sirio Libanês                  | 6,20%           | 11,86%       | 7,71%            | 10,32%                | 152.400 |
| H20    | Vitória Apart Hospital                  | 0,43%           | 1,34%        | 0,69%            | 9,87%                 | 9.371   |

Nota. Fonte: Elaborado pelo autor com base nas informações contábeis contidas nas demonstrações financeiras. O Ebitda é demonstrado em valores absolutos em milhares de reais.

### 4.3 Interpretação dos resultados

Subsequentemente foi realizada a análise descritiva dos indicadores obtidos, este método é utilizado para organizar, resumir e descrever os aspectos importantes de um conjunto de características observadas ou comparar tais atributos entre dois ou mais conjuntos de dados (Reis & Reis, 2002).

A Figura 12 demonstra a análise comparativa do ROI nos hospitais da ANAHP.



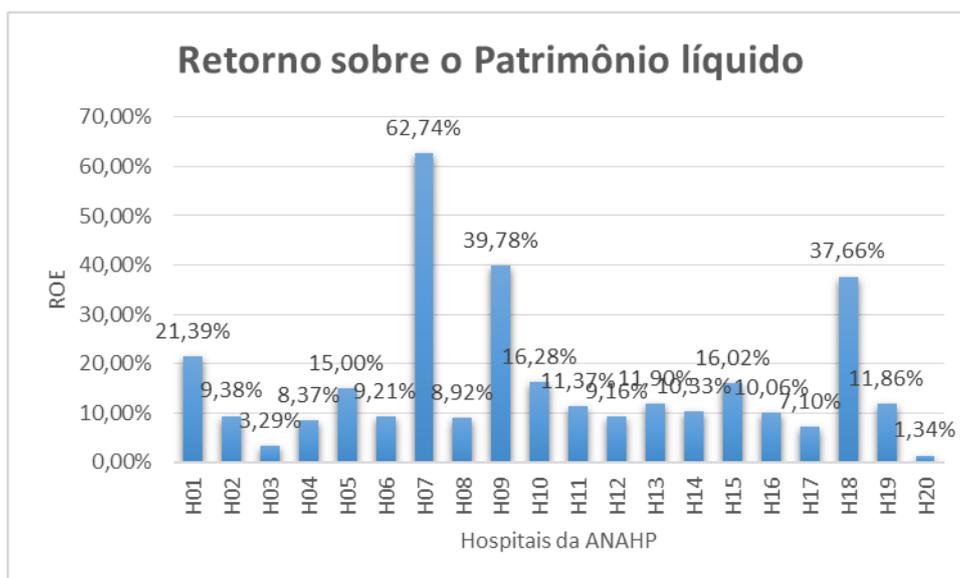
**Figura 12: Análise comparativa do Retorno sobre o investimento – ROI**

Fonte: Elaborado pela autora

O ROI é uma medida potencial de geração de lucro, este indicador evidencia o nível de eficiência com que são utilizados os recursos aplicados no hospital (Martins, 2005). O ROI pode ser interpretado como o custo financeiro máximo que um hospital poderia incorrer em suas captações de recursos, ou seja, se um hospital contratar um empréstimo à uma taxa de juros superior ao ROI, o resultado obtido será inferior à remuneração devida ao credor, prejudicando a rentabilidade dos proprietários (Assaf Neto, 2003; Salim *et al.*, 2005).

Como referência, sugere-se a taxa de juros do programa BNDES de apoio a instituições de saúde, produto de empréstimos destinado ao setor, que foi de aproximadamente 10% a.a. em 2014 (BNDES, 2014). Observa-se que os hospitais A.C Camargo e Marcio Cunha, obtiveram maior eficiência na geração de lucro, com 17,82% e 12,16% respectivamente.

O próximo indicador é o ROE, a análise comparativa é apresentada na Figura 13.



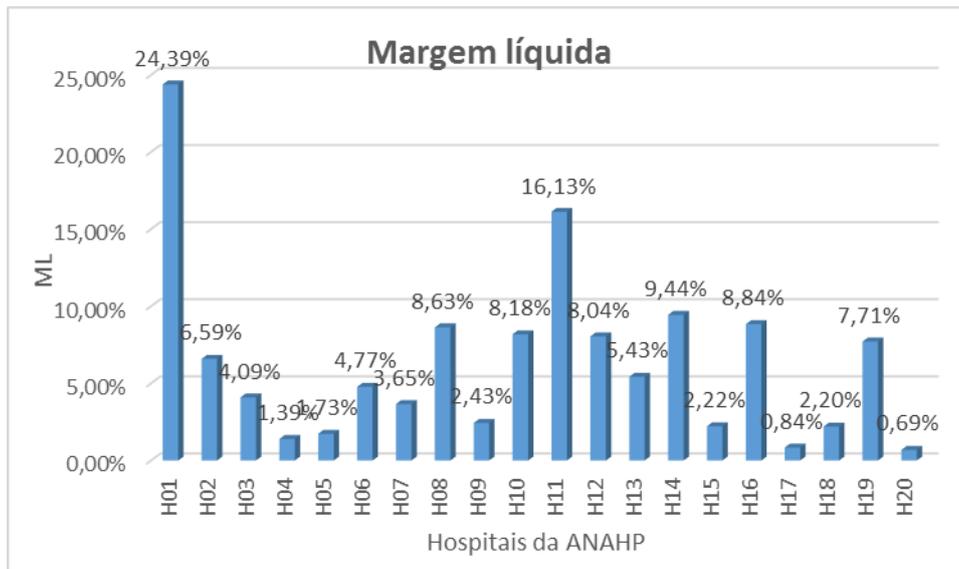
**Figura 13: Análise comparativa do Retorno sobre o patrimônio líquido – ROE**

Fonte: Elaborado pela autora.

O ROE demonstra quanto os proprietários obtêm de retorno para cada R\$ 1,00 de recursos próprios (patrimônio líquido) investidos no hospital (Damodaran, 2007). Em virtude deste indicador permitir a comparação com aplicações financeiras, como poupança, renda fixa, fundos de investimento e outros (Salim, Hochman & Ramal, 2005), utilizou-se nesta análise como comparativo, a taxa Selic (taxa básica de juros da economia) do ano de 2014, que apresentou uma média anual de 10,77% (BCB, 2014).

Verificou-se que os hospitais 01, 05, 07, 09, 10, 11, 13, 15, 18 e 19 proporcionaram retorno aos seus proprietários, superior à taxa básica de juros do país. Enquanto que, os demais hospitais apresentaram retorno positivo aos proprietários, porém inferior ao esperado. Entre os hospitais da amostra destaca-se o hospital Infantil Sabará, que auferiu retorno de 62,74% no período, e os hospitais Santa Paula e São Rafael com 39,78% e 37,66% respectivamente.

A margem líquida é demonstrada a seguir, conforme a Figura 14.

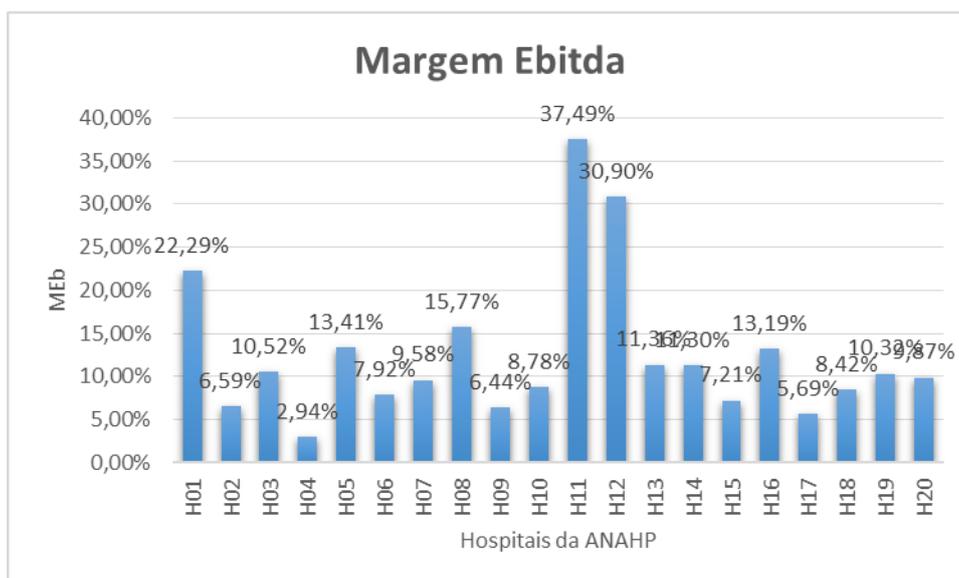


**Figura 14: Análise comparativa da Margem Líquida.**

Fonte: Elaborado pela autora.

