



Universidade de Brasília (UnB)

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas (FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Curso de Graduação em Ciências Contábeis

VIVIAN SOUSA FERNANDES

**RELAÇÃO DOS INDICADORES ECONÔMICOS-FINANCEIROS COM A TAXA
DE CRESCIMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE SAÚDE**

Brasília - DF

2022

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Diêgo Madureira de Oliveira
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor José Márcio de Carvalho
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de
Políticas Públicas**

Professor Doutor Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias

Professor Doutor Alex Laquis Resende
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor José Lúcio Tozetti Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

VIVIAN SOUSA FERNANDES

**RELAÇÃO DOS INDICADORES ECONÔMICOS-FINANCEIROS COM A TAXA
DE CRESCIMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE SAÚDE**

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro

Área: Finanças

Orientador: Professor Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré

Brasília - DF

2022

Ficha catalográfica

VIVIAN SOUSA FERNANDES

**RELAÇÃO DOS INDICADORES ECONÔMICOS-FINANCEIROS COM A TAXA
DE CRESCIMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE SAÚDE**

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, sob a orientação da Prof. Doutor Sérgio Miranda Nazaré

Aprovado em 25 de abril de 2022.

Prof. Dr. Sérgio Ricardo Miranda Nazaré
Orientador

Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves
Professor - Examinador

Brasília - DF, 25 de abril de 2022

“O sucesso não é definitivo, e o fracasso não é fatal: o que importa é a coragem de seguir em frente”

Winston Churchill

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família que me apoiou, me incentivou e esteve ao meu lado ao longo da vida, transmitindo os valores que me representam hoje, além de me acompanharem nos momentos de incertezas.

Agradeço especialmente à minha irmã Valéria, que sempre me incentivou a perseguir meus sonhos e alcançar meus objetivos, mesmo quando eram difíceis de alcançar. Além de sempre transmitir tranquilidade, confiança e carinho em todos os momentos da minha vida.

Agradeço também ao Professor Sérgio Nazaré, que me orientou em diversos projetos durante minha graduação, repassando seu conhecimento e expertise em um período importante do meu desenvolvimento profissional, e por aceitar me orientar no projeto final do curso, o Trabalho de Conclusão de Curso.

RESUMO

Crescimento, segundo a Teoria de Crescimento da Firma, é o resultado positivo da gestão de recursos disponíveis para as firmas, sendo possível crescer de forma orgânica e inorgânica. O crescimento precisa ser calculado e planejado para que seu resultado seja condizente com os objetivos das empresas. Partindo deste contexto e dos motivos que incentivam o crescimento, o presente estudo examinou o comportamento estatístico dos indicadores econômico-financeiros em relação ao aumento das receitas, utilizando dados da Agência Nacional de Saúde – ANS entre 2015 e 2019. O estudo fornece respostas sobre o desempenho em eficiência, rentabilidade, liquidez e retorno das empresas que cresceram suas receitas com base na *Compound Annual Growth Rate* – CAGR real das receitas entre 2015 e 2019. O tamanho da amostra foi de 33 empresas, sendo três escolhidas para investigar melhor o comportamento estatístico dos indicadores econômico-financeiros selecionados. Como resultado da análise da média aritmética, mediana, desvio padrão e coeficiente de correlação, verificou-se que o índice de eficiência, o retorno sobre ativo – ROA e a variação do imobilizado são indicadores com correlação significativa, forte ou moderada, com a variação da receita. O estudo pode ser utilizado por usuários internos e externos da empresa como indicadores para auxiliar na compreensão do comportamento econômico-financeiro da empresa durante o processo de crescimento.

Palavras-chave: Crescimento; Indicadores Econômico-financeiros; Efeitos do Crescimento

ABSTRACT

Growth, according to the Firm's Growth Theory, is the positive result of managing the resources available to firms, making it possible to grow both organically and inorganically. The growth needs to be calculated and planned so that its result is consistent with the objectives of the companies. Based on this context and the reasons that encourage growth, the present study examined the statistical behavior of economic-financial indicators in relation to the increase in revenues, using data from the Agência Nacional de Saúde - ANS between 2015 and 2019. The study provides answers on the performance in efficiency, profitability, liquidity and return of companies that grew their revenues based on the Compound Annual Growth Rate - actual CAGR of revenues between 2015 and 2019. The sample size was 33 companies, three of which were chosen to better investigate the statistical behavior of the selected economic-financial indicators. As a result of the analysis of the arithmetic mean, median, standard deviation and correlation coefficient, it was found that the efficiency index, the return on assets - ROA and the variation of fixed assets are indicators with significant, strong or moderate correlation, with the variation of the recipe. The study can be used by internal and external users of the company as indicators to help in understanding the economic-financial behavior of the company during the growth process.

Keywords: Growth; Economic-financial Indicator; Effects of Growth

LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS E TABELAS

Figura 1 - Número de operadoras de planos de saúde médico-hospitalares e número médio de beneficiários por operadora (milhares de pessoas) – 2000-2020	16
Figura 2 - Produto Total do Trabalho de Empresas com Capital Intensivo em Conhecimento e Empresas de Baixa Capital Intensivo em Conhecimentos	18
Figura 3 - Número de operadoras de planos de saúde médico-hospitalares e número médio de beneficiários por operadora (milhares de pessoas) – 2000-2020	22
Figura 4 – Ciclo de Vida Corporativo	23
Figura 5 – Comparativo da Taxa de Crescimento Sustentável e Taxa Real da Gerdau	26
Figura 6 - Comportamento do Retorno sobre Capital em Relação ao CAGR das Receitas dos Hospitais Globais - 2011- 2017	27
Figura 7 - O retorno sobre o capital dos segmentos de saúde globais entre 2011 e 2017	28

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Características do Ciclo de Vida Corporativo	24
Tabela 2 – Relações Econômicas ao Ciclo de Vida e Padrões do Fluxo de Caixa	24
Tabela 3 – Proporção de Empresas Iniciadas em 1998 que Sobreviveram - <i>Bureau of Labor Statistics Quarterly Census of Employment and Wages</i>	25
Tabela 4 - Análise de Transição Baseada no Modelo de Dickinson	26
Tabela 5 - Indicadores da Pesquisa	29
Tabela 6 – Medidas Estatísticas Aplicadas na Pesquisa	30
Tabela 7 - Ranking do CAGR das Receitas das Empresas de Saúde entre 2015 e 2019	31
Tabela 8 - Medidas Estatísticas da Amostra Toda e dos Grupos de Crescimento	33
Tabela 9 - Histórico de Receitas Operacionais e Número de Beneficiários do São Francisco Sistema de Saúde Sociedade entre 2015 e 2019	33
Tabela 10 - Indicadores Econômico-financeiros do São Francisco Sistema de Saúde Sociedade entre 2015 e 2019	34
Tabela 11 - Medidas Estatísticas do São Francisco Sistema de Saúde Sociedade	34
Tabela 12 - Histórico de Receitas Operacionais e Número de Beneficiários da Operadora Unieste de Planos de Saúde entre 2015 e 2019	35
Tabela 13 – Indicadores Econômico-financeiros da Operadora Unieste de Planos de Saúde entre 2015 e 2019	35
Tabela 14 - Medidas Estatísticas da Operadora Unieste de Planos de Saúde	35
Tabela 15 - Histórico de Receitas Operacionais e Número de Beneficiários da Amil Assistência Internacional entre 2015 e 2019	36
Tabela 16 - Indicadores Econômico-financeiros da Amil Assistência Internacional entre 2015 e 2019	37
Tabela 17 - Medidas Estatísticas da Amil Assistência Internacional	37

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANS	Agência Nacional de Saúde
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EVA	<i>Economic Value Added</i>
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
ROA	<i>Returno on Asset</i>
ROI	<i>Returno n Investment</i>
ROE	<i>Returno on Equity</i>

SUMÁRIO

1.INTRODUÇÃO	14
2.REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1. Teoria da Firma	17
2.2. Estratégias de Crescimento	20
2.2.1. Diversificação	20
2.2.2. Fusões e Aquisições	20
2.2.3. Orgânico versus inorgânico	21
2.3. Ciclo de Vida Corporativo	22
2.4. Riscos do Crescimento	25
2.5. Mercado Privado de Saúde	27
3.METODOLOGIA	28
3.1. Amostra	30
3.2. Tratamento dos dados	31
4.ANÁLISE DE RESULTADOS	31
5.CONCLUSÃO	38
REFERÊNCIAS	41

1. INTRODUÇÃO

Segundo Peronse (1959), o crescimento é consequência do desenvolvimento da empresa, que é impulsionado pelo avanço das atividades internas, e cuja gestão dos recursos internos é a principal fonte de vantagens de mercado. Dito isso, em essência, o crescimento representa um aumento na receita que será investida em fatores de produção adicionais (capital, trabalho, terra e tecnologia) para reagir à nova demanda. (JANSSEN, 2009 apud MACHADO, 2010).

De acordo com Wright *et al.* (2000), a expansão horizontal por meio da expansão interna das operações busca os benefícios de escala, bem como a sensibilidade positiva do lucro bruto à variação na receita. Com isso, a abertura de novas fábricas, a expansão dos centros de distribuição e a adição de novos produtos ao portfólio são medidas potenciais que podem ajudar a reduzir a dependência operacional da empresa em relação aos fornecedores e, ao mesmo tempo, melhorar os resultados.

Outra estratégia de crescimento potencial é a integração vertical, que envolve a aquisição de outras corporações ou a expansão das próprias atividades para processar em diferentes etapas do fluxo. A cadeia de suprimentos formada pela integração vertical “corta os intermediários” no processo de fabricação, proporcionando controle aos segmentos sensíveis à disponibilidade de matéria-prima (OLIVEIRA; 2017).

Os limites de crescimento horizontal e vertical das empresas são examinados pela administração antes de iniciar qualquer investimento, pois as mudanças têm impacto direto no desempenho operacional e financeiro. Dessa forma, as empresas aplicam seus recursos para expansão em estratégias orgânicas ou inorgânicas com o objetivo de aumentar a receita e o retorno aos acionistas (FREITAS; ANDRADE; REGO, 2015).

Os processos orgânicos são operações que uma empresa busca engajar seus clientes por meio da satisfação. A conquista de consumidores pode ocorrer por meio da expansão das atividades de produção, diversificação do portfólio ou expansão geográfica das operações. Em contrapartida, as operações inorgânicas são realizadas por meio de fusões, aquisições e incorporações; ou seja, a empresa adquire fatias de consumo (HESS; 2007).

A Lojas Americanas SA, empresa brasileira de varejo, lançou o programa "85 Anos em 5 – Somos Mais Brasil" em 2014, com o objetivo de triplicar o número de lojas abertas para

1.700 até 2019. Segundo Freitas, Andrade e Rego (2015), a estratégia de crescimento orgânico da empresa permitiu aumentar os valores médios de receita, fluxo de caixa e lucro operacional antes de juros, impostos, depreciação e amortização - EBITDA. Além disso, houve forte correlação positiva entre receita líquida e número de lojas abertas; porém, houve perda de eficiência nos resultados operacionais de curto prazo.

