

UNIVERSIDADE FUMEC
FACULDADE DE CIÊNCIAS EMPRESARIAIS - FACE

ANDRÉ SOUSA BRAGA

ESTRUTURA DE CAPITAL DAS OPERADORAS DE PLANOS
DE ASSISTÊNCIA À SAÚDE E AS INFLUÊNCIAS DO ÓRGÃO
REGULADOR

Belo Horizonte

2017

B813e Braga, André Sousa.
Estrutura de capital das operadoras de planos de assistência
à saúde e as influências do órgão regulador. / André Sousa Braga.
– Belo Horizonte, 2017.

86 f. : il. ; 30 cm.

Orientador: Alexandre Teixeira Dias.
Dissertação (mestrado) – Universidade FUMEC. Faculdade de
Ciências Empresariais.

Inclui bibliografia.

1. Seguro-saúde – Finanças. 2. Administração financeira.
3. Capital (Economia) – Estudo de casos. I. Dias, Alexandre
Teixeira. II. Universidade FUMEC. Faculdade de Ciências
Empresariais. III. Título.

CDU: 347.51

ANDRÉ SOUSA BRAGA

ESTRUTURA DE CAPITAL DAS OPERADORAS DE PLANOS
DE ASSISTÊNCIA À SAÚDE E AS INFLUÊNCIAS DO ÓRGÃO
REGULADOR

Dissertação apresentada ao programa de Mestrado Acadêmico em Administração, da UNIVERSIDADE FUMEC, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Estratégica de organizações

Linha de Pesquisa: Estratégia e comportamento organizacional

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Teixeira Dias

Belo Horizonte

2017



UNIVERSIDADE
FUMEC

Dissertação intitulada “**ESTRUTURA DE CAPITAL DAS OPERADORAS DE PLANOS DE ASSISTÊNCIA A SAÚDE E AS INFLUÊNCIAS DO ÓRGÃO REGULADOR**” de autoria de André Sousa Braga, aprovado pela banca examinadora constituída pelos seguintes professores:

Prof. Dr. Alexandre Teixeira Dias – Universidade FUMEC
(Orientador)

Prof. Dr. Emilio José Montero Arruda Filho – Universidade FUMEC
(Examinador Interno)

Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva – UNIHORIZONTES
(Examinador Externo)

Prof. Dr. Cid Gonçalves Filho
Coordenador do Programa de Doutorado e Mestrado em Administração da Universidade FUMEC

Belo Horizonte, 13 de dezembro de 2017.

REITORIA

Av. Afonso Pena, 3880 - Cruzeiro
30130-009 - Belo Horizonte, MG
Tel. 0800 0300 200
www.fumec.br

CAMPUS

Rua Cobre, 200 - Cruzeiro
30310-190 - Belo Horizonte, MG
Tel. (31) 3228-3000
www.fumec.br



Belo Horizonte, 15 de dezembro de 2017.

ATA DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

Às 13h30, no dia 15 de dezembro de 2017, instalou-se a comissão indicada pelo colegiado do Programa de Doutorado e Mestrado em Administração para avaliação final da dissertação do aluno **André Sousa Braga** da Faculdade de Ciências Empresariais da Universidade FUMEC. O trabalho apresentado corresponde ao requisito final para obtenção do Grau Acadêmico de Mestre em Administração, na área de concentração **Gestão Estratégica de Organizações**, sob o título de: **"ESTRUTURA DE CAPITAL DAS OPERADORAS DE PLANOS DE ASSISTÊNCIA A SAÚDE E AS INFLUÊNCIAS DO ORGÃO REGULADOR"**. O Senhor Presidente da Comissão, Orientador, Prof. Dr. Alexandre Teixeira Dias, formalizou a abertura da sessão pública, deu conhecimento aos presentes do regulamento protocolar da sessão, passando a palavra ao candidato. Após a apresentação do trabalho pelo candidato, passou-se a palavra aos membros da Comissão Examinadora e procederam-se as arguições e argumentações. Ao término da arguição a Comissão se reuniu, sem as presenças do candidato e do público, para julgamento e expedição do parecer final conclusivo, sendo comunicado publicamente o resultado pelo senhor presidente de:

(1) Aprovação	Sem alterações	()
	Acrescentando sugestões da Comissão Examinadora, coordenada pelo Orientador (prazo 60 dias)	<input checked="" type="checkbox"/>
	Acrescentando sugestões da Comissão Examinadora, coordenada por um ou mais de seus membros (prazo de 90 dias)	()
(2) Modificações	Condicionada a nova apresentação (6 meses)	()
(3) Reprovação		()

Nada mais havendo a tratar, o senhor presidente encerrou a sessão e lavrou a presente ATA, assinada, nesse ato, por todos os membros da Comissão Examinadora.

Comissão Examinadora

Prof. Dr. Alexandre Teixeira Dias
(Orientador) - FUMEC;
Prof. Dr. Emilio José Montero Arruda
Filho - FUMEC;
Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva -
UNI-HORIZONTES.

Assinaturas

REITORIA

Av. Afonso Pena, 3690 - Cruzeiro
30130-009 - Belo Horizonte, MG
Tel. 0800 0300 200
www.fumec.br

CAMPUS

Rua Cobre, 200 - Cruzeiro
30310-190 - Belo Horizonte, MG
Tel. (31) 3228-3000
www.fumec.br

Dedico este trabalho aos meus pais, Lourdes e Oswaldo, e também aos meus filhos e esposa,
Joaquim, Branca e Juliana.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos que contribuíram para o meu aprendizado. Em especial, agradeço o apoio dos colegas de profissão com quem mantive contato ao longo do curso, contadores, administradores e professores, que me incentivaram e inspiraram ao longo do programa de Mestrado. Agradeço ainda, de forma especial, a todos os familiares que atuam na área acadêmica, também incentivadores e exemplos de determinação na busca dos objetivos. Agradeço de forma única ao Professor Antônio Artur de Souza, profissional que sempre depositou confiança no meu desempenho e que, mesmo fazendo parte de outra entidade e programa, sempre forneceu valiosas contribuições para meu crescimento acadêmico. Também agradeço ao meu orientador Professor Alexandre Teixeira Dias, pelo direcionamento, ponderações, sugestões e correções fundamentais para a conclusão do trabalho. Certamente o apoio desses professores foi determinante para o meu desempenho e cumprimento dos requisitos do curso. Por fim, agradeço aos meus filhos e esposa: Joaquim, Branca e Juliana, pela compreensão, apoio e dedicação nos meus momentos de estudos. Em especial, ressalto o agradecimento a minha esposa Juliana, grande incentivadora e parceira nesta caminhada.

RESUMO

Com o objetivo de analisar a influência da regulação da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) e de fatores estratégicos da firma no perfil da estrutura de capital das Operadoras de Planos de Assistência à Saúde, a presente pesquisa oferece uma contribuição para o crescimento e fortalecimento do campo teórico das finanças corporativas, evidenciando e analisando as premissas teóricas contextualizadas em um mercado regulado. A pesquisa quantitativa e descritiva explicativa utilizou como método de análise a regressão múltipla e o estudo de eventos (Resoluções Normativas [RNs] 206 e 209 em vigência a partir de 2009). Os dados compreendem o período de 2007 a 2012. Após a padronização e normalização dos resíduos nas 739 operadoras em que foram obtidos e apurados os demonstrativos contábeis, restaram 874 casos antes do evento e 1.320 casos após o evento. O modelo apontou relações lineares e quadráticas entre as variáveis dependente e independentes. Como interpretações nos períodos antes e após o evento, observou-se quanto à estrutura de capital que há fortes evidências das influências do evento no ano de 2009 e uma tendência à utilização de capital próprio pelas operadoras. No campo teórico consideraram-se as teorias da *pecking order* e custos de falência, adequadas para a compreensão do relacionamento das operadoras com o órgão regulador; e quanto aos aspectos estratégicos da firma, observou-se que as influências requerem das operadoras estratégias de financiamento capazes de superar as adversidades do mercado regulado e para tanto necessitam considerar em sua formatação as seguintes particularidades: (i) liquidez e solvência; (ii) investimentos de longo prazo com rentabilidade e segurança; (iii) a necessidade de fortalecimento da capacidade de geração de resultado operacional. Quanto às operadoras de pequeno porte, observou-se que elas são mais vulneráveis às implicações regulatórias. Como conclusão, infere-se que a regulação da ANS restringe a utilização de capital de terceiros na gestão financeira e assim, refletindo no perfil da estrutura de capital das operadoras.