A Margem Líquida evidencia qual a parcela da receita líquida restou aos proprietários após serem descontados todos os custos e despesas (Assaf Neto, 2010). A média do setor de serviços de saúde, segundo o Instituto Assaf (2015), foi de 7% em 2014. Desta maneira, é possível inferir que os hospitais 01, 08, 10, 11, 12, 14, 16 e 19 obtiveram resultado acima da média, com destaque para os hospitais A.C Camargo e Mater Dei que obtiveram 24,39% e 16,13% respectivamente.

A Figura 15 exibe a análise comparativa da Margem Ebitda.

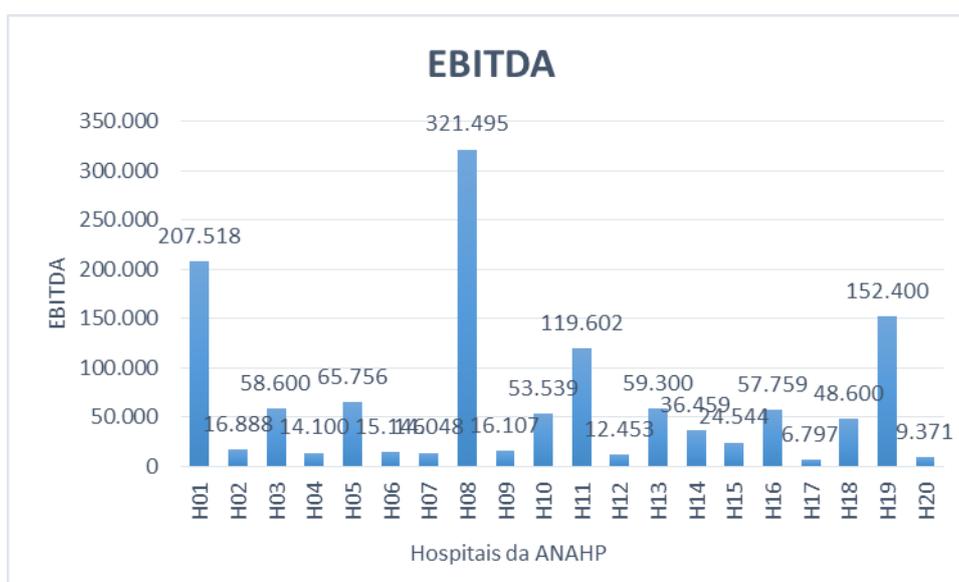


**Figura 15: Análise comparativa da Margem Ebitda.**

Fonte: Elaborado pela autora.

A Margem Ebitda mensura qual o percentual de geração operacional de caixa o hospital obteve com sua atividade fim, este indicador leva em conta o EBITDA em relação as receitas (Assaf Neto, 2010). Os hospitais Mater Dei com 37,49% e o Metropolitano com 30,90%, apresentaram os melhores resultados, de acordo com o Instituto Assaf (2015), tendo em vista que, a margem Ebitda média apresentada pelo setor de serviços de saúde em 2014, foi de 29%.

A Figura 16 apresenta a análise comparativa do EBITDA.



**Figura 16: Análise comparativa do EBITDA.**

Fonte: Elaborado pela autora.

O EBITDA é apresentado em valores absolutos, pois demonstra o resultado do lucro líquido somado as despesas financeiras, impostos incidentes sobre o lucro, depreciação e amortização. Desta maneira, permite aos investidores projetar a capacidade de performance futura da organização, considerando apenas a atividade operacional (Zaffani, 2012).

Observa-se que os hospitais Albert Einstein, A.C Camargo, Sírio Libanês e Mater Dei, demonstraram expressivo resultado EBITDA em comparação com os demais hospitais da amostra, com valores de 321 milhões, 207 milhões, 152 milhões e 119 milhões respectivamente.

#### 4.4 Modelo de agrupamento dos hospitais

Na terceira etapa do estudo as variáveis de aderência a GC e os indicadores econômico-financeiros, foram submetidos a técnica de Escalonamento Multidimensional (EMD), pelo método de escalonamento ALSCAL (distâncias euclidianas quadradas). Foram criadas

medidas a partir dos dados, já que estes possuem padrões (escalas) diferentes, e a distância euclidiana foi utilizada como modelo de mensuração dos dados (SPSS, 2003).

No método ALSCAL, o erro pode ser minimizado e a dimensionalidade indicada com maior facilidade, se forem utilizadas as distâncias euclidianas quadradas para o cálculo da matriz de proximidade (Kruskal & Wish, 1978).

Como resultado da aplicação do método ALSCAL obteve-se uma medida de Stress igual a 0,08590 e o coeficiente de correlação quadrado (RSQ)  $R^2 = 0,98176$ . O Stress é obtido pela fórmula 1 de Kruskal e permite avaliar se o modelo de escalonamento multidimensional está ajustado adequadamente ou com resíduos aceitáveis. Valores abaixo de 20% mostram que os resíduos são adequados (Malhotra, 2012). Já o  $R^2$  indica a qualidade do modelo ajustado, onde valores acima de 60% são considerados aceitáveis, e quanto mais próximo do valor 1,0 mais qualidade há nos ajustes (Malhotra, 2012).

Além disso, para se verificar a qualidade do ajuste do modelo estimado, foram utilizados os valores do teste de Stress e o coeficiente de determinação de Pearson  $R^2$ .

Conforme Tabela 6, os resultados obtidos mostram um ajuste adequado:

Tabela 6:

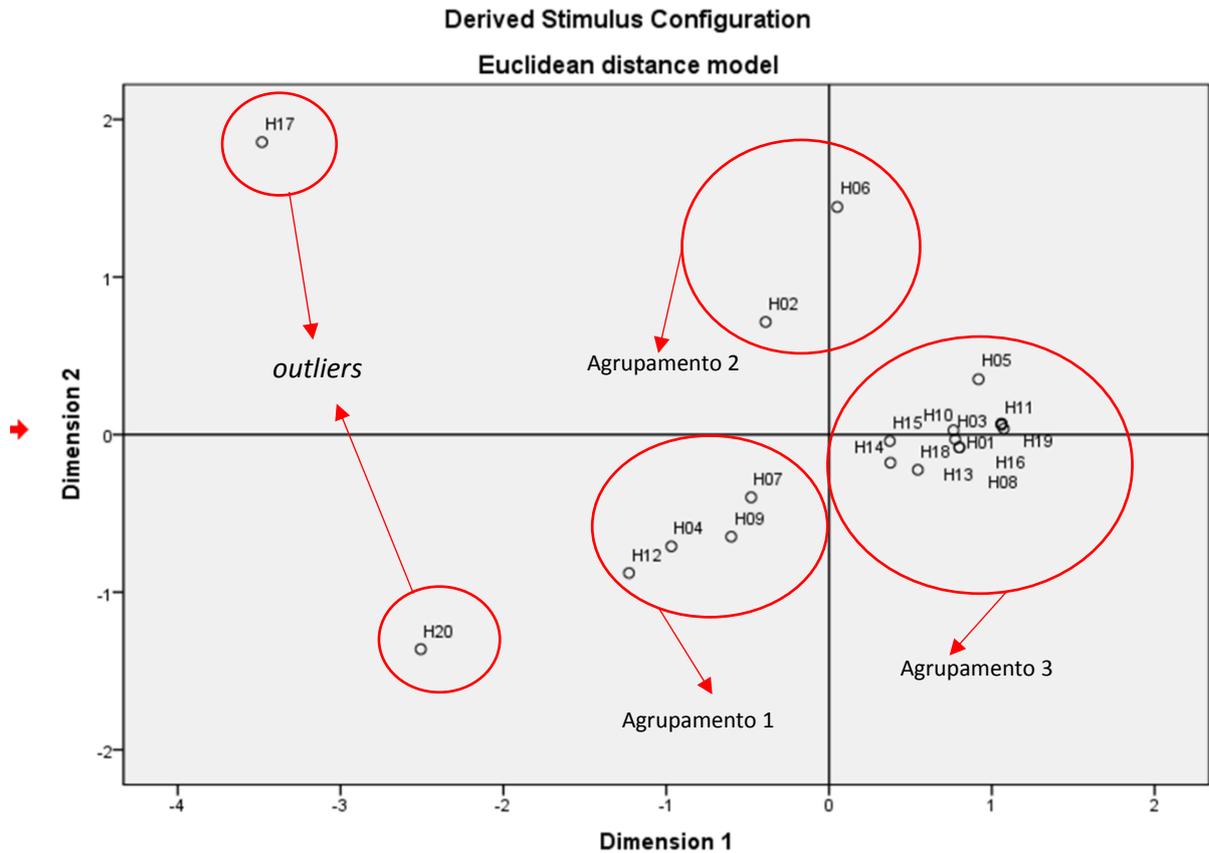
**Testes de avaliação da qualidade de ajuste do modelo EMD pelo método ALSCAL**

|         | <b>Calculados</b> | <b>Valores referenciais</b> |
|---------|-------------------|-----------------------------|
| Stresse | 0,08590           | < 20% ou 0,20               |
| $R^2$   | 0,98176           | > 75% ou 0,75               |

**Nota.** Fonte: Elaborada pela autora por meio do SPSS® 15.0

Com a utilização do método de EMD verificou-se a formação de um mapa perceptual que permitiu determinar a imagem relativa de um conjunto de objetos.