Em 1980, a Coca-Cola aprendeu investindo em negócios de vinho que a diversificação, quando não calculada corretamente, pode ser um investimento caro. Devido à falta de capacidade técnica para a produção de vinhos de alta qualidade, a empresa não conseguiu captar a atenção do consumidor. Como dito, a decisão de diversificar exige um exame minucioso das operações da empresa para determinar quais atividades geram retornos superiores aos desenvolvidos pelos concorrentes. "Antes de diversificar, os executivos devem considerar não o que sua empresa faz, mas o que ela faz melhor que seus concorrentes" (MARKIDES; 1997).

De acordo com Yugue *et al.* (2010), fusões, aquisições e incorporações permitem a ampliação dos fluxos de caixa em situações em que o crescimento orgânico é difícil devido às variáveis que determinam as preferências dos consumidores em cada segmento. Essas conclusões baseiam-se em um exame das estratégias do mercado farmacêutico entre 1999 e 2010. Pois, após a promulgação da Lei 9.787/99, os laboratórios farmacêuticos de marca perderam espaço no mercado para os genéricos. Em decorrência da queda nos resultados, as empresas adquiriram fábricas de medicamentos genéricos para manter sua participação no mercado.

Segundo Nakano (2005), o estabelecimento de subsidiárias estrangeiras é uma das principais estratégias das corporações para mitigar os entraves ao crescimento nacional. Esses problemas são agravados pelo lento crescimento da demanda real no Brasil, altas taxas de juros como resultado do "risco Brasil", tributação excessiva e insegurança econômica do país. Em 2004, foram investidos aproximadamente US \$9,5 bilhões nas operações externas de multinacionais brasileiras. Empresas como Votorantim, Gerdau e Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) trabalharam para remover as barreiras macroeconômicas ao crescimento para alcançar retornos melhores e mais sustentáveis (NAKANO; 2005).

Conforme Andrade (2001), a busca constante de crescimento do mercado é uma imposição. Para garantir que o aumento do volume de vendas seja sustentável, os executivos devem planejar o processo e garantir que os resultados sejam compatíveis com a capacidade da

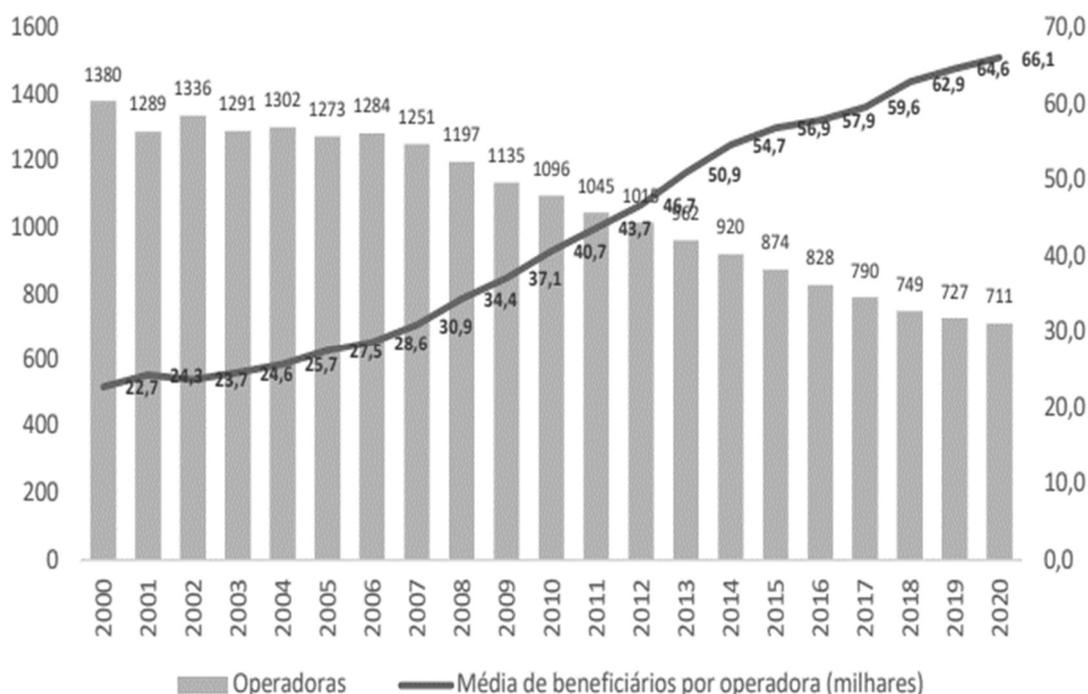
empresa, pois medidas não calculadas podem aumentar a exposição da empresa a riscos operacionais e financeiros.

“Uma conclusão importante será a de que o crescimento não é, necessariamente, algo que se deva maximizar. Em muitas empresas, pode ser necessário limitar o crescimento para manter o vigor financeiro. Em outras, o dinheiro usado para financiar o crescimento que não é lucrativo seria melhor empregado se devolvido aos seus donos.” (HIGGINS, 2014, p. 123).

Segundo Cella (2019), mais de 50 milhões de brasileiros possuíam plano de saúde privado em 2014, sendo que a maioria o recebia por meio dos planos corporativos. No entanto, com o movimento de alta dos juros e demissões em 2014, o setor de saúde perdeu um número significativo de beneficiários pois os trabalhadores não migraram para os planos de saúde de Pessoa Física. Esse movimento direcionou a demanda do setor privado para o setor público.

Segundo a Fundação Oswaldo do Cruz (2021), nos últimos anos, o setor saúde apresentou evolução da concentração de beneficiários em grandes operadoras de planos de saúde. Esse movimento também demonstra a capacidade de negócios com estrutura financeira estáveis de sobreviverem e crescerem diante de crises econômicas e financeiras, conforme demonstra o Figura 1.

Figura 1 Número de operadoras de planos de saúde médico-hospitalares e número médio de beneficiários por operadora (milhares de pessoas) – 2000-2020



Fonte: Fundação Oswaldo do Cruz (2021)

Tendo como base a questão abordada, o objetivo deste estudo foi examinar o comportamento estatístico dos indicadores econômico-financeiros em relação ao aumento das receitas, utilizando dados da Agência Nacional de Saúde – ANS entre 2015 e 2019. Para tanto, foi observado a margem líquida, a liquidez corrente, o índice de eficiência, o retorno sobre o ativo – ROA, o retorno sobre o patrimônio líquido – ROE, e a variação do imobilizado das empresas selecionadas.

O presente trabalho investigou, por meio de uma análise de correlação, como a variação nas receitas de tais empresas afeta, negativamente ou positivamente, os indicadores financeiros selecionados. O estudo é de natureza descritiva, com abordagem quantitativa e coleta de dados documental.

A justificativa desta pesquisa é verificar se o aumento da receita está agregando valor econômico-financeiro às empresas de saúde por meio medidas estatísticas. Em relação ao setor escolhido, isso se deve ao comportamento das crises econômicas e ao comportamento do crescimento das empresas nesse período.

Por consequência, o estudo contribui como ferramenta consultiva sobre o impacto do crescimento na estrutura operacional das empresas brasileiras de saúde. Os usuários internos com conexão com o crescimento podem utilizar os resultados como parâmetros para o planejamento de crescimento dessas empresas. Além disso, usuários externos, como investidores, podem usar as informações para auxiliar na compreensão do comportamento econômico-financeiro das empresas durante o processo de crescimento.

O restante deste estudo está organizado da seguinte forma: Referencial Teórico na Seção 2; Metodologia na Seção 3; Análise de Resultados na Seção 4; e Conclusão da Seção 5.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Teoria da Firma

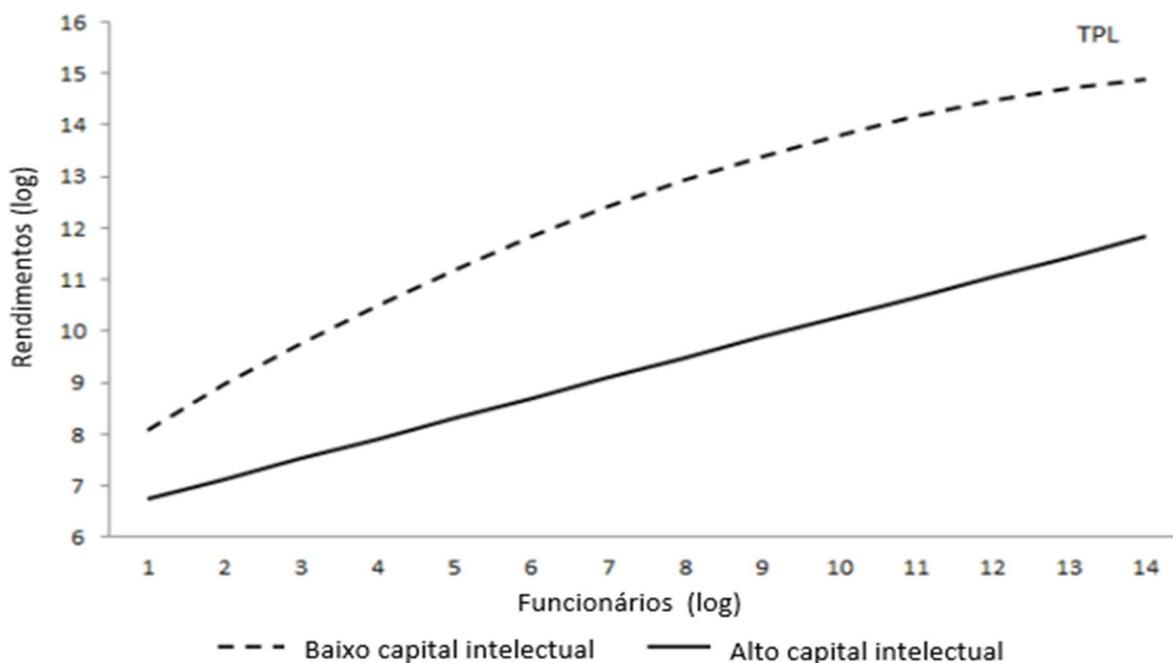
A firma é um agente extremamente importante no sistema capitalista pois suas atividades demandam fatores de produção e fornecem bens e serviços à sociedade. Sob um ponto de vista ortodoxo, a teoria econômica neoclássica a define como um agente econômico cujo único objetivo é maximizar seu lucro dentro dos limites do mercado. Com base nisso, as relações internas e os resultados históricos são ignorados pelo processo decisório, pois os limites de crescimento são estabelecidos pelo ponto de equilíbrio, localizado na intersecção das curvas de

oferta e demanda. Por diversas vezes, a teoria neoclássica foi comparada a uma “caixa preta” que contém bens e serviços sem levar em conta as relações internas (COSTA; 2021).

Ricardo (1996) elaborou a Lei dos Rendimentos Decrescentes, com base na teoria marginalista. Observando o comportamento dos rendimentos em relação à variação dos fatores de produção (terra, trabalho, capital e tecnologia) na Inglaterra após a Revolução Industrial, o economista descobriu que, a partir de certo ponto, o aumento do trabalho para fertilizar a terra reduz a produtividade obtidos a partir de aluguéis, visto que o rendimento das terras menos fertilizadas é igual ao rendimento das terras mais fertilizadas.

A teoria ricardiana afirma que o produto adicional de um fator de produção é menor que o produto adicional do fator de produção anterior, implicando que a produtividade marginal declina após um certo valor. A Lei dos Rendimentos Decrescentes é frequentemente utilizada em estudos para explicar o comportamento dos lucros em relação à variação do capital em outros segmentos, principalmente a indústria (HUERTA, 2001, p. 74 apud RESTREPO, 2013, p.9).