Palavras Chaves: Finanças; Estrutura de Capital; Estratégias Financeiras.

ABSTRACT

The purpose of this research is analysis of the ANS influence in a regulation and the firm's strategic factors on the profile of the capital structure of the Health Providers, therefore, this research contributes to the growth and strengthening of the theoretical field of corporate finance, evidencing and analyzing the theoretical premises contextualized in a regulated market. The quantitative and descriptive explanatory research used as a method of analysis the multiple regression and study of events with event in the year 2009 in the period from 2007 to 2012 so, after the standardization and normalization of the cases, the 739 Health Providers, it was obtained the financial statements, there were 874 terms before the event and 1320 cases after the event. The model pointed out linear and quadratic relations between the dependent and independent variables and as interpretations in the periods before and after the event, was observed the capital structure a strong evidence of the influences of the event in the year of 2009 and a tendency to use shareholders' equity. In the theoretical field the theories of pecking order and bankruptcy costs were considered adequate to understand the relationship of the Health Providers with the ANS; and about the firm's strategic factors, was observed that the influences require the financing strategies to overcome the market adversities of the regulated market and for that, they need to consider in their format the particularities of: (i) liquidity and solvency; (ii) long-term investments with profitability and security; and (iii) need improve the capacity to creation operating results. As for small size Heltah Providers was observed more vulnerable to the regulatory implications. As a conclusion, it should be noted that the ANS regulation considers the use of third-party capital in financial management, reflecting the profile of the capital structure of the Health Providers.

Keywords: Finance; Capital structure; Financial Strategies.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1:	Estatística descritiva dos dados da pesquisa de 2007 até 2011	Pág.55
Tabela 2:	Estatística descritiva dos dados da pesquisa de 2012 até 2016	Pág.58
Tabela 3:	Resultados da análise de regressão antes do evento de 2009	Pág.60
Tabela 4:	Resultados da análise de regressão após o evento de 2009	Pág.61

LISTA DE QUADROS

Quadro 1:	Breve histórico de pesquisas no ambiente das Operadoras de Planos de Saúde	Pág.23
Quadro 2:	Estratégias Financeiras	Pág.34
Quadro 3:	Novos papéis atribuídos às operadoras necessários para a criação de valor	Pág.35
Quadro 4:	Breve apresentação de algumas pesquisas sobre estrutura de capital	Pág.38
Quadro 5:	Teorias relacionadas à estrutura de capital	Pág.41
Quadro 6:	Capital próprio <i>versus</i> capital de terceiros	Pág.45
Quadro 7:	Efeitos da utilização de capital de terceiros no cenário de atuação das operadoras por modalidade	Pág.47
Quadro 8:	Variáveis da análise de regressão	Pág.51
Quadro 9:	Desdobramento da hipótese, específico para cada variável independente	Pág.51
Quadro 10:	Indicadores	Pág.53
Quadro 11:	Tipos de relações na análise de regressão antes e após o evento no ano de 2009	Pág.62
Quadro 12:	Fontes de capital das operadoras e influências do evento	Pág.65
Quadro 13:	Evidências do modelo de regressão e teorias relacionadas à estrutura de capital	Pág.67
Quadro 14:	Papéis atribuídos às operadoras para a criação de valor e evidências do modelo de regressão	Pág.70
Quadro 15:	Objetivos específicos e respectivos resultados	Pág.71