A Figura 17 apresenta o mapa perceptual gerado pelo modelo ajustado aos dados dos hospitais da ANAHP.



**Figura 17: Mapa Perceptual entre os 20 hospitais da ANAHP segundo as variáveis predictoras**  
Fonte: Elaborada pela autora por meio do SPSS® 15.0

A aplicação da técnica de agrupamento resultou em 05 subgrupos. Foram feitas circunferências ao redor dos hospitais que apresentaram semelhança estatística para se identificar os possíveis grupos. O modelo revelou um conjunto de três agrupamentos e dois hospitais dispersos sem aglomeração (*outliers*).

Para interpretação dos agrupamentos, foram consideradas as características dos hospitais e observadas as semelhanças com relação a localização, a natureza jurídica, as variáveis de GC e o desempenho econômico-financeiro, de modo a facilitar a comparação entre eles.

Vale ressaltar que, como o modelo EMD foi gerado a partir de 09 indicadores calculados para cada hospital, as dimensões dos eixos cartesianos são arbitrárias e foram criadas a partir das dispersões medidas pelas distâncias euclidianas. Portanto, os eixos do gráfico gerado a partir das dimensões estimadas por meio do EMD não são passíveis de interpretação.

#### 4.5 Discussão dos Resultados

Para facilitar a análise dos agrupamentos, foram calculados as médias e o desvio-padrão dos indicadores dos hospitais pertencentes a cada grupo, conforme mostra as Tabelas 7, 8 e 9.

Tabela 7:

| <b>Estatísticas descritivas - Agrupamento 1</b> |              |                      |
|---|--------------|----------------------|
| <b>Indicadores</b>                              | <b>Média</b> | <b>Desvio-padrão</b> |
| Retorno sobre o investimento (ROI)              | 4,86%        | 2,51%                |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)        | 30,01%       | 26,27%               |
| Margem Líquida (ML)                             | 3,88%        | 2,92%                |
| Margem Ebitda (MEb)                             | 12,47%       | 12,59%               |
| EBITDA  | 14.177       | 1.497                |

**Nota.** Agrupamento representado pelos Hospitais Infantil Sabará, Santa Paula, Bandeirantes e Metropolitano. Fonte: Elaborado pela autora

Os indicadores médios do agrupamento 1 encontram-se descritos na Tabela 7, este grupo é representado pelos Hospitais Infantil Sabará, Santa Paula, Bandeirantes e Metropolitano. O ROE, deste agrupamento contempla o melhor índice médio em retorno aos seus proprietários, pois o ROE médio foi de 30,01%. Por outro lado, este agrupamento apresentou a menor média de EBITDA, 14 milhões de reais. As principais características e semelhanças deste agrupamento encontram-se descritas na Figura 18.

| <b>Características e Semelhanças - Agrupamento 1</b> |                    |                  |                 |   |                          |   |  |
|--|--------------------|------------------|-----------------|---|--------------------------|---|--|
| <b>Hospital</b>                                      | <b>Localização</b> | <b>n° leitos</b> | <b>Natureza</b> | <b>Algumas especialidades</b>                   | <b>Ensino e Pesquisa</b> | <b>Indicador</b>  | <b>Aderência a GC</b>  |
| Infantil Sabará                                      | São Paulo - SP     | 153              | Filantrópico    | Pediatria                                       | Ensino e                 | O ponto semelhante é o ROI, ML e EBITDA com média de 4,86%, 3,88% e 14 milhões respectivamente. | total  |
| Bandeirantes   |                    | 270              |                 | Transplante de rins, pâncreas e fígado.         |                          |   |  |
| Santa Paula  |                    | 200              | Fins lucrativos | Ortopedia, cardiologia, neurologia e oncologia. | Pesquisa                 |   |  |
| Metropolitano  |                    | Serra - ES       |                 | 160   |                          |   | Cardiologia, c. plástica, medicina hiperbárica e transfusional |

**Figura 18: Características e semelhanças dos hospitais - Agrupamento 1**  
Fonte: Elaborado pela autora.

Observa-se que estes hospitais possuem semelhanças quanto ao número de leitos, são classificados como hospitais de grande porte (150 a 499 leitos), a maioria encontra-se situado na cidade de São Paulo e todos os hospitais possuem centro de ensino e pesquisa científica. Com exceção do Hospital Infantil Sabará, que é referência no atendimento infantil, os demais são classificados como hospitais gerais, possuem diversas especialidades e atendimento de média e alta complexidade. Os indicadores de maior semelhança foram o ROI com média de 4,86%, ML 3,88% e EBITDA médio de 14 milhões. Quanto a GC, 25% do agrupamento apresenta total aderência as práticas de GC.

Tabela 8:

| <b>Estatísticas descritivas - Agrupamento 2</b> |              |                      |
|---|--------------|----------------------|
| <b>Indicadores</b>                              | <b>Média</b> | <b>Desvio-padrão</b> |
| Retorno sobre o investimento (ROI)              | 6,42%        | 1,77%                |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)        | 9,30%        | 0,12%                |
| Margem Líquida (ML)                             | 5,68%        | 1,28%                |
| Margem Ebitda (MEb)                             | 7,26%        | 0,94%                |
| EBITDA (em milhares de reais)                   | 16.017       | 1.232                |

**Nota.** Agrupamento representado pelos Hospitais Edmundo Vasconcelos e Felício Rocho.  
Fonte: Elaborado pela autora

O agrupamento 2, de acordo com a Tabela 8, contempla os Hospitais Edmundo Vasconcelos e Felício Rocho. Estes hospitais apresentaram média de EBITDA superior ao agrupamento 1. As principais características e semelhanças deste agrupamento encontram-se descritas na Figura 19.

| <b>Características e Semelhanças - Agrupamento 2</b> |                      |                  |                 |  |                          |   |                       |
|--|----------------------|------------------|-----------------|--|--------------------------|---|-----------------------|
| <b>Hospital</b>                                      | <b>Localização</b>   | <b>n° leitos</b> | <b>Natureza</b> | <b>Algumas especialidades</b>  | <b>Ensino e Pesquisa</b> | <b>Indicador</b>  | <b>Aderência a GC</b> |
| Edmundo Vasconcelos                                  | São Paulo - SP       | 220              | Filantrópico    | Gastroenterologia, cardiologia, medicina fetal, hemodiálise, litotripsia, oncologia. | Ensino e                 | O ponto semelhante é o ROE, Margem Ebitda e EBITDA com média de 9,30%, 7,26% e 16 milhões | parcial               |
| Felício Rocho  | Belo Horizonte<br>MG | 355              |                 | Epilepsia, transplante de fígado, pâncreas, duplo rim, pulmão e coração.             | Pesquisa                 |   |                       |

**Figura 19: Características e semelhanças dos hospitais - Agrupamento 2**  
Fonte: Elaborado pela autora.

Os hospitais deste agrupamento são filantrópicos, classificados como hospitais gerais de grande porte (acima de 150 leitos), possuem diversas especialidades, o atendimento é de média e alta complexidade, ambos possuem centros de ensino e pesquisa e a adesão as práticas de GC é parcial. Os indicadores com maior semelhança foram o ROE com média de 9,30%, a Margem Ebitda 7,26% e o EBITDA médio de 16 milhões de reais.

Tabela 9:

| <b>Estatísticas descritivas - Agrupamento 3</b> |              |                      |
|---|--------------|----------------------|
| <b>Indicadores</b>                              | <b>Média</b> | <b>Desvio-padrão</b> |
| Retorno sobre o investimento (ROI)              | 6,97%        | 4,44%                |
| Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)        | 14,51%       | 8,57%                |
| Margem Líquida (ML)                             | 8,25%        | 6,50%                |
| Margem Ebitda (MEb)                             | 14,17%       | 8,36%                |
| EBITDA (em milhares de reais)                   | 100.464      | 87.701               |

**Nota.** Agrupamento representado pelos Hospitais A.C.Camargo, Oswaldo Cruz, Esperança, Albert Einstein, Marcio Cunha, Mater Dei, Moinhos de Vento, Nipo Brasileiro, Português, Samaritano, Sirio Libanês e São Rafael. Fonte: Elaborado pela autora

A tabela 9 demonstra os dados do agrupamento 3, que é representado pelos hospitais A.C. Camargo, Oswaldo Cruz, Esperança, Albert Einstein, Marcio Cunha, Mater Dei, Moinhos de Vento, Nipo Brasileiro, Português, Samaritano, Sírio Libanês e São Rafael. É o agrupamento com os maiores resultados, com exceção do ROE, todos os indicadores médios foram superiores aos demais agrupamentos, com destaque para o EBITDA médio, que foi superior a 100 milhões de reais em 2014.