Figura 2 – Produto Total do Trabalho de Empresas com Capital Intensivo em Conhecimento e Empresas de Baixa Capital Intensivo em Conhecimentos (AMOROSO, 2015)



Fonte: Amoroso, 2015, Tradução Livre.

Ainda com relação aos limites de crescimento, Amoroso (2015) concluiu, por meio de estudo econométrico, que o comportamento dos retornos das empresas com capital intensivo

em conhecimento é uma exceção à Lei de Rendimentos Decrescentes, pois foi demonstrado que os lucros não apresentam retornos decrescentes sobre o investimento. Além disso, percebeu-se que o tamanho das entidades tem um efeito no aumento dos lucros pois proporciona benefícios de escala para corporações maiores. Como resultado, a expansão do capital do conhecimento não é um fator considerado na teoria ricardiana. Esses achados incentivam as grandes corporações a investir em departamentos de pesquisa e desenvolvimento (P&D) para ampliar seus retornos, pois essa estratégia impulsiona o crescimento sem impacto negativo nos retornos após a adição de uma unidade específica.

A Figura 2 retrata o comportamento do Produto Total de Trabalho de empresas com baixo capital intelectual, em que o acréscimo de trabalho se configura de acordo com a Lei do Rendimentos Decrescente. Além disso, na Figura 2, observa-se o comportamento linear do produto em empresas com alto investimento de capital em conhecimento.

O crescimento da firma é limitado pelo ponto de ótimo de eficiência, pois a firma é regida pela Lei dos Rendimentos Decrescente, prevalecente, e a Lei dos Rendimentos Crescentes, tornando qualquer resultado diferente um “produto atípico”. Os resultados são determinados pelo sistema de preços, no qual a lei da oferta e demanda delimitam o desempenho das empresas (MARSHALL, 1920 apud, COSTA, 2021).

Em contrapartida, Penrose (1959) afirma que o crescimento da firma não se limita ao ponto de equilíbrio entre oferta e demanda, mas sim à gestão dos recursos internos. Essa forma de pensar leva à definição de empresa como um conjunto de recursos que podem ser reorganizados para atingir o objetivo da organização. Como resultado, uma vez claro o motivo da expansão e identificados os recursos disponíveis, o crescimento da empresa é irrestrito.

Com o intuito de explorar o processo de crescimento, Penrose (1959) dedica sua pesquisa à análise de estratégias de crescimento orgânico e inorgânico na esperança de abrir a "caixa preta". Inicialmente, a economista observa que o crescimento das empresas é temporariamente prejudicado pela expansão da equipe de trabalho. No curto prazo, o crescimento é desacelerado pelo tempo que leva para repassar o *know-how* aos novos funcionários; no entanto, o atraso é compensado pela formação de uma base sólida para os processos operacionais. Em seguida, Penrose percebe que as firmas, após determinar seus recursos e as necessidades do ambiente externo, podem determinar o custo de oportunidade entre diversificar suas atividades ou adquirir novos mercados por meio de fusões e aquisições.

2.2. Estratégias de Crescimento

2.2.1. Diversificação

A diversificação é uma estratégia orgânica para aumentar a lucratividade por meio do aumento do volume de vendas, na qual uma organização utiliza sua estrutura para se beneficiar do aumento de novos produtos ou serviços. Além disso, diversificar o portfólio é uma estratégia para mitigar a volatilidade de um mercado altamente correlacionado (KANNAN; RSARAVANAN, 2012).

Uma medida de diversificação é a incorporação de novos produtos ao processo de fabricação; entretanto, isso não implica que qualquer incorporação caracterize disseminação, pois alguns bens e serviços não são classificados como novos. Por exemplo, a produção de vários números de sapatos não constitui um processo diverso visto que o produto não é alterado na sua essência (PENROSE; 1959).

Apesar do uso frequente do crescimento por meio da adição de bens e serviços, a diversificação também pode ser obtida por outros meios. Segundo Szwarcfiter (1993), é possível reduzir a flutuação da demanda vendendo o mesmo produto em vários mercados por meio da expansão geográfica, em outras palavras, a verticalização dos processos fabris cria vagas que serão preenchidas pelos fornecedores.

Nordhaus e Samuelson (2018) explicam que é mais rentável produzir alguns produtos em escala quando produzi-los separadamente seria menos benéfico. Como resultado, várias empresas geram retornos mais altos da economia, mas são limitadas por lucros decrescentes.

De acordo com Kannan e Rsaravanav (2012), as empresas normalmente optam por diversificar suas operações quando as vendas estão estagnadas, novas marcas estão surgindo no mercado, novas tecnologias surgem ou o custo de oportunidade de expansão supera outras oportunidades de investimento.

2.2.2. Fusões e Aquisições

Uma das funções mais importantes do planejamento estratégico de uma corporação é identificar rapidamente de quais transações a empresa deve participar. Segundo Deloitte (2017), para que um portfólio de produtos e serviços seja bem-sucedido, é necessário estabelecer métricas multidimensionais, estruturar a atuação do portfólio como um sistema em que as partes interagem entre si e, por fim, adequá-lo às necessidades da empresa.

As fusões, aquisições e incorporações são estratégias de crescimento inorgânico em que o escopo das entidades é ampliado por meio da compra de mercados. Quando uma empresa opta por expandir por meio de fusões, aquisições ou incorporações, ela busca inovar suas operações, verticalizar seus processos ou ganhar *market share* (PENROSE; 1959).

O processo de fusão, aquisição e incorporações é vantajoso quando as decisões estratégicas são tomadas em conjunto, resultando em sinergia, ou seja, quando o valor total supera a soma das partes. Alguns dos motivos para a utilização dessas operações incluem o acesso à tecnologia, benefícios financeiros e a conquista de novos clientes (NANTHEALTH, 2020; SKYPEK, 2014 apud KANG).

A expansão por meio de reorganização é classificada em três categorias. Operações horizontais quando envolve empresa da mesma atividade; operações verticais quando a negociação envolve empresas que estão no mesmo segmento, mas em posições do processo produtivo diferentes; ou conglomerados quando as empresas envolvidas são de setores distintos. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995).

2.2.3. Orgânico versus inorgânico

De acordo com a Teoria do Crescimento da Firma, as estratégias orgânicas e inorgânicas são benéficas para o crescimento quando implementadas adequadamente. Para determinar qual posição ocupar, as empresas devem primeiro identificar o modelo apropriado e, em seguida, analisar seus próprios recursos e oportunidades externas. Apesar de considerar ambas as estratégias de crescimento eficazes (PENROSE;1959).

Peronse (1959) afirma que o crescimento orgânico é mais sustentável devido ao estabelecimento de pilares distintos na gestão de recursos, que é central para o sucesso das organizações. Ao contrário dos clássicos, a economista direciona suas pesquisas para entender como um negócio pode crescer capitalizando as vantagens competitivas disponíveis.

A empresa Aspen, fornecedora global de produtos farmacêuticos, usou estratégias de crescimento orgânicas e inorgânicas entre 2004 e 2014. Em dez anos, a empresa Aspen adquiriu diversas empresas que fortaleceram a integração da estrutura verticalizada, direcionando recursos para aquisições de empresas com alta entrada de barreiras e adquiriu ativos que expandiram seu portfólio de produtos. De acordo com estudo realizado por Hodgson e Hoque (2017), os resultados da empresa aumentaram duas casas decimais por ano por um período de dez anos utilizando as duas estratégias; no entanto, deve-se notar que a diversificação de

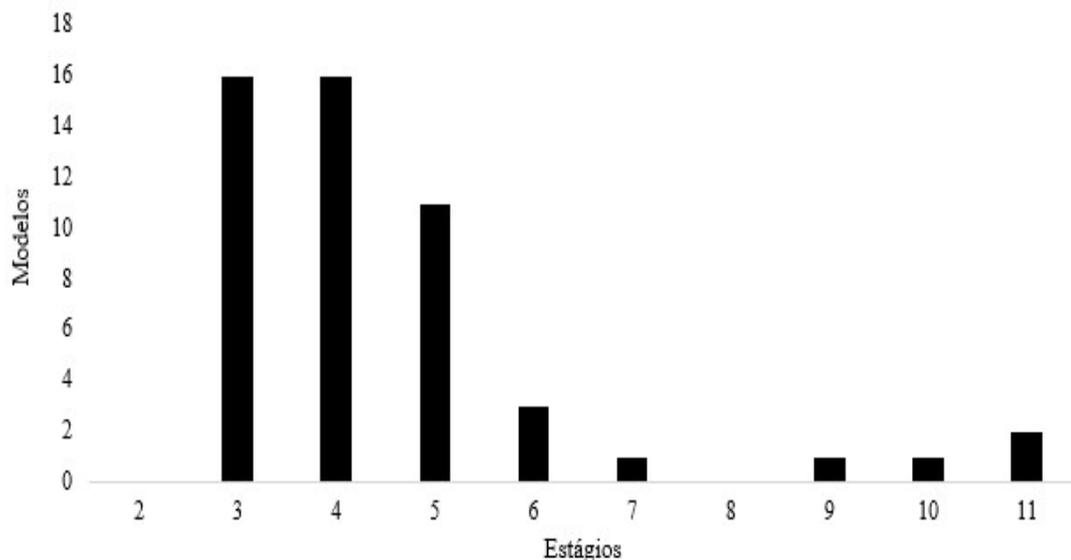
portfólio foi o investimento que rendeu os maiores retornos.

2.3. Ciclo de Vida Corporativo

O Ciclo de Vida Corporativa é uma teoria desenvolvida pelas finanças para explicar as características internas e externas das empresas durante suas existências. Em termos de transições, existem dois modelos distintos de crescimento. O primeiro pressupõe movimentos sucessivos baseados na evolução orgânica, enquanto o segundo é um modelo dinâmico cujas transições são baseadas em ações inorgânicas. Vale ressaltar que não há consenso sobre o número de estágios, apesar de 65% dos estudos mostrarem no máximo cinco estágios (LEVIE; LICHTENSTEIN, 2010, p. 317 -350 apud CORBEY, 2019, p. 2).

Damodaran (2010) propõe um modelo de ciclo de vida com seis estágios nos quais as características qualitativas e quantitativas dos negócios são observadas em cada estágio. Ao longo do ciclo, ocorrem transições progressivas e regressivas, sem tempo definido para cada período. Além disso, é possível que alguns negócios não passem por todas as etapas.

Figure 3 – Número de Estágios no Modelo de Estágio Geral, 1962-2006 (LEVIE; LICHTENSTEIN, 2010)



Fonte: Adaptado de Corbey *et al.* 2019. Tradução Livre.

Na primeira etapa, Startup, segundo Damodaran (2010), é institucionalizada uma ideia que visa atender uma necessidade específica. Sem uma base comparativa de pares ou resultados históricos, a taxa de crescimento dos negócios é estabelecida com base na narrativa do projeto.