LISTA DE GRÁFICOS

- Gráfico 1: Histograma da análise e padronização dos resíduos antes do evento de 2009 Pág.60
- Gráfico 2: Histograma da análise e padronização dos resíduos após o evento de 2009 Pág.61

LISTA DE APÊNDICES

Apêndice 1: Evolução das normas da ANS relativas ao plano de contas	Pág.83
Apêndice 2: Evolução das normas da ANS relativas às garantias financeiras	Pág.84

LISTA DE SIGLAS

AD	Ativo Disponível
AImob	Ativo Imobilizado
AInvest	Ativo Investimentos
ANS	Agência Nacional de Saúde Suplementar
CAPM	<i>Cost Asset Pricing Model</i>
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
CNAS	Conselho Nacional de Assistência Social
DUMPERÍODO	<i>Dummy</i> relativa ao período antes e após o evento
DUMPORT	<i>Dummy</i> relativo ao porte da Operadora
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
GAF	Grau de Alavancagem Financeira
IN	Instrução Normativa
LI	Liquidez Imediata
LC	Liquidez Corrente
LG	Liquidez Geral
ME	Margem EBITDA
PC	Passivo Circulante
PL	Patrimônio Líquido
PMA	Patrimônio Mínimo Ajustado
PPCNG	Provisão para Prêmios e Contraprestações Pagas e Não Ganhas
RDC	Resolução da Diretoria Colegiada
RL	Receita Líquida
RN	Resolução Normativa
ROA	<i>Return On Asset</i>
ROE	<i>Return On Equity</i>
SUS	Sistema Único de Saúde

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	Problema	17
1.2	Objetivo geral.....	17
1.3	Objetivos específicos.....	17
1.4	Justificativa	17
2	REGULAÇÃO DA SAÚDE SUPLEMENTAR NO BRASIL POR MEIO DA AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR (ANS)	25
3	REFERENCIAL TEÓRICO	32
3.1	Estratégias das organizações focadas nas fontes de financiamento de recursos e criação de valor	32
3.2	Teorias relacionadas à estrutura de capital.....	36
3.3	Estrutura de capital no ambiente das operadoras de Planos de Saúde	43
4	METODOLOGIA	49
4.1	Qualificação da pesquisa e coleta de dados.....	49
4.2	Método de análise.....	49
4.3	População	54
4.4	Amostra.....	54
5	ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS.....	55
5.1	Evidências do modelo de regressão e as premissas teóricas sobre a estrutura de capital.....	65
5.2	Evidências do modelo de regressão e as premissas teóricas sobre os fatores estratégicos da firma.....	68
	CONCLUSÕES.....	72
	REFERÊNCIAS	75
	APÊNDICES.....	83

1 INTRODUÇÃO

As finanças corporativas das organizações são uma área relevante que requer a atenção e os esforços de gestores no sentido de direcionar os recursos para os investimentos mais rentáveis (Damodaran, 2004). Conforme diversas pesquisas, dentre as quais se destaca o estudo de Brito, Corrar e Batistella (2007), acredita-se que os investimentos rentáveis são aqueles projetos que contribuem eficazmente para a maximização da riqueza da organização e, assim, fortalecem a continuidade e a sustentabilidade do negócio.

Nessa ótica, cabe apresentar as fontes de recursos das organizações para financiar projetos. Os recursos podem ser obtidos de fontes próprias ou de fontes de terceiros. Obviamente a utilização de cada fonte de recursos implicará um ônus para a organização decorrente do uso do capital, e esse ônus exige dos gestores maior assertividade nas definições das suas estratégias financeiras.