As principais características e semelhanças deste agrupamento foram demonstradas na Figura 20.

| Características e Semelhanças - Agrupamento 3 |                   |             |  |  |  |  |                |          |
|---|-------------------|-------------|--|--|--|--|----------------|----------|
| Hospital                                      | Localização       | nº leitos   | Natureza   | Algumas especialidades   | Ensino e Pesquisa  | Indicador Rentabilidade  | Aderência a GC |          |
| A.C. Camargo                                  | São Paulo - SP    | 520         | Filantrópico   | Prevenção, tratamento, ensino e pesquisa de câncer   | Ensino e   | O ponto semelhante entre os hospitais é o ROI com média de 6,97% | total          |          |
| Oswaldo Cruz                                  |                   | 365         |  | Doenças circulatórias, digestivas, osteomusculares e oncológicas.                                    | Pesquisa   |  |                |          |
| Albert Einstein                               |                   | 670         |  | Cardiologia, oncologia, neurologia, pediatria, ortopedia e transplantes.                             | Ensino, pesquisa e   |  |                |          |
| Sírio Libanês                                 |                   | 466         |  | Reprodução humana, transplante de medula óssea, banco de sangue cordão umbilical e placentário.      | pós-graduação  |  |                |          |
| Samaritano                                    |                   | 319         |  | Cirurgia geral, cardiologia, neurologia, ortopedia e oncologia                                       | Ensino e Pesquisa  |  |                |          |
| Nipo Brasileiro                               |                   | 243         |  | Geral, maternidade e procedimentos minimamente invasivos   | Ensino   |  |                | parcial  |
| Marcio Cunha                                  |                   | Ipatinga-MG |  | 530  | Maternidade, pediatria, oncologia, transplantes, clínica de olhos. |  |                | Ensino e |
| Moinhos de Vento                              | Porto Alegre-RS   | 380         | Maternidade, neonatologia, psiquiatria e oncologia. Afiliado ao Johns Hopkins Medicine |  |  |  |                |          |
| Português                                     | Salvador - BA     | 400         | Maternidade, oncologia, transplantes e cirurgia plástica                               | Pesquisa   |  |  |                |          |
| São Rafael                                    |                   | 651         | Hemodiálise, banco de sangue e anatomia patológica.                                    | Pesquisa com células-tronco  | parcial  |  |                |          |
| Mater Dei                                     | Belo Horizonte MG | 659         | Fins lucrativos  | Cirurgia buco-maxilo-facial, cirurgia de mão, oncologia pediátrica, hematologia e reprodução humana. | Centro de ensino   | total  |                |          |
| Esperança                                     | Recife-PE         | 281         |  | Hospital geral e maternidade   | não há   | parcial  |                |          |

**Figura 20: Características e semelhanças dos hospitais - Agrupamento 3**

Fonte: Elaborado pela autora.

Verifica-se que os hospitais pertencentes a este agrupamento são hospitais gerais, possuem diversas especialidades e atendimento de média e alta complexidade, 50% estão situados na cidade de São Paulo, 60% são classificados como hospitais de grande porte e 40% como porte especial (acima de 500 leitos), 83% são filantrópicos, 90% possuem centros de estudos e pesquisa e 75% demonstraram aderência a todos os critérios de GC. O ponto semelhante quanto aos indicadores foi o ROI que revelou uma média de 6,97%. Foi possível observar que o agrupamento 3, além de possuir os melhores indicadores de desempenho econômico-financeiro, também possui o maior percentual de hospitais com aderência a GC.

Os hospitais Santa Cruz e Vitória Apart Hotel são *outliers*, pois não foram aglomerados em nenhum dos agrupamentos, estando fora do padrão de ajuste.

O resultado obtido neste estudo, reforça a relação positiva entre a GC e o desempenho econômico-financeiro, o que corrobora com pesquisas mais recentes de Catapan e Colauto (2014); Dal Magro, Gorla, Kroenke e Hein (2015) e Brizolla e Klann (2016).

Catapan e Colauto (2014) examinaram a existência da relação entre GC e o desempenho dos indicadores econômico-financeiros em empresas brasileiras listadas no BM&FBOVESPA nos anos de 2010-2012, utilizando-se as variáveis ROA, ROE e EBITDA. O resultado demonstrou uma relação positiva entre valor de mercado e GC e ilustrou que quanto maior a transparência de informações, maior o valor de mercado das organizações.

Com objetivo semelhante, Dal Magro, Gorla, Kroenke e Hein (2015), utilizaram a teoria dos jogos para verificar se os atributos de GC como propriedade e controle, exerceram influência sobre os indicadores de desempenho de 25 cooperativas agrícolas. Os resultados apontaram que, entre as 10 cooperativas com melhor desempenho econômico-financeiro, 80% apresentaram aderência aos atributos de GC.

Brizolla e Klann (2016) identificaram a influência dos indicadores econômico-financeiros e da GC na distribuição de dividendos em empresas brasileiras. Ao observarem 47 companhias listadas na BM&FBOVESPA, e analisarem os indicadores de retorno sobre o ativo (ROA), grau de alavancagem operacional (GAO) e grau de alavancagem financeira (GAF), concluíram que, companhias com maior número de membros externos no Conselho de Administração e maior fluxo de caixa, distribuem mais dividendos com base nos resultados líquidos e, companhias com maior ROA e fluxo de caixa distribuem mais dividendos com base na quantidade de ações em circulação.

Neste contexto, os resultados do presente estudo, apontaram uma influência positiva entre as práticas de GC adotadas pelas instituições hospitalares e o desempenho econômico-financeiro obtido no ano de 2014, haja vista os resultados apresentados pelo agrupamento 3. Este último agrupamento contempla o maior número de hospitais da amostra (12 hospitais), o maior percentual de adesão as práticas de GC (75%) e os melhores indicadores de ROI, ML, MEb e EBITDA.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONTRIBUIÇÕES PARA PRÁTICA

A abertura do mercado brasileiro ao investimento estrangeiro nos hospitais privados, proporciona oportunidades para melhoria na infraestrutura, permite transferência de tecnologia, aumento da qualidade, maior eficiência e ampliação do rol de serviços de saúde.

Os investidores estrangeiros estão em busca de mercados com potencial de crescimento no setor de saúde. Neste sentido, o Brasil é o terceiro maior mercado privado de saúde do mundo, em 2025 seremos a sexta população mundial com o maior número de idosos (OMS, 2005), a expectativa de vida em 2060 será de 81,2 anos (IBGE, 2013) e o déficit de leitos hospitalares apresentados em 2016 é de 13,7 mil leitos. Para os investidores, estes números são atrativos, pois mostram uma demanda crescente por serviços de saúde.

Um dos desafios dos hospitais privados sem fins lucrativos (filantrópicos) no acesso ao investimento estrangeiro é viabilizar a transformação de uma das unidades do hospital em sociedade com fins lucrativos e assim, poder receber o capital estrangeiro.

O hospital Samaritano, é um exemplo bem-sucedido de um hospital filantrópico que foi adquirido, no final de 2015, pela empresa americana United Health Group. Após 06 meses de efetivada a aquisição, o hospital deixou de ser filantrópico e se tornou um hospital com fins lucrativos.

O debate que cerca esta questão, indica a preocupação quanto aos provedores privados se beneficiarem indiretamente dos benefícios tributários. O aumento da participação do investimento estrangeiro no mercado de saúde, deverá ter como consequência o aumento do volume desses benefícios, uma vez que o capital estrangeiro é direcionado a provedores que prestam serviços mais sofisticados e a preços mais elevados.

Neste sentido, considera-se que, sem uma efetiva regulamentação do Estado, o impacto na esfera econômica, bem como suas consequências para o sistema de saúde, poderá comprometer a manutenção da qualidade, a proteção ao consumidor e gerar monopólio.

Por outro lado, com o agravamento da crise econômica, o desemprego tem causado forte retração no mercado de planos de saúde. Com a perda de aproximadamente 440 mil beneficiários de planos de saúde em 2015, os setores público e privado enfrentam dificuldade em manter a sustentabilidade da saúde, em virtude da elevação dos custos e da queda nas receitas.

Outro desafio dos hospitais, encontra-se na necessidade de profissionalizar a gestão, formar profissionais mais qualificados e buscar maior aderência as práticas de GC, tendo em vista que, as operações de fusões e aquisições na saúde, são precedidas de profundo estudo de viabilidade econômico-financeira.

Neste contexto, os investidores baseiam suas decisões de investimento em questões como a segurança do investimento e o lucro potencial. Desta maneira, os investidores deverão nortear sua decisão à melhor taxa de retorno, compatível com o que se compreende por segurança.

Sendo assim, o objetivo deste estudo foi analisar os indicadores de desempenho econômico-financeiros de 20 hospitais da ANAHP e sua relação com a aderência aos princípios de GC, sob a ótica multidimensional.

Os hospitais da ANAHP possuem acreditação hospitalar, que atestam seu padrão de qualidade. Seu faturamento provém de planos de saúde e de pacientes particulares, na proporção de 60% ou mais.