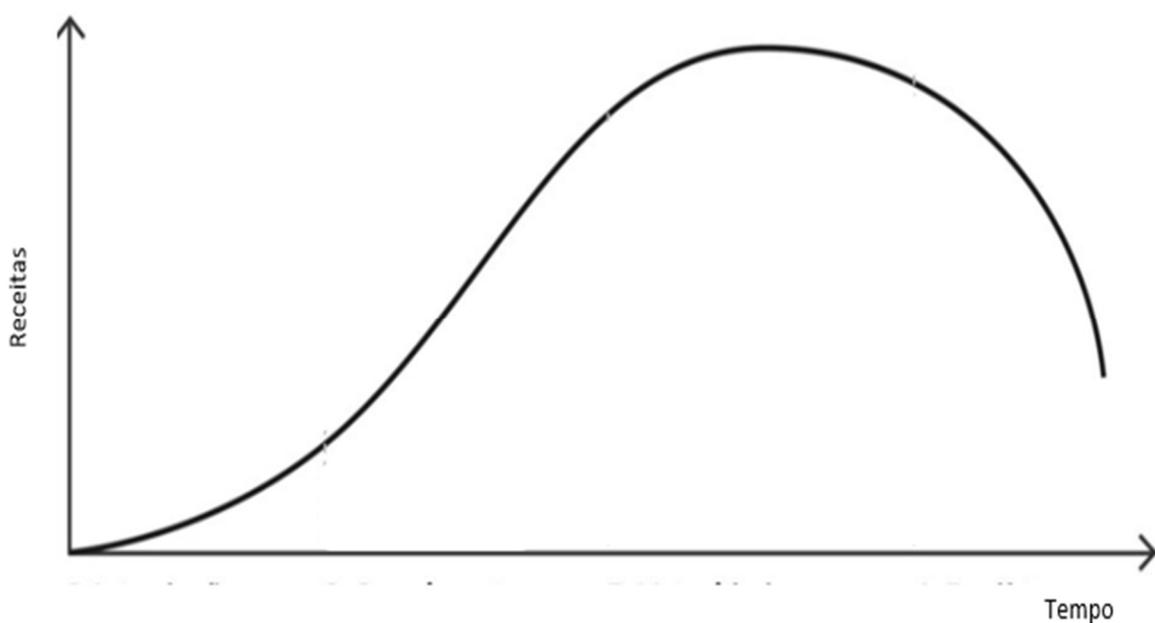
Após o estabelecimento do modelo de negócios, entra o Crescimento Inicial, período definido pelos gastos de capital para a colocação do produto no mercado. Como os recebimentos são baixos e os gastos são altos no banco, o fluxo de caixa operacional é negativo.

Após esse período, a empresa entra na etapa do Crescimento Acelerado, em que as vantagens comparativas impulsionam o crescimento da receita e o fluxo de caixa operacional se aproxima ou se torna positivo. Como resultado do aumento do custo de oportunidade, novos *players* vão entrando no mercado.

À medida que os benefícios da inovação são reduzidos pela entrada de novas correntes, a empresa passa para o estágio de Maturidade com Crescimento. Essa etapa se destaca pelo crescimento moderado dos resultados e pela geração de caixa operacional positiva. Utilizando esses pontos como ponto de partida, os resultados atuais podem ser utilizados como ferramenta no processo de *valuation* das empresas.

Após a estabilização dos resultados, inicia-se a fase de Maturidade, em que a participação de mercado é significativa e as receitas consistentes, as oportunidades de investimento são limitadas, os gastos são direcionados para a reposição de estruturas obsoletas e o acesso a financiamentos é amplo. Por fim, o Declínio, ou sexto estágio, se caracteriza por uma queda na receita e uma perda de participação de mercado.

Figura 4 – Ciclo de Vida Corporativo (DAMODARAN, 2010)



Fonte: Adaptado de Damodaran, 2010. Tradução Livre

Tabela 1 – Características do Ciclo de Vida Corporativo (DAMODARAN, 2010)

Estágios de Crescimento	Start-up	Crescimento Lento	Crescimento Acelerado	Maturidade com Crescimento	Maturidade	Declínio
Descrição	Ideia para um negócio que atenda a uma necessidade não atendida no mercado	Estruturação do modelo de negócio que fornecerá receitas e ganhos potenciais	Fase de conversão da receitas potenciais em caixa	Expandir seu negócio, transformando perdas em lucros	Defenda seu negócio de novos concorrente e encontre novos mercados	Reduza empresa à medida que o mercado encolhe
Narrativa	Quão grande é a narrativa?	Quão plausível é a narrativa?	Quão lucrativa pe a narrativa?	Quão exalável é a narrativa?	Quão sustentável é a narrativa?	Existe um final feliz?

Fonte: Adaptado de Damodaran, 2010. Tradução Livre.

Dickison e Corbey (2011) definem cinco estágios no ciclo de vida corporativo usando uma *proxy* de fluxos de caixa de atividades operacionais, investimentos e financiamentos. No estágio inicial, a empresa entra no mercado sem conhecimento estruturado, com baixo faturamento e altos investimentos, e fluxo de caixa positivo.

Tabela 2 – Relações Econômicas ao Ciclo de Vida e Padrões do Fluxo de Caixa (DICKISON 2011)

Fluxo de Caixa	Estágio Inicial	Estágio de Crescimento	Estágio de Maturidade	Estágio de Diversificação	Estágio de Declínio
Operacional	As empresas entram no mercado com déficit de conhecimento sobre receitas e custos potenciais	As margens de lucro são maximizadas durante o período de maior investimento	Eficiência maximizada por meio de maior conhecimento da operação	Taxas de crescimento em declínio levam a preços em declínio. As rotinas das empresas estabelecidas impedem a flexibilidade competitiva	Declining growth rates lead to declining price
	(-) Fluxo de caixa	(+) Fluxo de caixa	(+) Fluxo de caixa	(+/-) Fluxo de caixa	(-) Fluxo de caixa
Investimentos	O otimismo gerencial impulsiona o investimento. As empresas fazem grandes investimentos iniciais para impedir a entrada	As empresas fazem grandes investimentos antecipados para impedir a entrada	A obsolescência aumenta em relação ao novo investimento à medida que as empresas amadurecem	Sem teoria	Liquidação de ativos para serviço da dívida
	(-) Fluxo de caixa	(-) Fluxo de caixa	(-) Fluxo de caixa	(+/-) Fluxo de caixa	(+) Fluxo de caixa
Financiamento	A teoria da hierarquia afirma que as empresas acessam a dívida bancária e depois o patrimônio. Growth firms increase debt.	A teoria da hierarquia afirma que as empresas acessam a dívida bancária e depois o patrimônio	O foco muda da aquisição de financiamento para o serviço da dívida e distribuição de fundos excedentes aos acionistas, de modo que as empresas	Sem teoria	Foco no pagamento da dívida e/ou renegociação da dívida
	(+) Fluxo de caixa	(+) Fluxo de caixa	(-) Fluxo de caixa	(+/-) Fluxo de caixa	(+/-) Fluxo de caixa

Fonte: Adaptado de Corbey; Hinfelaar; Roon, 2019. Tradução Livre.

Em seguida, na fase de Crescimento Acelerado, há aumento de receitas, aumento da margem de contribuição e gastos com investimentos antecipados para garantir vantagens

competitivas. Além disso, devido às previsões de alto crescimento, investidores de capital privado e investidores de capital de terceiros oferecem mais oportunidades de captação de recursos.

Após a fase do Crescimento Acelerado, inicia-se a fase de Maturidade, na qual as operações são estruturadas, os resultados são reportados, os investimentos são direcionados para a reintegração de posse de recursos obsoletos e os financiamentos estão mais disponíveis.

Após esse período, o autor apresenta o período de Diversificação ou Shake-out, em que a empresa expande sua atuação para outros serviços para crescer. Nesse período, a empresa busca oportunidades em outros mercados, pois seus recursos já estão bem alocados em sua atividade principal. A incorporação de novos produtos ou a conquista de novos mercados por meio de operações inorgânicas permite que uma empresa amplie seus resultados.

Por fim, o estágio Declínio é exibido quando as operações estão em fase de conclusão, os recebimentos são reduzidos, o produto ou serviço ofertado é substituído por outro, os fluxos são negativos e o resultado é frequentemente decrescente.

2.4. Riscos do Crescimento

Em termos de ciclo de vida corporativo, Damodaran (2009) afirma que, apesar do surgimento de novos negócios, a maioria não sobrevive a longo prazo. Ao analisar a taxa de insucesso das empresas, um estudo descobriu que a taxa de insucesso de startups é superior a 9%, e que 64% das empresas falham em menos de um ano em média na Austrália. Ademais somente 25% das empresas sobrevivem no setor de informação, enquanto 44% sobrevivem no setor de saúde.

Tabela 3 – Proporção de Empresas Iniciadas em 1998 que Sobreviveram - *Bureau of Labor Statistics Quarterly Census of Employment and Wages*

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Recursos Naturais	82,33%	69,54%	59,41%	49,56%	43,43%	39,96%	36,68%
Construção	80,69%	65,73%	53,56%	42,58%	36,96%	33,36%	29,96%
Manufatura	84,19%	68,67%	56,98%	47,41%	40,88%	37,03%	33,91%
Transporte	82,58%	62,85%	49,49%	37,79%	31,24%	28,29%	24,78%
Informação	80,75%	69,57%	58,56%	49,24%	43,93%	40,34%	36,90%
Atividades Financeiras	84,09%	69,57%	58,56%	49,24%	43,93%	40,34%	36,90%
Serviços	82,32%	66,82%	55,13%	44,28%	38,11%	34,46%	31,08%
Saúde	85,59%	72,83%	63,73%	55,37%	50,09%	46,47%	43,71%
Lazer	81,15%	64,99%	53,61%	43,76%	38,11%	34,54%	31,40%
Outros Serviços	80,72%	64,80%	53,32%	43,88%	37,05%	32,33%	28,77%
Todas as firmas	81,24%	65,77%	54,29%	44,36%	38,29%	34,44%	31,18%

Fonte: Adaptado de Damodaran, 2009. Tradução Livre.

À medida que o ciclo de vida avança, a proporção de negócios que avançam para níveis mais altos é alterada pela resistência de cada estágio. Ao longo de um período de cinco anos, o autor descobriu que 81% provavelmente permanecerão no estágio introdutório, enquanto 43% farão a transição com sucesso do estágio de crescimento para o estágio de maturidade. (DICKINSON, 2011 apud CORBEY, 2019).

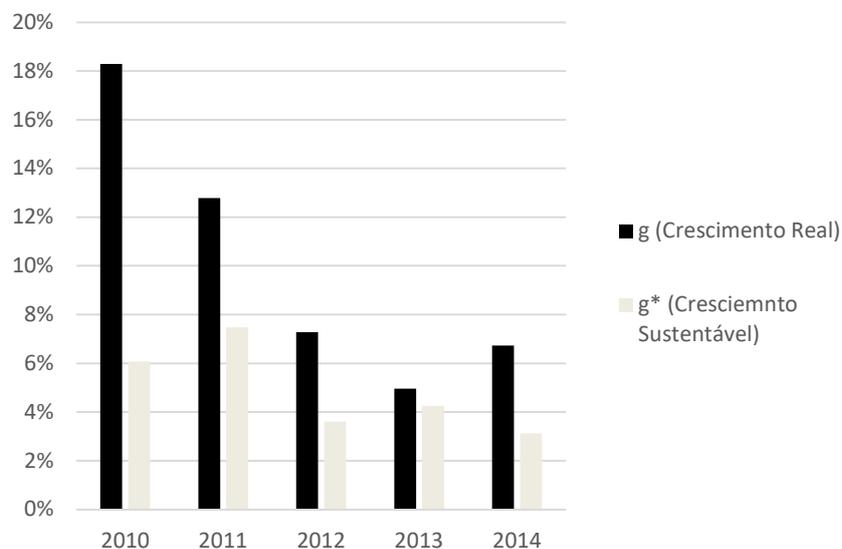
Tabela 4 – Análise de Transição Baseada no Modelo de Dickinson (2011)

Transição dos Estágios em T+ 5 anos					
Estágio	Introdução	Crescimento	Maturidade	Reestruturação	Declínio
Introdução	24%	28%	29%	8%	11%
Crescimento	6%	39%	43%	9%	4%
Maturidade	5%	29%	56%	8%	2%
Reestruturação	9%	28%	44%	13%	6%
Declínio	26%	23%	20%	12%	18%

Fonte: Adaptado de Corbey; Dickison; 2011, Tradução Livre.