Destaca-se que o desafio no cenário das finanças corporativas concentra-se em saber optar por fontes de financiamentos adequadas e balanceadas conforme os prazos e o volume de retorno dos investimentos (Vieira, 2008), ou seja, fontes de financiamento baratas, capazes de contribuir para o superávit das organizações. O campo acadêmico continua tratando intensamente, em seus estudos, da questão das finanças, das estratégias financeiras e do custo de capital. Cabe destacar que tais estudos são focados em diversas áreas do campo empírico de atuação das organizações.

Assim, a presente pesquisa considera relevante o ambiente da saúde suplementar no Brasil e como as organizações atuantes nesse setor tratam suas finanças, as definições das estratégias financeiras e o custo de capital associado à utilização de recursos. Lembra-se, inicialmente, que o cenário brasileiro da saúde conta com diversos agentes, destacando-se: (i) hospitais públicos; (ii) hospitais privados; (iii) Sistema Único de Saúde (SUS); e (iv) operadoras de planos de assistência à saúde. Especificamente quanto às operadoras (foco da presente pesquisa), destacam-se a participação e a atuação delas para facilitar o acesso à saúde a cerca de 23% da população.¹

¹ Conforme informações divulgadas nos sítios eletrônicos da ANS e do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o total de beneficiários de planos de saúde está na ordem de 48 milhões, sendo que a população total do país alcança os 206 milhões de pessoas.

Em outras palavras, as operadoras são essenciais para a manutenção do adequado acesso à saúde pela população e, devido a esse fato, tais organizações despertam a atenção do setor público², que, por sua vez, destina recursos para o monitoramento das suas atividades (Ocké-Reis, 2003). Desse modo, as operadoras são monitoradas pela Agência Nacional de Saúde (ANS) e essa regulação da saúde suplementar implica uma influência nas rotinas das operadoras (Sancovschi, Macedo & Silva, 2014). Dentre as influências e ou reflexos nas rotinas operacionais dessas organizações destacam-se os efeitos na gestão financeira delas e na qualidade dos serviços ofertados aos beneficiários.

Devido a essa regulação da ANS, especialmente a regulação exercida por meio das normas que tratam da solvência e do lastro de ativos garantidores, as operadoras sofrem uma redução da flexibilidade na realização de sua gestão financeira, enquanto outras organizações de outros segmentos podem buscar diversas fontes de financiamento para suas operações (entre as fontes de recursos próprias e de terceiros) e, conseqüentemente, podem maximizar o valor do negócio.

Nesse contexto, as operadoras que promovem a saúde contam com algumas restrições, e a ANS, por sua vez, realiza intenso monitoramento nelas com foco na adequação das atividades (assistenciais e financeiras) conforme suas normas. Assim, as normas da ANS refletem de tal forma na gestão financeira que as ações (e ou decisões) dos seus administradores e proprietários usualmente são ponderadas conforme as implicações dessa Agência (Araújo, 2004). Essas decisões podem ser divididas em decisões de: (i) investimento; (ii) financiamento; e (iii) dividendos (Damodaran, 2004).

Embora a regulação da ANS seja necessária para garantir o adequado atendimento aos beneficiários, o conservadorismo presente nas decisões dessa agência pode comprometer a criação e maximização do valor do negócio. Dessa forma, vale analisar a eficácia das decisões da ANS atinentes à regulação da saúde suplementar e como as implicações regulatórias refletem no perfil da estrutura de capital das operadoras.

² Nos termos da Constituição da República Federativa do Brasil, a saúde é um direito de todos e um dever do Estado. Assim, qualquer serviço de saúde deve ser fiscalizado, controlado e regulamentado, conforme disposto no art. 197 da Constituição.

1.1 Problema

Em vista do que foi exposto até aqui, formulou-se o seguinte problema, seguido dos respectivos objetivos, para conduzir esta pesquisa: Qual a influência de fatores estratégicos da firma no perfil da estrutura de capital das operadoras de Planos de Assistência à Saúde, antes e após a divulgação de regulação abrangente, pela ANS?