Para a análise do desempenho econômico-financeiro dos hospitais, foram utilizados indicadores calculados a partir de informações extraídas das demonstrações financeiras e, para analisar o nível de aderência a GC foram utilizadas variáveis dicotômicas, obtendo-se os resultados 1=sim ou 0=não.

Os indicadores utilizados para análise de desempenho foram ROI, ROE, ML, MEB e EBITDA e as variáveis observadas para identificar o nível de aderência a GC, foram a existência de um conselho de administração ou conselho consultivo, transparência, prestação de contas e responsabilidade social.

Por meio de uma avaliação quantitativa, utilizou-se como método de pesquisa o Escalonamento Multidimensional (EMD) com aplicação do modelo de agrupamentos. O EMD permitiu a utilização das diferentes variáveis, independente do tipo de mensuração de cada uma, pois este método é baseado na comparação de objetos de diversos tipos de medidas, não importando a distribuição dos dados.

Deste modo, para a aplicação da técnica de EMD foram consideradas 04 variáveis dicotômicas de GC e 05 indicadores econômico-financeiros, resultando em um mapa perceptual que analisou a relação causal entre as diferentes variáveis e indicou 03 agrupamentos.

O agrupamento 1 revelou que, entre os 04 hospitais pertencentes ao grupo, apenas 01 (25%) adota todos os princípios de GC. Entre os 05 indicadores pesquisados, houve destaque apenas para o indicador de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) com média de 30,01%.

O agrupamento 2, com 02 hospitais integrantes, demonstrou aderência parcial aos critérios de GC e os indicadores não demonstraram resultados expressivos.

O agrupamento 3, com o maior número de hospitais da amostra (12 hospitais), apresentou 09 hospitais (75%) com aderência a todos os princípios de GC. Entre os 05 indicadores analisados, este agrupamento apresentou 04 indicadores com os melhores resultados, o retorno sobre o investimento (ROI) de 6,97%; margem líquida (ML) de 8,25%; margem Ebitda (MEb) de 14,17% e EBITDA médio de 100 milhões de reais.

Os resultados obtidos demonstraram que, o agrupamento dos hospitais com maior aderência as práticas de GC apresentou melhores indicadores de rentabilidade e lucratividade e, ilustrou que, quanto maior a transparência das informações, melhor a análise econômico-financeira das instituições hospitalares que desejam buscar o investimento estrangeiro.

**Foi possível concluir que os resultados encontrados neste estudo permitiram responder à questão de pesquisa, pois evidenciaram a existência de uma relação positiva entre os princípios de GC, adotados pelos hospitais associados a ANAHP, e a obtenção de melhores indicadores de desempenho econômico-financeiros.**

Outrossim, esta pesquisa contribui para a disseminação dos benefícios da aderência as práticas de GC nas instituições hospitalares. Alguns importantes benefícios, já descritos neste estudo, como: monitorar a gestão, mitigar riscos e auxiliar no processo de tomada de decisões estratégicas, contribuem para a obtenção de melhores resultados e ao acesso a capital.

Por fim, a utilização de indicadores para avaliar o desempenho econômico-financeiro é fundamental para a gestão de hospitais que tenham o interesse em avaliar seus resultados, principalmente para aquelas instituições que desejam se preparar para serem adquiridas por investidores estrangeiros.

### **5.1 Limitações e sugestões de pesquisas futuras**

A limitação deste estudo encontra-se no universo pesquisado, o que dificulta a generalização dos resultados, pois a amostra pertence ao universo de hospitais privados da ANAHP, considerados de excelência, com certificação de acreditação hospitalar que garante

elevados padrões de qualidade. Os hospitais da ANAHP representam 1,28% dos hospitais privados brasileiros.

Recomenda-se, portanto, para futuras pesquisas, replicar a metodologia em hospitais não associados a ANAHP e incluir o índice de rentabilidade Giro do Ativo, que mostra o grau de eficiência com que os ativos são utilizados para gerar receitas médicas em determinado período.

## REFERÊNCIAS

- Almeida, T. R. (1983). Perspectivas de sobrevivência do hospital. *Revista Paulista de Hospitais*, 31(5/6), 104-13.
- Almeida, M. A., Santos, J. F. Dos, Ferreira, L. F. V. D. M., & Torres, F. J. V. (2010). Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: um Estudo das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa. *Revista de Administração Contemporânea (RAC)*, 14(5), 907–924.
- Alsan, M., Bloom, D. E. & Canning, D. (2006). The effect of population health on foreign direct investment inflows to low-and middle-income countries. *World Development*, 34(4), 613-630.
- Associação Nacional de Hospitais Privados (2015, abril). *Perspectivas do setor hospitalar*. Recuperado em 02 maio, 2015, de <http://anahp.com.br/sala-de-imprensa/perspectivas-do-setor-hospitalar>
- Associação Nacional de Hospitais Privados (2016, abril). *Economia coloca saúde em risco*. Portal Anahp. Recuperado em 25 abril, 2016, de <http://anahp.com.br/noticias/noticias-do-mercado/economia-coloca-saude-em-risco>
- Andrade, M. V., Maia, A. C., & Rodrigues, C. G. (2013). Indicadores de gastos com serviços médicos no setor de saúde suplementar no Brasil. *Revista Brasileira de Estudos de População*, 30(Sup.), 103–117. [https://doi.org/338.473621\\_981\\_A553i\\_2010](https://doi.org/338.473621_981_A553i_2010)
- Agência Nacional de Saúde Suplementar (2015, dezembro). *Caderno de Informação da Saúde Suplementar: beneficiários, operadoras e planos*. Recuperado em 25 abril, 2016 de [http://www.ans.gov.br/images/stories/Materiais\\_para\\_pesquisa/Perfil\\_setor/Caderno\\_informacao\\_saude\\_suplementar/2015\\_mes12\\_caderno\\_informacao.pdf](http://www.ans.gov.br/images/stories/Materiais_para_pesquisa/Perfil_setor/Caderno_informacao_saude_suplementar/2015_mes12_caderno_informacao.pdf)
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2004). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Assaf Neto, A. (2003). *Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – uma aplicação prática*. Tese de Livre-Docência, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.
- Assaf Neto, A. (2010). *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro*. São Paulo: Atlas.
- Asta, D. D., & Barbosa, A. P. (2014). Modelo Conceitual de Mensuração de Desperdícios em Hospitais Privados. *Revista de Gestão em Sistemas de Saúde*, 3(1), 40-56.
- Azevedo, C.S. (1995). Gestão hospitalar: a visão dos diretores de hospitais públicos do Município do Rio de Janeiro. *Revista de administração Pública*, 29(3), 33-58.

- Bacha, E. (2013, setembro). *Abrir ou abrir, eis a questão*. Instituto Millenium. Recuperado em 26 abril de 2016, de <http://www.institutomillenium.org.br/artigos/abrir-ou-abrir-eis-questao/>
- Bahia, L., & Di Giovanni, G. (2001). O mercado de planos e seguros de saúde no Brasil: tendências pós-regulamentação. In *Brasil: radiografia da saúde* (pp. 325-361). Unicamp.
- Bahia, L., & Scheffer, M. (2010). *Planos e seguros de saúde: o que todos devem saber sobre a assistência médica suplementar no Brasil*. São Paulo: Editora UNESP.
- Balestrin, F. (2015, janeiro). *Permissão para capital estrangeiro evidencia briga ideológica na Saúde*. *Portal Saúde Business*. Recuperado em 01 abril de 2016, de <http://saudebusiness.com/noticias/permisso-para-capital-estrangeiro-evidencia-briga-ideologica-na-saude/>
- Balestrin, F. (2016, abril). *Economia coloca saúde em risco*. *Portal Anahp*. Recuperado em 25 abril 2016, de <http://anahp.com.br/noticias/noticias-do-mercado/economia-coloca-saude-em-risco>
- Balestrin, F. (2016, setembro). *Fundos de investimento miram setor de saúde*. *Jornal O Globo*. Recuperado em 19 setembro de 2016, de <http://oglobo.globo.com/economia/fundos-de-investimento-miram-setor-de-saude-20091926>
- Banco Central do Brasil (2014). *Histórico das taxas de juros*. Recuperado em 24 de agosto de 2016, [www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp](http://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp)
- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (2014). *Programa BNDES de apoio a instituições de saúde*. *BNDES Saúde*. Recuperado em 27 setembro de 2016, de <http://u.saude.gov.br/images/pdf/2014/dezembro/30/ORIENTACOES-BNDES-SAUDE.pdf>
- Barbosa, A. P. (2003). *Governança corporativa em hospitais sem fins lucrativos: um estudo do perfil de liderança corporativa em onze hospitais brasileiros*. Tese de Doutorado em Administração de Empresas. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Barros, M. E., Piola, S. F., & Vianna, S. M. (1996). *Política de saúde no Brasil: diagnóstico e perspectivas*. Recuperado em 05 maio de 2016, de <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/1835>
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Beulke, R., & Bertó, D. J. (1997). *Gestão de custos e resultados na saúde: hospitais, clínicas, laboratórios e congêneres*. São Paulo: Saraiva.