O crescimento é constantemente colocado como medida de valor para acionista, partindo dessa premissa, as empresas são pressionadas pelo mercado a acelerarem o crescimento. No entanto, quando comparado os resultados do Valor Econômico Adicional - EVA e Retorno sobre Investimentos -ROI em relação ao crescimento das vendas, por meio de regressão linear, conclui-se que os melhores retornos para os acionistas são auferidos pelas empresas que crescem suas vendas moderadamente (RAMEZANI; SOENEN; JUNG, 2019). Adicionalmente, segundo Haushahn (2006), através do estudo de correlação do crescimento com o Valor Econômico Adicional – EVA, não existe correlação entre crescimento da receita e o EVA.

Figura 5 – Comparativo da Taxa de Crescimento Sustentável e Taxa Real da Gerdau



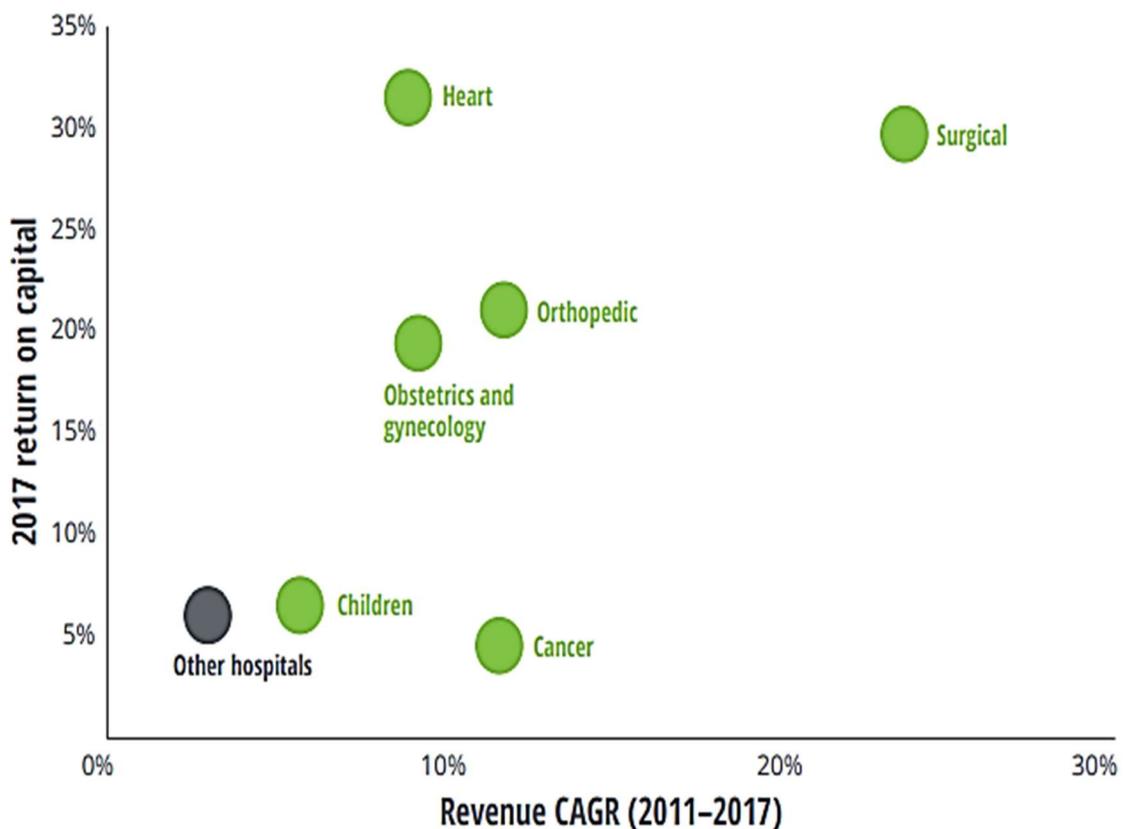
Fonte: Adaptado de Fernandes *et al*; 2016.

No setor siderúrgico brasileiro, Fernandes *et al* (2016), apurou que o crescimento real das receitas foi superior ao crescimento sustentável em todas as empresas de siderúrgicas pertencentes ao IBrX100 da B3 entre 2010 e 2014. A Gerdau S.A. repetiu o padrão do crescimento efetivo superior ao sustentável em todos os períodos, enquanto a Usiminas e a Sid Nacional variaram durante o período.

2.5. Mercado Privado de Saúde

O mercado privado de saúde no Brasil é dividido em grupos de planos de saúde, cooperativas, organizações filantrópicas e prestadores de serviços. O setor é altamente regulamentado e fiscalizado pela Agência Nacional de Saúde - ANS, enquanto os prestadores de serviços são fiscalizados pela Agência Nacional de Vigilância Sanitária – Anvisa.

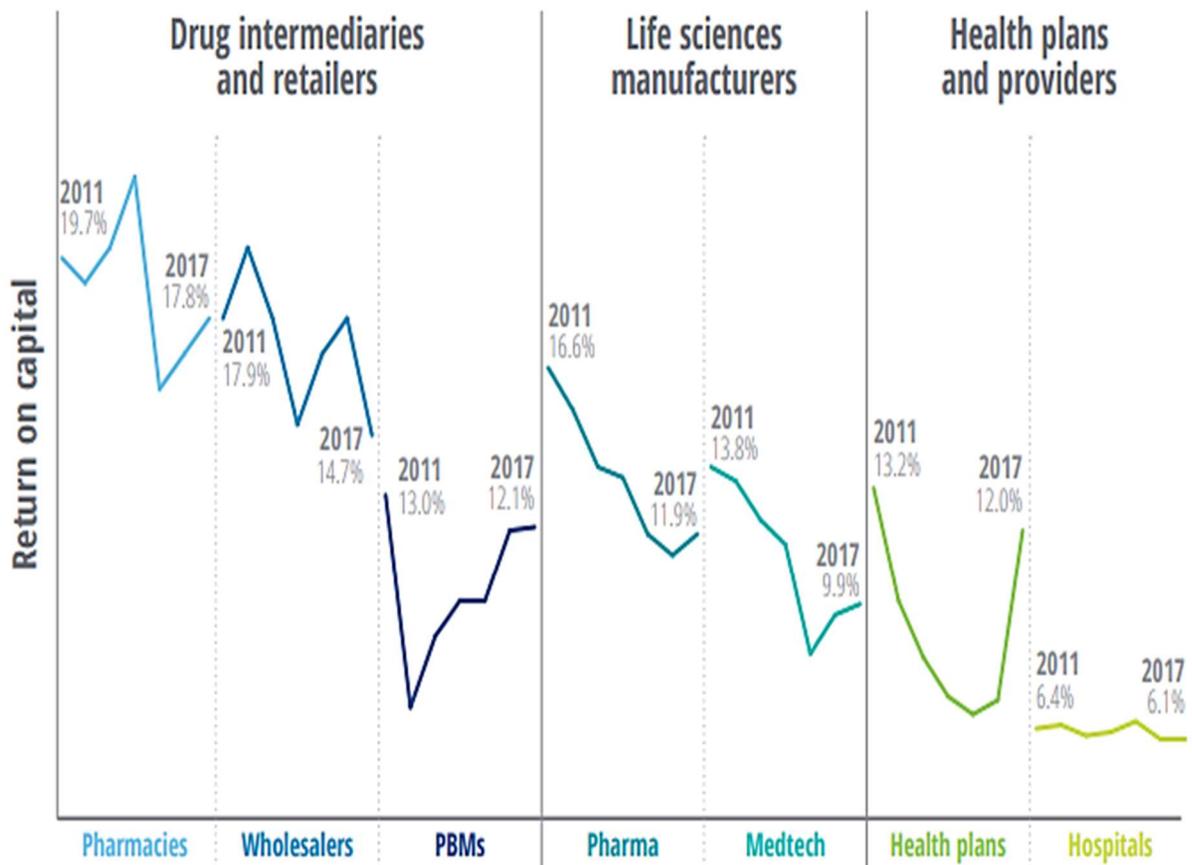
Figura 6 – Comportamento do Retorno sobre Capital em Relação ao CAGR das Receitas dos Hospitais Globais - 2011- 2017



Fonte: Deloitte - 2019.

Segundo a PwC (2014), os planos de saúde aumentaram 63%, devido principalmente aos contratos colaborativos com empresas entre 2012 e 2014. Os planos de saúde estão se popularizando a cada dia e são o benefício mais valorizado pelos funcionários das pequenas e grandes empresas entre 2012 e 2014.

Figura 7 – O retorno sobre o capital dos segmentos de saúde globais entre 2011 e 2017



Fonte: Deloitte - 2019.

De acordo com a Deloitte (2019), entre 2011 e 2017, o retorno sobre capital do setor de saúde global foi de 15%, farmacêutico 18% e hospitais 32%. Em termos de estratégias de investimento, a Deloitte acredita que a empresa buscará aumentar seus retornos por meio da diversificação de receitas, desenvolvimento de recursos e engajamento do cliente.

3. METODOLOGIA

O trabalho examinou o comportamento dos indicadores econômico-financeiros das empresas encontrados no banco de dados da Agência Nacional de Saúde - ANS, a fim de determinar a relação entre o crescimento das receitas e os indicadores econômico-financeiros das companhias.

Os indicadores foram escolhidos com o intuito de avaliar diversos aspectos dos empreendimentos, como rentabilidade, eficiência, retorno da empresa, retorno acionista e variação do ativo mais interligado ao crescimento das receitas:

Tabela 5 – Indicadores Econômico-financeiros da Pesquisa

Indicador	Fórmula	Definição
CAGR da Receita	$\left(\frac{Receita(t)}{Receita\ atualizada\ pela\ inflação(t-n)}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$	Apresenta o retorno de um indicador ao longo de (t) atualizado pela inflação
Índice de Eficiência/Combinado	$\frac{Despesas\ Operacionais}{Receita\ Operacional}$	Percentual de despesas em relação a receita operacional
Liquidez Corrente	$\frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$	Apresenta quanto há do ativo circulante para cada \$1 de dívida do ativo circulante
Margem Líquida	$\frac{Lucro\ Líquido}{Receita\ líquida}$	Apresenta quanto do lucro líquido representa da receita líquida
ROA	$\frac{Lucro\ Operacional}{Ativo\ Total(t-1)}$	Apresenta o retorno da firma para o capital investido (ativo)
ROE	$\frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido}$	Apresenta o retorno líquido do sócio para cada \$1 investido
Varição do Imobilizado	$\frac{Imobilizado(t)}{Imobilizado(t-1)}$	Varição percentual do imobilizado entre dois períodos

Fonte: Elaboração própria com base em Assaf Neto (2010)

Como parte da análise, parâmetros estatísticos, principalmente o coeficiente de correlação, foram utilizados para determinar, por meio de abordagem quantitativa, qual o comportamento dos indicadores econômico-financeiros selecionados em relação à variação das receitas amostrais.