1.2 Objetivo geral

Analisar a influência de fatores estratégicos da firma no perfil da estrutura de capital das operadoras de Planos de Assistência à Saúde, antes e após a divulgação de regulação abrangente, pela ANS.

1.3 Objetivos Específicos

- (i) Mensurar a influência de fatores estratégicos da firma no perfil da estrutura de capital das operadoras antes do evento no ano de 2009.
- (ii) Mensurar a influência de fatores estratégicos da firma no perfil da estrutura de capital das operadoras após o evento no ano de 2009.
- (iii) Comparar a influência de fatores estratégicos da firma no perfil da estrutura de capital das operadoras antes e após o evento no ano de 2009.

1.4 Justificativa

O cenário de atuação das operadoras de Planos de Assistência à Saúde configura-se como um ambiente complexo, que exige a geração de resultados superavitários com foco na maximização da solvência da organização (Guimarães & Nossa, 2010). Por isso, Berwick, Nolan e Whittington (2008) destacam que os recursos dessas organizações requerem uma gestão eficiente e racional que considere, sobretudo, a necessidade de: (i) crescimento e melhoria da qualidade dos cuidados assistenciais despendidos aos beneficiários; (ii) resolutividade desses serviços assistenciais; e (iii) gestão dos custos associados aos pagamentos

dos gastos incorridos na rede credenciada de prestadores.

Destaca-se que as decisões no campo das finanças corporativas observam o risco e o retorno (Damodaran, 2004) e assim, há necessidade de se extrair dos investimentos um retorno satisfatório capaz de custear todos os gastos incorridos no período. Essa é uma premissa básica que necessita ser observada por todas as organizações e investidores, para que seja possível criar o valor necessário ao crescimento e fortalecimento do patrimônio da organização. Adiante, quando se consideram as particularidades e especificações do ambiente das operadoras de planos de assistência à saúde na perspectiva de investimentos *versus* retorno, pode-se observar que ocorre certo enrijecimento na flexibilidade da tomada de decisões que primam pela realização e maximização do retorno no prazo esperado.

A redução da flexibilidade na tomada de decisões pode comprometer a maximização do retorno e, conseqüentemente, o aumento da riqueza do patrimônio das organizações. Nesse sentido, vale destacar que a regulação exercida pela ANS pode contribuir para esse enrijecimento da flexibilidade na tomada das decisões e, assim, comprometer o retorno esperado ao final de um período. Sancovschi, Macedo e Silva (2014) ressaltam que a gestão dessas organizações necessita apresentar nível de excelência em suas decisões.

Nessa perspectiva, diversas pesquisas apontam que a ANS utiliza indicadores financeiros adequados para o acompanhamento da posição patrimonial das operadoras e para o acompanhamento da capacidade de honrar compromissos de curto e longo prazos. Entre tais pesquisas encontra-se a de Soares (2006), a qual indicou que as formas de acompanhamento pela Agência são relevantes para avaliar e classificar o desempenho das operadoras. Entretanto o acompanhamento da ANS por meio da regulação no ambiente da saúde suplementar ainda restringe o processo de tomada de decisão e cada norma editada e publicada possivelmente terá reflexo no patrimônio da organização, assim como nas formas de financiamento das suas operações. Câmara, Sobrinho e Lima (2008) afirmam que as operadoras estão expostas, em seu ambiente de atuação, a baixos índices de liquidez, alto índice de sinistralidade de sua carteira de beneficiários, resultados deficitários, acarretando, conseqüentemente, as intervenções da ANS.

Assim, as decisões nesse contexto necessitam apresentar, principalmente, assertividade e tempestividade, pois, além de contar com as adversidades do ambiente empresarial comuns a todas as organizações, as operadoras ainda devem se submeter à regulação da ANS. E,

conforme destacado por Guimarães e Nossa (2010), elas necessitam fortalecer as condições necessárias à geração de resultado superavitário, de forma a melhor absorver as implicações da agência que refletem na gestão das suas operações.