- Beuren, I. M., & Porton, R. A. D. B. (2009). Formulação de Hipótese e Caracterização de Variáveis em Pesquisa Contábil. *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Blouin, C., Drager, N., & Smith, R. (2005). *International trade in health services and the GATS: current issues and debates*. World Bank Publications.
- Bodie, Z.; Kane, A. & Marcus, A. J. (2000). *Fundamentos de investimentos*. Porto Alegre: Bookman.
- Bodstein, R. (2002). Atenção básica na agenda da saúde. *Ciência Saúde Coletiva*, 7(3), 401-12.
- Brenton, P., Di Mauro, F., & Lücke, M. (1999). Economic integration and FDI: An empirical analysis of foreign investment in the EU and in Central and Eastern Europe. *Empirica*, 26(2), 95-121.
- Brito, E. P. Z., Brito, L. A. L., & Morganti, F. (2009). Inovação e o desempenho empresarial: lucro ou crescimento? *RAE-eletrônica*, 8(1), 1.
- Brizolla, M. M. B., & Klann, R. C. (2016). Influência dos Indicadores Econômico-financeiros e de Governança Corporativa na Política de Dividendos em Empresas Brasileiras. *Revista da Faculdade de Administração e Economia*, 7(2), 162-185.
- Caldas, C. O. L. & de Almeida, S. L. (2015). Estado e direito à saúde: A efetivação dos direitos fundamentais ante as transformações legislativas e econômicas contemporâneas. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade São Judas Tadeu*.
- Callado A. A. C, Callado A. L. C. & Almeida M. A. (2013). Práticas de Governança Corporativa: Uma investigação no âmbito de empresas do setor de tecnologia da informação e comunicação (TIC). *Revista Gestão Contemporânea*, Porto Alegre, 10, 14, pp 201-222.
- Calve, A., Nossa V., Pagliarussi, M.S. & Teixeira A J.C. (2013). Um estudo de governança corporativa nos hospitais filantrópicos do Espírito Santo. *Revista Universo Contábil*, 9(4), 128-143
- Calvo, M. C. M. (2002). *Hospitais públicos e privados no Sistema Único de Saúde do Brasil: o mito da eficiência privada no estado de Mato Grosso em 1998*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Camacho, R. R., & Rocha, W. (2008). Custeio-alvo em serviços hospitalares um estudo sob o enfoque da gestão estratégica de custos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(47), 19-30.
- Carret, M. L., Fassa, A. G., & Kawachi, I. (2007). Demand for emergency health service: factors associated with inappropriate use. *BMC Health Services Research*, 7(1), 1.

- Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. *Contaduría Y Administración*, 59(3), 137–164. [http://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](http://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)
- Cavalcante & Associados (2014). Biblioteca de finanças. *Construindo e analisando o EBITDA na prática*. Recuperado em 28 março de 2016, de <http://www.cavalcanteassociados.com.br/index.php?page=financas>
- Cechin J. (2015, novembro). O mercado de saúde e o Capital Estrangeiro. *Revista melhores práticas em Saúde, Qualidade e Acreditação*, (16), p 14.
- Celestino, P. (2002). Nó de normas. *Notícias hospitalares: gestão de saúde em debate*, (39).
- Chanda, R. (2007). *Foreign Investment in Hospitals in India: Status and Implications*. Rupa Chanda in collaboration with WHO India Country Office, New Delhi, and WTO Cell, Ministry of Health and Family Welfare, Government of India.
- Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde (2012). Indicadores de recursos. *Número de leitos hospitalares*. Recuperado em 28 março de 2016, de <http://tabnet.datasus.gov.br/cgi/tabcgi.exe?idb2012/e03b.def>
- Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde (2016). *Consulta Tipos de Estabelecimentos de Saúde*. Recuperado em 28 março de 2016, de [http://cnes2.datasus.gov.br/Mod\\_Ind\\_Unidade.asp?VEstado=00&VMun=&VComp=00&VUni](http://cnes2.datasus.gov.br/Mod_Ind_Unidade.asp?VEstado=00&VMun=&VComp=00&VUni)
- Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. (1988). Brasília. Recuperado em 20 março 2016, de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Constituicao/Constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm)
- Collis, J., & Hussey, R. (2005). *Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. Porto Alegre: Bookman.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2008). *Métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.
- Copeland, T. E., Murrin, J., & Koller, T. (2002). *Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas (3a ed.)*. São Paulo: Pearson Makron Books.
- Costa, C. S., & Visconti, G. R. (2000). Empresas, responsabilidade corporativa e investimento social: uma abordagem introdutória. *Relato Setorial*, (01).
- Costa, C. (2015, novembro). O mercado de saúde e o Capital Estrangeiro. *Revista melhores práticas em Saúde, Qualidade e Acreditação*, (16), p 13.
- Costa, F. L., & Castanhar, J. C. (2003). Avaliação de programas públicos: desafios conceituais e metodológicos. *RAP Rio de Janeiro*, 37(5), 969-92.

- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2011). *Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro*. Recuperado em 26 junho de 2016, de <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Imagens/Pronunciamentos%20T%C3%A9cnicos%20Cont%C3%A1beis%202011.pdf>
- Comissão de Valores Mobiliários (2002). *Cartilha de Governança Corporativa*. Recuperado em 04 abril de 2016, de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>
- Dal Magro, C. B., Gorla, M. C., Kroenke, A., & Hein, N. (2015). Ranking das cooperativas agropecuárias: um estudo dos indicadores de desempenho e a relação com atributos de governança corporativa. *Organizações Rurais & Agroindustriais*, 17(2).
- Damodaran, A. (2004). *Finanças corporativas: teoria e prática*. Porto Alegre: Bookman.
- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de empresas*. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Decreto nº 76.973, de 31 de dezembro de 1975 (1975). Dispõe sobre normas e padrões para prédios destinados a serviços de saúde, credenciação e contratos com os mesmos e dá outras providências. Brasília, DF. Recuperado em 27 abril de 2016, de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/1970-1979/D76973.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1970-1979/D76973.htm)
- Eeckloo, K., Van Herck, G., Van Hulle, C., & Vleugels, A. (2004). From Corporate Governance To Hospital Governance: Authority, transparency and accountability of Belgian non-profit hospitals' board and management. *Health Policy*, 68(1), 1-15.
- Filippon, J. (2015). A abertura da saúde nacional ao capital estrangeiro: Efeitos do mercado global no Brasil. Saúde em Debate. *Revista do Centro Brasileiro de Estudos de Saúde (CEBES)*. 39 (1), 1127-1137.
- Fonseca, P. C., & Ferreira, M. A. M. (2009). Investigação dos níveis de eficiência na utilização de recursos no setor de saúde: uma análise das microrregiões de Minas Gerais. *Revista saúde e sociedade*, 18(2), 199-213.
- Francis, T. (2015, novembro). O mercado de saúde e o Capital Estrangeiro. *Revista melhores práticas em Saúde, Qualidade e Acreditação*, (16), p 12.
- Freeman, R. E. (2001). A stakeholder theory of the modern corporation. *Perspectives in Business Ethics* 3, 144.
- Gadelha, C.A.G. (2003). O complexo industrial da saúde e a necessidade de um enfoque dinâmico na economia da saúde. *Revista Ciência & saúde coletiva*, 8(2), 521-35.
- Gitman, L. J., & Madura, J. (2003). *Administração financeira: uma abordagem gerencial*. São Paulo: Addison Wesley.
- Gonçalves, P. C., Boaventura, J. M. G., Costa, B. K., & Fischmann, A. A. (2008). Stakeholders na atividade hospitalar: uma investigação setorial no Estado de São Paulo. *Revista de Administração FACES Journal*, 7(2).