Em relação ao índice de correlação, calculado conforme a tabela 6, o resultado fornece três interpretações com relação ao resultado:

- Quando o resultado é entre 0,7 e 1,0, a correlação é forte, ou seja, as duas variáveis variam juntas com intensa oscilação;

- Quando o resultado é entre 0,5 e 0,7, a correlação é moderada, ou seja, a variação de uma variável impacta o resultado da outra, no entanto em uma proporção menor;
- Quando o resultado é entre 0,0 e 0,5 a correlação é fraca, ou seja, quase não há associação entre as duas variáveis;
- Quando o resultado é 1 ou - 1, a correlação é perfeita; e
- O sinal positivo e negativo indica a direção da variação, sendo o sinal positivo o indicador que as duas variáveis estão direcionadas ao mesmo sentido, enquanto, o sinal negativo, indica uma variação inversa.

Tabela 6 – Medidas Estatísticas Aplicadas na Pesquisa

Indicador	Fórmula	Definição
Média Aritmética	$\frac{\sum(X_i)}{n}$	É o resultado da soma das variáveis dividida pelo número de variáveis.
Mediana	Se n é ímpar, é o valor central, se n par, é a média dos valores centrais. A série deve estar em ordem.	É a posição central da série de dados
Máximo	Maior valor da série em ordem	É o maior valor da série de dados
Mínimo	Menor valor da série em ordem	É o menor da valor da série de dados
Desvio Padrão	$\frac{\sum(X_i - \bar{X})^2}{n - 1}$	Indica o grau de variação do conjunto de dados
Correlação	$\frac{Cov(X, Y)}{S_x S_y}$	Indica o grau de associação entre duas variáveis. O resultado varia entre -1 e 1.

Fonte: Elaboração própria com base em Morettin (2017)

3.1. Amostra

Foram compiladas todas as empresas listadas na base de dados de 2019 da Agência Nacional de Saúde, totalizando 46 negócios. Após a coleta, iniciou-se o processo de

consolidação e tratamento dos dados, com auxílio de planilhas eletrônicas do *Excel*, principal ferramenta do estudo.

Quatro empresas foram retiradas da amostra pois seus resultados eram discrepantes. Além disso, nove empresas foram removidas pois seu CAGR - Taxa de Crescimento Anual Composta da Receita Real era negativo. Vale destacar que o indicador de inflação escolhido como métrica para ajuste da inflação foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA.

Em termos de horizonte temporal, optou-se pelo período de 2015 a 2019, ignorando os resultados de 2020, pois os valores seriam impactados negativamente pelos efeitos da Pandemia do Corona Vírus. A utilização de cinco anos como horizonte temporal busca evitar os efeitos das oscilações de curto prazo nos indicadores das empresas, resultando em uma pesquisa mais confiável.

3.2. Tratamento dos dados

As empresas foram divididas em três grupos com base em sua Taxa de Crescimento Anual Composta da Receita Real. A divisão foi estabelecida pelo ranking do CAGR Real das Receitas: as 11 empresas com maior crescimento de receita foram classificadas como "Crescimento Elevado", as 11 empresas com menor crescimento de receita foram classificadas como "Crescimento Baixo" e as demais empresas foram classificadas como "Crescimento Médio".

Em seguida, as medidas estatísticas selecionadas, com exceção do índice de correlação, foram utilizadas para examinar o comportamento do CAGR de toda a amostra e dos grupos de crescimento. Após examinar o comportamento de toda a amostra para melhor compreender o comportamento dos indicadores econômico-financeiros, foi escolhido o primeiro lugar de cada grupo para o estudo utilizando métodos estatísticos apresentados na Tabela 6.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

A Tabela 7 mostra a divisão dos grupos com base no CAGR real das receitas da empresa. O grupo Crescimento Elevado é liderado pela empresa Francisco Sistemas de Saúde Sociedade, com CAGR de 27,59%, enquanto o grupo Crescimento Médio é liderado pela Operadora Unieste de Planos de Saúde LTDA, com CAGR de 8,69%. O Grupo Crescimento Lento é representado pela Amil Assistência Internacional S.A, que tem um CAGR de 5,30%.

Tabela 7 – Ranking do CAGR das Receitas das Empresas de Saúde entre 2015 e 2019

Grupo	Ranking	Empresa	CAGR Real
Crescimento Elevado	1	SÃO FRANCISCO SISTEMAS DE SAÚDE SOCIEDADE	27,59%
	2	NOTRE DAME INTERMÉDICA SAÚDE S.A.	21,09%
	3	PREVENT SENIOR PRIVATE OPERADORA DE SAÚDE	18,86%
	4	GRUPO HOSPITALAR DO RIO DE JANEIRO LTDA	18,84%
	5	SAMOC S.A. - SOCIEDADE ASSISTENCIAL MÉDICA	16,71%
	6	HAPVIDA ASSISTENCIA MEDICA LTDA	16,13%
	7	SANTA LUZIA ASSISTENCIA MEDICA S.A.	14,60%
	8	FILOSANITAS SAUDE LTDA	10,85%
	9	OPERADORA UNICENTRAL DE PLANOS DE SAÚDE LTDA	10,82%
	10	POLI SAUDE OPERADORA DE PLANO DE SAUDE LTDA	10,16%
	11	EVANGELICO SAUDE LTDA.	8,74%
Crescimento Médio	12	OPERADORA UNIESTE DE PLANOS DE SAÚDE LTDA	8,69%
	13	SUL AMERICA COMPANHIA DE SEGURO SAÚDE	8,69%
	14	TUIUIU ADMINISTRADORES DE PLANO DE SAUDE LTDA	8,24%
	15	EVERCROSS PLANEJAMENTO DE ASSISTÊNCIA MÉDI	7,65%
	16	CONFIANÇA ASSISTÊNCIA MÉDICO HOSPITALAR LTDA	7,19%
	17	PLANO DE ASSISTÊNCIA MÉDICA MINEIRA LTDA	6,82%
	18	PORTO SEGURO - SEGURO SAÚDE S/A	6,57%
	19	A.P.S ASSISTÊNCIA PERSONALIZADA À SAÚDE LTDA	6,33%
	20	PLAMER PLANO MEDICO RESENDE LTDA	6,14%
	21	QUALICORP ADMINISTRADORA DE BENEFICIOS S.A	5,89%
	22	CGO SAÚDE - OPERADORA DE PLANOS DE SAÚDE LTDA	5,61%
Crescimento Baixo	23	AMIL ASSISTÊNCIA MÉDICA INTERNACIONAL S.A.	5,30%
	24	GS PLANO GLOBAL DE SAÚDE LTDA	5,17%
	25	AMPARA ASSISTÊNCIA MÉDICA PARAÍSO LTDA	5,16%
	26	OPERADORA DE PLANOS PRIVADOS DE ASSISTENCIA	4,37%
	27	BRADERCO SAÚDE S.A.	4,32%
	28	INTERMEDICI PIRACICABA ASSISTENCIA MEDICA	4,14%
	29	UNIX - SAÚDE LTDA	3,15%
	30	SBC SAÚDE LTDA.	3,02%
	31	PLANO DE SAUDE ASES LTDA.	2,86%
	32	SISTEMA TOTAL DE SAÚDE LTDA.	2,50%
	33	SAMIG - SERV. DE ASSISTENCIA MEDICA	2,00%

Fonte: Elaboração própria

Ao visualizar a Tabela 8, fica exposto que o setor de saúde brasileiro mantém uma taxa média de crescimento de 8,92%; entretanto, a variação entre o CAGR mínimo de 2,00% e o CAGR máximo de 27,59%.

Ainda sobre à Tabela 8, o Grupo de Crescimento Elevado apresenta uma taxa de crescimento média de 15,85 %, com CAGR mínimo de 8,74% e CAGR máximo de 27,59%.

Semelhante à amostra completa, o grupo possui alguns *outliers*, mas com baixo desvio padrão de 0,01, ou seja, poucos resultados ficaram acima da média ou abaixo da média.

Em relação ao grupo Crescimento Baixo, a Tabela 8 mostra que a taxa média de crescimento do grupo é de 3,83%, com CAGR máximo de 5,30%, CAGR mínimo de 2,0% e desvio padrão de 0,01.

Tabela 8 – Medidas Estatísticas da Amostra Toda e dos Grupos de Crescimento

	Média	Médiana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Amostra Completa	8,92%	6,82%	2,00%	27,59%	0,06
Grupo - Crescimento Elevado	15,85%	16,13%	8,74%	27,59%	0,06
Grupo - Crescimento Médio	7,08%	6,82%	5,61%	8,69%	0,01
Grupo - Crescimento Baixo	3,82%	4,14%	2,00%	5,30%	0,01

Fonte: Elaboração própria

Com base nos dados obtida da Tabela 7 e Tabela 8, percebe-se que o grupo de Crescimento Elevado apesar de apresentar o maior CAGR de 27,59%, têm a média de crescimento bem menor, com média de 15,85%, representado que o padrão do grupo não é crescimento tão alto, como o apresentado pelo São Francisco Sistema de Saúde Sociedade.

A Tabela 9 mostra o histórico de faturamento da empresa e o número de beneficiários entre 2015 e 2019. De acordo com os dados, o faturamento cresceu junto com o número de beneficiários, com percentual superior ao crescimento de clientes, demonstrando que a empresa, além de aumentar sua carteira de clientes, também aumentou seu ticket médio.

Tabela 9 – Histórico de Receitas Operacionais e Número de Beneficiários do São Francisco Sistema de Saúde Sociedade entre 2015 e 2019

SÃO FRANCISCO SISTEMAS DE SAÚDE SOCIEDADE					
	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida (R\$)	490.067.823	764.728.629	1.013.459.518	1.236.940.379	1.537.827.838
Nº de Beneficiários	334.319	462.605	562.099	615.015	776.034
Crescimento da receita (ano base 2015)	-	56,05%	106,80%	152,40%	213,80%
Crescimento de Beneficiários (ano base 2015)	-	38,37%	68,13%	83,96%	132,12%

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 10 mostra os indicadores históricos do Sistema São Francisco da Saúde Sociedade. O histórico demonstra que o índice de eficiência da empresa vem diminuindo ano após ano, enquanto a margem líquida e o ROA vêm aumentando ano após ano. A variação do imobilizado tem crescido significativamente, evidenciando uma ligação entre crescimento e imobilizado. O ROE cresceu em todos os anos, exceto em 2019.

Tabela 10 – Indicadores Econômico-financeiros do São Francisco Sistema de Saúde Sociedade entre 2015 e 2019

SÃO FRANCISCO SISTEMAS DE SAÚDE SOCIEDADE					
	2015	2016	2017	2018	2019
Índice de Eficiência	94,85%	93,88%	92,21%	90,67%	104,92%
Margem Líquida	2,43%	3,80%	6,03%	7,31%	-1,24%
Retorno sobre Ativo (ROA)	7,52%	12,65%	18,00%	17,84%	-4,03%
Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	30,74%	52,04%	61,72%	48,43%	-6,86%
Variação do Imobilizado	114,25%	169,28%	136,43%	96,54%	77,73%
Liquidez Corrente	1,30	1,21	1,25	1,23	1,19

Fonte: Elaboração própria

Com base na Tabela 11, a empresa manteve um índice de eficiência médio de 95,31%, no entanto em 2019, a empresa ultrapassou o índice de eficiência de 100,00% devido a um desempenho operacional negativo, chegando a 104,92%. Outro ponto evidenciado foi que o ROA e o ROE cresceram ao longo do período. No entanto, a análise de correlação revelou que o ROA e o ROE atuaram na direção oposta do crescimento, com uma correlação fraca negativa de -0,33 do ROA e uma correlação negativa fraca de -0,48 do ROE.