- Gregg, S., & Gregg, S. J. (2001). *The Art of Corporate Governance: a return to first principles*. Centre for Independent Studies.
- Gurria A. (2015, setembro). *Novos Princípios de Governança Corporativa G20/OECD promovem mais confiança e incrementam os mercados financeiros*. Recuperado em 15 abril de 2016, de <http://www.amecbrasil.org.br/novos-principios-de-governanca-corporativa-g20oecd-promovem-mais-confianca-e-incrementam-os-mercados-financeiros/>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman
- Hauck, K., Smith, P. C., & Goddard, M. (2004). The economics of priority setting for health care: a literature review. *Washington: World Bank*.
- Herdeiro, R. F. C. (2007). *Escalonamento multidimensional. Análise Multivariada*. São Paulo: Atlas.
- Hiratuka C. (2015, maio). Os riscos da mercantilização e internacionalização da Saúde. *Portal Saúde Amanhã Fiocruz*. Recuperado em 28 abril de 2016, de <http://saudeamanha.fiocruz.br/entrevista-os-riscos-da-mercantiliza%C3%A7%C3%A3o-e-internacionaliza%C3%A7%C3%A3o-da-sa%C3%BAde-0>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa (4ª ed.)*. Recuperado em 03 setembro de 2015, de <http://www.ibgc.org.br/>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2014). *Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa para Empresas de Capital Fechado*. Recuperado em 29 setembro de 2015, de <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18190>
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (2013). *Projeção da população no Brasil*. Recuperado em 04 setembro, 2015, de <http://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/index.html>
- Instituto Assaf (2015). *Finanças Corporativas e Valor no Brasil. Indicadores de desempenho de vendas*. Recuperado em 27 setembro de 2016, de <http://www.institutoassaf.com.br/2012/painel.aspx>
- Isidro, H., & Marques, A. C. (2009). Non-GAAP financial disclosures: evidence from European firms' press releases. AAA.
- Jaspers, D. (2010). Población y salud en América Latina y el Caribe: retos pendientes y nuevos desafíos.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Kaplan, S. (1989). The Effect of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254. doi: 10.1016/0304-405X(89)90047-0
- Kassai, J. R., Kassai, S., Santos, A. D., & Assaf Neto, A. (2000). *Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial*. São Paulo: Atlas.
- King, A. M. (2001). Warning use of Ebitda may be dangerous to your career. *Strategic Finance*, 83(3), 35-35.
- Koike B. (2015, dezembro). *Samaritano será plataforma de avanço de hospitais da Amil em São Paulo*. Valor Econômico. Caderno Empresas. Recuperado em 27 abril de 2016, de <http://www.valor.com.br/empresas/4354290/samaritano-sera-plataforma-de-avanco-de-hospitais-da-amil-em-sao-paulo>
- Kruskal, J. B., & Wish, M. (1978). *Multidimensional scaling*. Newbury Park, CA: Sage
- La Forgia, G. M. L. & Couttolenc, B. F. (2009). *Desempenho hospitalar no Brasil: em busca da excelência*. São Paulo: Singular
- Lameira, V. (2005). *Negócios em Bolsas de valores, estratégias para investimentos*. São Paulo: Alaúde editorial.
- Larrañaga, F. A., de Hildebrand, C. C., & de Ávila Montini, A. (2016). Fatores Competitivos que Afetam a Decisão de Investimento Estrangeiro Direto no Brasil. *Revista de Administração Mackenzie*, 17(1).
- Lautier, M. (2014). International trade of health services: Global trends and local impact. *Health policy*, 118(1), 105-113.
- Leal, E. A., & Famá, R. (2007). Governança nas organizações do terceiro setor: um estudo de caso. SemeAd-Seminário em Administração, 10.
- Lei n. 8080 de 19 de setembro de 1990* (1990). Dispõe sobre as condições para a promoção, proteção e recuperação da saúde, a organização e o funcionamento dos serviços correspondentes e dá outras providências. Brasília, DF. Recuperado em 28 março, 2016, de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8080.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8080.htm)
- Lei n. 8142 de 28 de dezembro de 1990* (1990). Dispõe sobre a participação da comunidade na gestão do Sistema Único de Saúde (SUS) e sobre as transferências intergovernamentais de recursos financeiros na área da saúde e dá outras providências. Brasília, DF. Recuperado em 28 março, 2016, de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8142.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8142.htm)
- Lei n. 9.656 de 03 de junho de 1998* (1998). Dispõe sobre os planos e seguros privados de assistência à saúde. Brasília, DF. Recuperado em 28 março, de 2016, de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9656.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9656.htm)

- Lei n. 13.097 de 19 de janeiro de 2015* (2015). Reduz a zero as alíquotas da Contribuição para o PIS/PASEP, da COFINS, da Contribuição para o PIS/Pasep-Importação e da COFINS Importação incidentes sobre a receita de vendas e na importação de partes utilizadas em aerogeradores; e dá outras providências. Capítulo XVII Da Abertura ao Capital Estrangeiro na Oferta de Serviços à Saúde. Brasília, DF. Recuperado em 28 março de 2016, de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2015/lei/L13097.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/L13097.htm)
- Liesegang R. (2015, dezembro). Capital estrangeiro na assistência à saúde. *Revista Panorama. Publicação da Anahp*.
- Lima, F. G.; Santana, L. & Nossa, V. (2004). EBITDA: Uma análise de correlação com os retornos totais aos acionistas no mercado de capitais brasileiro. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Curitiba, PR, Brasil.
- Longo, A. (2015, janeiro). Permissão para capital estrangeiro evidencia briga ideológica na Saúde. *Portal Saúde Business*. Recuperado em 01 de abril de 2016 de <http://saudebusiness.com/noticias/permissoo-para-capital-estrangeiro-evidencia-briga-ideologica-na-saude/>
- Luca L. (2011, novembro). Governança Corporativa Transparência e Sustentabilidade. VI *Fórum Internacional de Qualidade em Saúde*, São Paulo, SP. Recuperado em 03 abril 2016 de [http://www.iqg.com.br/uploads/biblioteca/Luiz%20de%20Luca\\_forum.pdf](http://www.iqg.com.br/uploads/biblioteca/Luiz%20de%20Luca_forum.pdf)
- Luca, L. (2014). *Governança Corporativa em Saúde. Conceitos, estruturas e modelos*. São Paulo: Saint Paul.
- Macedo, M. A. S., Machado, M. R., Murcia, F. D. R., & Machado, M. A. V. (2012). Análise da relevância do ebitda versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 99-130.
- Malhotra, N. K. (2012). *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*. Porto Alegre: Bookman
- Marion, J. C. (2010). *Análise das Demonstrações Contábeis: contabilidade empresarial*. 6ª edição. São Paulo: Atlas
- Marques, J. M. (2003). *Análise de Agrupamentos [Apostila de análise multivariada aplicada à pesquisa]*. Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR.
- Marques, W. L. (2011). *Contabilidade gerencial: a necessidade das empresas*. Clube de Autores.
- Martelanc, R., Pasin, R., & Pereira, F. (2010). *Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity*. São Paulo: Pearson Prentice Hall.

- Martic, M., Novakovic, M., & Baggia, A. (2009). Data envelopment analysis-basic models and their Utilization. *Organizacija*, 42(2), 37-43.
- Martins, E. (1998). EBITDA - O que é isso? *IOB–Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços*. São Paulo: Boletim IOB.
- Martins, D. (2005). *Administração financeira hospitalar*. São Paulo: Atlas.
- Martins, G.D.A., & Theóphilo, C.R. (2009). *Metodologia da Investigação Científica*. São Paulo: Atlas.
- Matarazzo, D. C. (2010). *Análise financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial*. 7ª ed. São Paulo: Atlas
- Médici, A. C. (1994). *A seguridade social e a saúde*. A Previdência Social e a revisão constitucional. Brasília: CEPAL, v. 2. Debates, p.219-241
- Médici, A. C. (2015, maio 04). *Sobre o Capital Estrangeiro em Saúde no Brasil*. Monitor de Saúde. Recuperado em 09 de maio de 2016 de <http://monitordesaude.blogspot.com.br/2015/05/sobre-o-capital-estrangeiro-em-saude-no.html>
- Mendonça, L. R., & Machado Filho, C. A. P. (2004). Governança nas organizações do terceiro setor: considerações teóricas. *RAUSP. Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4).
- Monken, S. F., Motta, L. J., Schwach, C. G., & Oliveira, C. M. (2015). Abordagem bibliométrica sobre a governança corporativa no setor da saúde. *Perspectivas em Gestão & Conhecimento*, 5(1), 57-68.
- Moreira B. (2015, dezembro 02). *BTG Pactual vende Rede D'Or para fundo soberano de Cingapura por R\$ 2,38 bi. O Estado de S. Paulo*. Recuperado em 27 de abril de 2016 de <http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,btg-pactual-vende-rede-dor-para-fundo-de-cingapura-por-r-2-38-bilhoes,10000003600>
- Munaretto, L. F., Corrêa, H. L., & da Cunha, J. A. C. (2013). Um estudo sobre as características do método Delphi e de grupo focal, como técnicas na obtenção de dados em pesquisas exploratórias. *Revista de Administração da UFSM*, 6(1), 9-24.
- Negri, B. (2002). *A política de Saúde no Brasil nos anos 90: Avanços e Limites*. Brasília: Ministério da Saúde.
- Nunes, R. (2015, novembro). O mercado de saúde e o Capital Estrangeiro. *Revista melhores práticas em Saúde, Qualidade e Acreditação*, (16), p 11.