Adicionalmente, em relação às medidas estatísticas encontradas na Tabela 11, a margem líquida média da empresa é de 3,67%, com correlação fraca e negativa com receita de -0,21; em contrapartida, a liquidez corrente revelou uma forte correlação negativa de -0,75. No caso do imobilizado, a correlação foi moderada e negativa de -0,63, demonstrando que o crescimento do imobilizado não corresponde ao crescimento da receita.

Tabela 11 – Medidas Estatísticas do São Francisco Sistema de Saúde Sociedade

SÃO FRANCISCO SISTEMAS DE SAÚDE SOCIEDADE						
	Média	Médiana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Correlação
Índice de Eficiência	95,31%	93,88%	90,67%	104,92%	0,06	0,50
Margem Líquida	3,67%	3,80%	-1,24%	7,31%	0,03	-0,21
Retorno sobre Ativo (ROA)	10,40%	12,65%	-4,03%	18,00%	0,09	-0,33
Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	37,21%	48,43%	-6,86%	61,72%	0,27	-0,48
Variação do Imobilizado	118,85%	114,25%	77,73%	169,28%	0,36	-0,63
Liquidez Corrente	1,24	1,23	1,19	1,30	0,04	-0,75

Fonte: Elaboração própria

O histórico de receitas operacionais da Operadora Unieste de Planos de Saúde é apresentado na Tabela 12. Com base nos dados, a receita aumentou ao longo do tempo, mas oscilou entre os anos, apresentando resultados menos expressivos quando comparados aos resultados da São Francisco Sistema de Saúde Sociedade. Em termos de números de beneficiários, a variação foi baixa nos últimos cinco anos, com variação de -4,55% entre 2015 e 2019.

Tabela 12 – Histórico de Receitas Operacionais e Número de Beneficiários da Operadora Unieste de Planos de Saúde entre 2015 e 2019

OPERADORA UNIESTE DE PLANOS DE SAÚDE LTDA					
	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida (R\$)	106.351.969	125.018.430	140.671.423	162.437.003	175.797.121
Nº de Beneficiários	15.933	15.729	16.018	16.265	15.208
Crescimento da receita (ano base 2015)	-	17,55%	32,27%	52,74%	65,30%
Crescimento de Beneficiários (ano base 2015)	-	-1,28%	0,53%	2,08%	-4,55%

Fonte: Elaboração própria

Tabela 13 – Indicadores Econômico-financeiros da Operadora Unieste de Planos de Saúde entre 2015 e 2019

OPERADORA UNIESTE DE PLANOS DE SAÚDE LTDA					
	2015	2016	2017	2018	2019
Índice de Eficiência	101,76%	97,91%	111,29%	91,84%	88,27%
Margem Líquida	3,74%	2,68%	-17,37%	3,33%	5,06%
Retorno sobre Ativo (ROA)	14,56%	9,80%	-66,77%	9,45%	16,35%
Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	31,43%	31,43%	-174,51%	51,84%	56,05%
Varição do Imobilizado	12,12%	-5,23%	17856,35%	-2,38%	0,56%
Liquidez Corrente	1,04	0,77	0,65	1,37	1,48

Fonte: Dados da Pesquisa

Na Tabela 13, percebe-se que, em termos de comportamento dos indicadores, a empresa manteve seu indicador sob controle por quase todo o período. Desconsiderando os resultados de 2017, o ROA não variou significativamente ao longo do período, enquanto o ROE apresentou crescimento significativo entre o primeiro e o último ano de 31,43% para 56,05%. A margem líquida permaneceu relativamente estável durante o período, com o maior crescimento em 2019, atingindo 5,06%.

Tabela 14 – Medidas Estatísticas da Operadora Unieste de Planos de Saúde

OPERADORA UNIESTE DE PLANOS DE SAÚDE LTDA						
	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Correlação
Índice de Eficiência	98,21%	97,91%	88,27%	111,29%	0,09	-0,60
Margem Líquida	-0,51%	3,33%	-17,37%	5,06%	0,09	0,08
Retorno sobre Ativo (ROA)	-3,32%	9,80%	-66,77%	16,35%	0,36	0,04
Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	-0,75%	31,43%	-174,51%	56,05%	0,98	0,14
Varição do Imobilizado	3572,28%	0,56%	-5,23%	17856,35%	79,85	-0,03
Liquidez Corrente	1,06	1,04	0,65	1,48	0,36	0,66

Fonte: Elaboração própria

A partir da Tabela 14, pode-se observar que o índice de eficiência obteve uma média próxima a 100,00%, com 98,21%, e uma correlação moderadamente negativa de -0,60. Esse resultado mostra que o ticket de recebimento diminuiu enquanto os gastos com custos e despesas permaneceu constantes, ou que o ticket de recebimento aumentou menos que os

gastos operacionais.

Além disso, a Tabela 15 mostra que a margem líquida apresenta correlação fraca e positiva com a receita de 0,08; na média, o indicador é de -0,51%, mas com mediana de 3,33% e desvio padrão de 0,09.

De acordo com a Tabela 14, a liquidez corrente, diferentemente dos demais indicadores, não sofreu o impacto dos investimentos em imobilizado de 2017, mantendo a média de 1,06 e a mediana de 1,04. Outro ponto notável é que a correlação entre liquidez corrente e receitas é moderada e positiva de 0,66.

A Tabela 15 mostra uma lista histórica de receitas, bem como o número de beneficiários da Amil Assistência Internacional. Apesar de ter menos clientes no período, a receita da empresa aumentou 45,60% entre 2015 e 2019, enquanto o número de beneficiários diminuiu 21,65%. Com base nisso, percebe-se que o ticket médio dos clientes aumentou para compensar a perda dos beneficiários.

Tabela 15 – Histórico de Receitas Operacionais e Número de Beneficiários da Amil Assistência Internacional entre 2015 e 2019

AMIL ASSISTÊNCIA MÉDICA INTERNACIONAL S.A.					
	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Líquida (R\$)	14.376.278.961	16.683.565.668	18.594.380.595	20.210.210.423	20.932.205.303
Nº de Beneficiários	3.953.412	3.822.249	3.601.342	3.580.009	3.097.387

Fonte: Elaboração própria

De acordo com a Tabela 16, a Amil Assistência Médica superou o índice de eficiência de 100,00% em 2019, atingindo 101,38%. Em termos de rentabilidade, a margem líquida da empresa foi negativa nos dois primeiros anos do período; no entanto, apesar da margem positiva nos últimos três anos, os valores não ficaram abaixo de 1,00%. O ROA para todos os anos foi negativo, enquanto o ROE foi negativo apenas em 2015 e 2016, com valores de -1,80% e -4,96%, respectivamente.

Além disso, em comparação com o São Francisco Sistema de Saúde Sociedade e a Operadora Unieste de Planos de Saúde, a Amil Assistência Médica não realizou investimentos significativos em imobilizado ao longo do período, com variação máxima de 3,89%; na verdade, a empresa reduziu seu imobilizado. Ademais, a liquidez corrente manteve-se acima de um nos primeiros quatro anos, indicando uma boa liquidez de curto prazo na empresa, conforme os dados da Tabela 16.

Tabela 16 – Indicadores Econômico-financeiros da Amil Assistência Internacional entre 2015 e 2019

AMIL ASSISTÊNCIA MÉDICA INTERNACIONAL S.A.					
	2015	2016	2017	2018	2019
Índice de Eficiência	98,16%	100,57%	97,69%	99,79%	101,38%
Margem Líquida	-0,75%	-1,91%	0,29%	0,03%	0,62%
Retorno sobre Ativo (ROA)	-1,53%	-3,69%	0,08%	-0,23%	-0,24%
Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	-1,80%	-4,96%	0,66%	0,06%	1,13%
Variação do Imobilizado	-5,32%	-3,95%	-1,58%	3,89%	-2,49%
Liquidez Corrente	100,88%	105,10%	105,42%	105,02%	95,08%

Fonte: Elaboração própria

Com base na Tabela 17, a Amil Assistência Médica de Saúde apresentou o índice de eficiência controlado durante o período, com média de 99,52 e desvio padrão de 0,02, apesar do indicador em média está abaixo do 100,00% desejado pelas empresas, o indicador está próximo do ponto de ineficiência. Com relação a correlação, auferiu-se correlação moderada e positiva de 0,51.

A margem de liquidez foi negativa em vários períodos, resultando na média de -0,34%, com mediana de 0,03%, desvio padrão de 0,01 e índice de correlação forte e positivo de 0,70. A margem líquida melhorou com o aumento das receitas, mas não o suficiente para torná-la superior a 2,00%, como mostra a Tabela 17.

Tabela 17 – Medidas Estatísticas da Amil Assistência Internacional

AMIL ASSISTÊNCIA MÉDICA INTERNACIONAL S.A.						
	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Correlação
Índice de Eficiência	99,52%	99,79%	97,69%	101,38%	0,02	0,51
Margem Líquida	-0,34%	0,03%	-1,91%	0,62%	0,01	0,70
Retorno sobre Ativo (ROA)	-1,12%	-0,24%	-3,69%	0,08%	0,02	0,61
Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	-0,98%	0,06%	-4,96%	1,13%	0,02	0,67
Variação do Imobilizado	-1,89%	-2,49%	-5,32%	3,89%	0,04	0,70
Liquidez Corrente	1,02	1,05	0,95	1,05	0,04	-0,25

Fonte: Elaboração própria

No que tange retorno, o ROA média da companhia é -1,12%, pois, durante quatro anos ele foi negativo, o índice de correlação demonstrou uma correlação moderada positiva com as receitas de 0,61, que está de acordo com o comportamento de crescimento da receita. Tal resultado pode ser um indicativo de que o ativo não é tão benéfico para a companhia, conforme a Tabela 17.

Além disso, a variação do imobilizado apresentou comportamento diferente do São Francisco Sistema de Saúde Sociedade e da Operadora Unieste de Planos de Saúde, pois a Amil não está investindo em imobilizado, com média de variação do imobilizado de -1,89%

e mediana de - 2,49%. Com base nos resultados dos indicadores mostrados na Tabela 17, a empresa pode estar desinvestindo para fazer aquisições mais rentáveis.

Vale ressaltar que o ROE tem uma correlação moderada positiva com as receitas de 0,67, que é quase forte. Demonstrou-se que a variação crescente na receita resultou em uma melhora no ROE, com base na série histórica apresentada na Tabela 15. O ROE médio é - 0,98%, com mediana de 0,06% e um desvio padrão de 0,02, conforme mostrado na Tabela 17.

1. CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi examinar o comportamento de indicadores econômico-financeiros selecionados em relação à variação da receita, com o intuito de correlacionar a taxa de crescimento com o desempenho da empresa em eficiência, liquidez, retorno e rentabilidade. Para atingir o objetivo, foram utilizadas medidas estatísticas para observar o comportamento dos indicadores escolhidos com base no crescimento da receita.