- Organisation for Economic Co-operation and Development (2015, novembro 16). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Recuperado em 15 abril de 2016, de <http://www.oecd.org/daf/ca/g20-leaders-endorse-g20-oecd-principles-of-corporate-governance.htm>
- Oliveira, J. A. P. (2008). *Empresas na sociedade: sustentabilidade e responsabilidade social*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Oliveira, R. V. (2006). A Lei Sabanes-Oxley como nova motivação para mapeamento de processos nas organizações. *Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Fortaleza, CE, Brasil, 26*
- Oliveira I. & Benedito E. (2016, março). *Estrangeiros fogem, mas ainda buscam oportunidades para investir no Brasil*. *Bloomberg Brief Latin América*. Recuperado em 05 de abril de 2016 de <http://www.bloomberg.com.br/2016/03/14/estrangeiros-fogem-mas-ainda-buscam-oportunidades-para-investir-no-brasil/>
- Padoveze, C. L. & Benedicto, G. C. (2010). *Análise das Demonstrações Financeiras*. 3ª ed. São Paulo: Cengage Learning
- Paim, J., Travassos, C., Almeida, C., Bahia, L., & Macinko, J. (2011). Saúde no Brasil 1 O sistema de saúde brasileiro: história, avanços e desafios. *The Lancet*, 377(9779), 1778–1797. [https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(11\)60054-8](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(11)60054-8)
- Perin, M. G., & Sampaio, C. H. (2004). Orientação para o mercado, porte empresarial e performance. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 44(3), 76-88.
- Pindyck, R. S., Rubinfeld, D. L., Rabasco, E., & Toharia, L. (1995). *Microeconomía*. São Paulo: Prentice Hall.
- Pissinato, A.V. S. (2014). *A repercussão das unidades de assistência médica ambulatorial (AMA) no município de São Paulo sobre a demanda na rede de atenção em saúde pública*. Dissertação de mestrado, Universidade Nove de Julho, São Paulo, SP, Brasil.
- Pohlmann, M. C. (2007). *Análise de conglomerados. Análise Multivariada para os Cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia*. FIPECAFI. São Paulo: Atlas.
- Portela, M. C., Lima, S. M., Barbosa, P. R., Vasconcellos, M. M., Ugá, M. A. D., & Gerschman, S. (2004). Caracterização assistencial de hospitais filantrópicos no Brasil. *Revista de Saúde Pública*, 38(6), 811-818.
- Raimundini, S. L. (2003). *Aplicabilidade do sistema ABC e análise de custos: estudo de caso em hospitais públicos*. Dissertação de mestrado, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, PR, Brasil.
- Razzouk, D. (2013). Economia da saúde aplicada à saúde mental. *Políticas de saúde mental*. 230.

- Rooney, A. L., & Van Ostenberg, P. R. (1999). *Licensure, accreditation, and certification: approaches to health services quality*. Center for Human Services, Quality Assurance Project.
- Rotta, C. S. G. (2004). *Utilização de indicadores de desempenho hospitalar como instrumento gerencial*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Sá, E.B., Barros, E.D.,Vieira R.S. & Paiva A.B.(2015). Capital Estrangeiro nos serviços de assistência à saúde e seus riscos. *Brasil em desenvolvimento 2015. Estado, Planejamento e Políticas públicas. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Ipea*, pp 139-172.
- Sachs, D. M. (2015, novembro). O mercado de saúde e o Capital Estrangeiro. *Revista melhores práticas em Saúde, Qualidade e Acreditação*, (16), p 12.
- Salim, C. S., Hochman, N., & Ramal, A. C. (2005). *Construindo Planos de Negócios*. Rio de Janeiro: Elsevier
- Santos, F. P., Malta, D. C., & Merhy, E. E. (2008). A regulação na saúde suplementar: uma análise dos principais resultados alcançados. *Ciência & Saúde Coletiva*, 13(5), 1463-1475.
- Santos, J. B. (2008). *Uma proposta de conceituação e representação do desempenho empresarial*. Dissertação de mestrado, Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Santos, J. F. & Leal R. P. C. (2010). Práticas de governança corporativa em empresas familiares não-listadas de capital aberto. *Anais do 16º encontro brasileiro de finanças FGV*. São Paulo, SP, Brasil.
- Santos, J. O., & Watanabe, R. (2005). Uma análise da Correlação entre o EVA® e o MVA® no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. *REGGE Revista de Gestão*, 12(1), 19-32.
- Santos, M. A. B. D., & Passos, S. R. L. (2010). Comércio internacional de serviços e complexo industrial da saúde: implicações para os sistemas nacionais de saúde: [revisão]. *Cad. Saúde pública*, 26(8), 1483-1493.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, D., Lopes, E. L., & Junior, S. S. B. (2014). Pesquisa Quantitativa: Elementos, Paradigmas e Definições. *Revista de Gestão E Secretariado*, 5(1), 01–18. <http://doi.org/10.7769/gesec.v5i1.297>
- Silveira, A. D. M. (2015). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier.

- Smet, M. (2002). Cost characteristics of hospitals. *Social Science & Medicine*, 55(6), 895-906.
- Smith, R. D., Chanda, R., & Tangcharoensathien, V. (2009). Trade in health-related services. *The Lancet*, 373(9663), 593-601.
- Soliani A. (2016, março). *Estrangeiros fogem, mas ainda buscam oportunidades para investir no Brasil*. *Bloomberg Brief Latin América*. Recuperado em 05 de abril de 2016 de <http://www.bloomberg.com.br/2016/03/14/estrangeiros-fogem-mas-ainda-buscam-oportunidades-para-investir-no-brasil/>
- Sousa S. A. C (2013). *Governança Corporativa e Estrutura de Capital: O caso de uma empresa familiar do setor de saúde*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE, Brasil.
- Sousa, A. F., & Almeida, R. J. D. (2006). *O valor da empresa e a influência dos stakeholders*. São Paulo: Saraiva.
- Souza A. A., Rodrigues L. T., Lara C. O., Guerra M. & Pereira C. M. (2009). Indicadores de desempenho econômico-financeiro para hospitais: um estudo teórico. *Revista de Administração Hospitalar e Inovação em Saúde*, 2(3), 44-55.
- Souza A. A., Silva D., Lara C. O. & Moreira D. R. (2010). Análise financeira exploratória de hospitais com uso do Escalonamento Multidimensional. *Anais do XIII Semead Seminários em Administração FEA USP*.
- Szuster, N., Cardoso R.L. & Szuster F. R. (2010). *Contabilidade Geral: introdução à contabilidade societária*. 3ª ed. São Paulo: Atlas.
- Tarouco, H. H., & Graeml, A. R. (2011). Governança de tecnologia da informação: um panorama da adoção de modelos de melhores práticas por empresas brasileiras usuárias. *Revista de Administração*, 46(1), 07-18.
- The World Bank (2012). *World Development Indicators*. Recuperado em 04 junho de 2014 de <http://data.worldbank.org/products/wdi>
- Tibúrcio, D. R. (2011). *Ressarcimento ao SUS: uma proposta de delimitação da fonte e do fundamento da obrigação constante do art. 32 da Lei nº 9.656/98*. Portal de e-governo, inclusão digital e sociedade do conhecimento. Recuperado em 04 abril de 2015 de <http://www.egov.ufsc.br/portal/conteudo/ressarcimento-ao-sus-uma-proposta-de-delimita%C3%A7%C3%A3o-da-fonte-e-do-fundamento-da-obriga%C3%A7%C3%A3o-cons>
- Ugá, M. A. D., & Porto, S. M. (2008). Financiamento e alocação de recursos em saúde no Brasil. In *Políticas e sistemas de saúde no Brasil* (pp. 473-505).
- United States International Trade Commission (2011). *Healthcare services*. In: Recent trends in U.S. services trade: Annual report. Publication n. 4243.

- Veloso, G. G., & Malik, A. M. (2010). Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas de saúde. *RAE Eletrônica*, 9(1), 0–0. <https://doi.org/10.1590/S1676-56482010000100003>
- Viacava, D. F., Gordon, B., Goldstein, L., & Nelson, J. (2005). Governance of Not-For-Profit Healthcare Organizations. *American Health Lawyers Association. New York*.
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da Governança Corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*.
- World Health Organization (2005). *Envelhecimento ativo: uma política de saúde*. (S. Gontijo, Trad.). Recuperado em 28 de abril 2016 de [http://dms.ufpel.edu.br/ares/bitstream/handle/123456789/232/5%20%202005%20%20envelhecimento\\_ativo.pdf?sequence=1](http://dms.ufpel.edu.br/ares/bitstream/handle/123456789/232/5%20%202005%20%20envelhecimento_ativo.pdf?sequence=1)
- World Health Organization (2010). *Relatório Mundial da Saúde*. Recuperado em 28 de abril de 2016 de [http://www.who.int/whr/2010/whr10\\_pt.pdf](http://www.who.int/whr/2010/whr10_pt.pdf)
- Yereli, A. N. (2009). Activity-based costing and its application in a Turkish university hospital. *AORN journal*, 89(3), 573-591. <http://dx.doi.org/10.1016/j.aorn.2008.09.002>
- Zaffani, C, A. (2012). *EBITDA - As virtudes e defeitos continuam?* Portal Web contábil. Recuperado em 28 de abril 2016 de [http://www.webcontabil.com.br/ver\\_noticia\\_publica.php?v1=118736&v2=www.acrossrj.com.br](http://www.webcontabil.com.br/ver_noticia_publica.php?v1=118736&v2=www.acrossrj.com.br)

“ As citações contidas no texto e na listagem de referências foram automatizadas por meio do software Mendeley”