Os resultados examinados usando medidas de média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão demonstraram que as empresas brasileiras de saúde estão aumentando suas receitas em média 8,92%, com base no CAGR real de 2015 a 2019. Apesar de o setor conter empresas com resultados significativamente superior à média, como a São Francisco Sistema de Saúde Sociedade, que teve um CAGR de 27,59%, e empresas com CAGRs inferiores, como a SAMIG – Serviços de Assistência, que teve um CAGR de 2,00%, o desvio médio do setor é baixo, com resultado de 0,06. Com isso, é possível concluir que o setor em média cresce a uma taxa próxima de 8,92%.

Em relação aos grupos de crescimento definidos durante o estudo, percebe-se que o comportamento de crescimento não apresentou grandes disparidades, pois o desvio padrão do grupo de crescimento elevado foi de 0,06, enquanto o coeficiente de desvio para os grupos de crescimento médio e baixo foi de 0,01. Dito isso, é possível considerar a taxa de crescimento de cada grupo como uma *proxy* para crescimento elevado, médio e baixo no setor de saúde. Logo, em média, a taxa de crescimento elevada é de 15,85%, a taxa de crescimento médio é de 7,08% e a taxa de crescimento baixa é de 3,82%.

Em termos de comportamento dos indicadores, por meio da análise de correlação com os indicadores, verificou-se que os resultados dos indicadores variaram de grupo para grupo, demonstrando que não há padrão em toda a amostra.

O índice de eficiência não apresentou padrão na amostra, no São Francisco Sistema de Saúde Sociedade, representante do grupo de crescimento elevado, o comportamento foi moderado e negativo, com coeficiente de correlação de 0,50, enquanto no grupo de médio crescimento foi de -0,60, e no grupo de baixo crescimento foi 0,51. Com base nesses dados, apesar de a receita estar aumentando nos dois menores grupos de crescimento, o crescimento da receita está afetando a eficiência dos negócios.

Em termos de rentabilidade, a margem líquida também não apresentou resultados de correlação homogêneos em relação aos grupos, com índice de correlação no grupo de alto crescimento de -0,21, médio crescimento de 0,08 e alto crescimento de 0,70. Por causa dos vários resultados, não é possível dizer qual é o comportamento do indicador em relação ao crescimento da receita.

No que tange retorno, o comportamento do ROA foi moderadamente correlacionado com a receita, com coeficiente de correlação de -0,33 no grupo de alto crescimento, 0,04 no grupo de médio crescimento e 0,61 no grupo de baixo crescimento em 2017. O ROE oscilou mais que o ROA, não sendo aceitável afirmar que existe um padrão típico do crescimento da receita e dos resultados do ROE.

A variação do imobilizado foi o indicador que mais gerou respostas em termos de receita; os grupos de alto e médio crescimento estão investindo frequentemente em imóveis, demonstrando que o imobilizado influencia na variação das receitas. A Amil Assistência Médica Internacional, que teve uma variação negativa do imobilizado, teve queda nas receitas. Com base nesses dados, acredita-se que mudanças positivas no imobilizado impactam no crescimento da receita.

A liquidez corrente teve uma forte correlação de -0,75 no grupo de alto crescimento, uma correlação moderada de -0,66 no grupo de médio crescimento e uma correlação fraca de -0,25 no grupo de baixo crescimento. Dada a ampla gama de resultados, não é possível determinar o nível de correlação entre o índice e o crescimento da receita. No entanto, é possível concluir que o comportamento é inverso ao crescimento da receita.

Com base nas análises, conclui-se que o índice de eficiência, o ROA e a variação do imobilizado são indicadores influenciados pelo crescimento da receita. Os demais indicadores não produziram resultados suficientes para concluir que há relação com a variação da receita.

As limitações do estudo incluíram a análise de apenas uma empresa de cada grupo de crescimento para análise do comportamento dos indicadores. Para estudos futuros, sugere-se que o comportamento de cada grupo de crescimento seja investigado por meio da análise de mais empresas e indicadores econômico-financeiros.

REFERÊNCIAS

- AMOROSO, Sara. Profits, R&D and labour: Breaking the law of diminishing returns to labour. **Institute of Prospective Technological Studies (IPTS), Joint Research Centre Working Paper on Corporate R&D and Innovation**, n. 10, 2015. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/paper/iptwpaper/201510.htm>. Acesso em 13 mar. 2022.
- CELLA. Jose Luiz de Jesus. **Efeitos da crise econômica de 2014 – 2016 sobre o mercado brasileiro de saúde suplementar**. Dissertação (Mestrado em Economia e Mercados) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2019.
- CORBET, Michael; DE ROON, Frans; HINFELAAR, Stef. Company life cycle models and business valuation. **Maandblad Voor Accountancy en Bedrijfseconomie**, v. 93, p. 285, 2019.
- COSTA, A. B. DA. A Teoria da Firma: crítica à visão neoclássica e enfoque heterodoxo. **História Econômica & História de Empresas**, v. 24, n. 2, p. 490-530, 21 jun. 2021.
- DAMODARAN, Aswath. **The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex businesses**. Ft Press, 2009.
- DAMODARAN, Aswath. Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges. **Available at SSRN 1418687**, 2009.
- DE ANDRADE, Elivânio Geraldo. Crescimento sustentável: Uma aplicação financeira para empresas. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 4, n. 2, 2001.
- DICKINSON, Victoria. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011.
- FAFF, Robert; MACHADO, Márcio. Crescimento de ativos e retorno de ações: evidências no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças USP**, São Paulo, v.29, n.78, p.418-434, set/dez. 2018.
- FERNANDES, Hélio Jones; JONES, Graciela Dias Coelho; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Taxa de crescimento sustentável das empresas brasileiras de capital aberto do setor siderúrgico que compõem o IBRX100. **RAGC**, v. 4, n. 14, 2016.
- FREITAS, Jéssica; ANDRADE, Leonardo; REGO, Ricardo. Crescimento orgânico: Uma análise da estratégia de expansão das Lojas Americanas. **XI Congresso Nacional de Excelência em Gestão**, Rio de Janeiro, S.I., 13 e 14 ago,2015.
- FUNDAÇÃO OSWALDO DO CRUZ. Reestruturação do setor privado de serviços de saúde: Atualidade e perspectivas. [S. I]. Disponível em: https://saudeamanha.fiocruz.br/wp-content/uploads/2021/03/PJSSaudeAmanha_Texto0052_v03.pdf. Acesso em 27. abr. 2022.

HAUSHAHN, Carlos. **O impacto do crescimento da receita no resultado final das empresas**. Orientador: Gilberto de Oliveira Kloeckner. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2006.

HESS, Edward D. **The road to organic growth: how great companies consistently grow marketshare from within**. McGraw Hill Professional, 2007.

HIGGINS, Robert C. How much growth can a firm afford? **Financial management**, p. 7-16, 1977.

HODGON, Victoria Margaret; HOQUE, Muhammad Ehsanul. The growth strategies of a global pharmaceutical company: a case study of Aspen Pharmacare Holdings Limited. **Problems and perspectives in management**, n. 15, Iss. 1 (cont.), p. 248-259, 2017.

HUERTA, R. De nuevo los rendimientos decrecientes. **Aportes**, v. 6, n. 18, p. 73-90, 2001.

JANSSEN, Frank. Do Managers characteristics influence the employment growth of SMEs. **Journal of Small Business & Entrepreneurship**, v.19, n.3, p. 293 -315, 1 jul. 2006.

KANG, Eungoo; NANTHARATH, Phouthakannha; HWANG, Hee-Joog. The Strategic Process of Merger and Acquisition (M&A). **Market Using Integrating Change Management. Journal of Distribution Science**, v.18, n.6, p. 57-62, 07, 05 jun. 2020.

KANNAN, P.; SARAVANAN, R. Diversification-strategies for managing a business. **EXCEL International Journal of Multidisciplinary Management Studies**, v. 2, n. 5, p. 64-73, 2012.

LEVIE, Jonathan; LICHTENSTEIN, Benyamin B. A terminal assessment of stages theory: Introducing a dynamic states approach to entrepreneurship. **Entrepreneurship Theory and practice**, v. 34, n. 2, p. 317-350, 2010.

MARKIDES, Constantinos. **Fusões e aquisições: diversificar ou não diversificar**. Londres: Harvard Business Review, 1997. Disponível em: <https://hbr.org/1997/11/to-diversify-or-not-to-diversify?language=pt>. Acesso em: 21 mar. 2022.

MARSHALL, Alfred. **Princípios de economia: tratado introdutório**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

MACHADO, Hilka. Crescimento de pequenas empresas: revisão de literatura e perspectivas de estudos. **Gestão & Produção**, v.23, n.1, p. 419-432, 17 maio 2016.

MORETTIN, Pedro A.; BUSSAB, Wilton de O. **Estatística básica**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. 9788547220228. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547220228/>. Acesso em: 04 abr. 2022.

NAKANO, Yoshiaki. As multinacionais brasileiras e o crescimento sustentável. Revista Conjuntura Econômica, v. 59, n. 1, p. 11-12, 2005. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/27310/26183>. Acesso em 21. mar. 2022.

- NETO, Alexandre A. **Estruturas e Análise de Balanços - Um Enfoque Econômico-financeiro**. São Paulo: Grupo GEN, 2020. 9788597024852. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597024852/>. Acesso em: 03 abr. 2022.
- OLIVEIRA, Helder. O mercado das empresas fast fashion: um estudo de caso da cadeia de suprimentos H&M e Zara. Anais do IX SIMPROD, 2017. Disponível em: <https://ri.ufs.br/bitstream/riufs/7684/2/MercadoEmpresasFastFashion.pdf>. Acesso em 24, Mar. 2022.
- SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D. **Economía**. AMGH Editora, 2012. Disponível em <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788580551051/>. Acesso em: 21 mar. 2022.
- SHAH, William *et al.* **M&A Making the deal work strategy**. S.I. Deloitte, 2017. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-ma-making-the-deal-work-strategy.pdf>. Acesso em: 21 mar. 2022.
- PENROSE, Edith. **The Theory of the Growth of The Firm**. New York: Oxford University Press, 1959.
- PWC. O mercado de serviços de saúde no Brasil.2014. [S. l.]. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/setores-atividade/assets/saude/healthcare-port.pdf>. Acesso em: 30. Mar. 2022.
- RAMEZANI, Cyrus; SOENEN, Luc; JUNG, Alan. Growth, Corporate Profitability, and Shareholder Value Creation. São Francisco: **California Politechic University**, v. 58, n.6, p.56-67, 02 jan. 2019.
- RESTREPO, Francisco. An analytical review about the role of land in the economic theory of David Ricardo. **Rev.fac.cienc.econ. [online]**, v.23, n.1, p 103-114, jun. 2015.
- RICARDO, David. **Princípios de economia política e tributação**. São Paulo: Nova Cultura, 1996.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995.
- TRIVISIOS, Augusto. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: A pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.
- SZWARCFITER, Cláudio; DALCOL, Paulo Roberto T. Economias de escala e de escopo: desmistificando alguns aspectos da transição. **Production**, v. 7, p. 117-129, 1997.
- YUGUE, Ricardo Toshio *et al.* Uma Análise das Aquisições de Laboratórios no Mercado Farmacêutico Brasileiro. Sociedade, **Contabilidade e Gestão**, v. 5, n. 3, 2011.
- WRIGHT, Peter. **Administração estratégica: conceitos**. São Paulo: Atlas, 2000.