Quanto às atividades desenvolvidas pelas operadoras, vale apresentar o fluxo operacional com mais detalhes para melhor esclarecer as adversidades e complexidades do ambiente da saúde suplementar. Conforme regulado pela ANS por meio de suas resoluções normativas, as operadoras devem efetuar suas cobranças de mensalidades observando: (i) a vigência contratual; (ii) os prazos para reajustes do valor das mensalidades; (iii) a cobertura mínima e obrigatória dos produtos comercializados; (iv) as formas de apropriação das receitas; (v) a constituição de provisão para perda de créditos de liquidação duvidosa, entre outras implicações que influenciam o reconhecimento de receitas e o controle de saldos de contas assistenciais a receber.

Para as obrigações a pagar, a ANS acompanha a liquidação dos saldos aos prestadores de serviços da rede credenciada e nesse acompanhamento regula principalmente: (i) o lastro e a vinculação de recursos para pagamento das dívidas assistenciais; (ii) a idade de saldo das obrigações a pagar; (iii) a classificação dos saldos assistenciais a pagar em curto e longo prazos, entre outras implicações cujos reflexos recaem nas formas de financiamento utilizadas pela operadora. Ainda sobre os principais impactos da regulação nos fluxos operacionais das operadoras, de forma generalizada, destaca-se que a Agência regula também a suficiência do saldo do Patrimônio Líquido, o que possivelmente exigirá dos gestores, sócios e ou proprietários uma atenção especial nas decisões de investimento e financiamento por meio de recursos próprios.

Uma vez vistas essas implicações nos fluxos operacionais das operadoras, pode-se, a partir delas, indicar que existem particularidades e especificações no ambiente da saúde suplementar que o tornam bastante complexo. Tal complexidade também é demonstrada na pesquisa de Alves (2008), em que o autor ressalta, entre as particularidades da regulação da ANS, a existência de um conflito de interesses na relação das operadoras com os seus prestadores de serviços na rede credenciada. Esse conflito contribui para a complexidade do ambiente e também para as restrições no processo de tomada de decisão. E, conforme destacado por Gonçalves, Coelho e Souza (2011), um ambiente complexo e dinâmico exige das organizações a criação de uma vantagem competitiva capaz de gerar valor e aumentar o volume de benefícios para clientes, fornecedores, sócios e ou proprietários e, assim, alcançar o

desempenho esperado. Então, as operadoras necessitam dedicar esforços para gerir suas atividades, buscando conhecer o real desempenho de um período por área, por produto e até mesmo por cliente (Carneiro Junior et al., 2008). Nessa perspectiva, é possível dispor de melhores condições que sejam favoráveis ao desempenho esperado, superando as adversidades do ambiente.

Outra evidência de particularidade no ambiente das operadoras que contribui para a complexidade nos processos de gestão diz respeito ao tipo de serviços contratados junto aos prestadores da rede credenciada. Esses prestadores podem ser constituídos de hospitais, clínicas, cooperativas médicas, prestadores autônomos, entre outros. Tratando inicialmente dos hospitais, ressalta-se que esses prestadores podem praticar preços distintos conforme a complexidade do atendimento hospitalar e repassar esse custo às operadoras. Trata-se de uma prática comum do mercado, e o nível de complexidade atribuído ao serviço do hospital pode onerar de forma significativa o custo assistencial da operadora. Assim, conforme destacado por Camacho, Rocha e Moraes (2011), as operadoras precisam estar atentas no momento de pactuar o valor dos serviços com os hospitais, pois os procedimentos de alta complexidade hospitalar podem maximizar o custo assistencial de um período e, por consequência, comprometer o desempenho esperado nesse período.

Camacho et al. (2015) evidenciam que o relacionamento dos hospitais privados com seus fornecedores de materiais e medicamentos é mais maduro quando comparado com o relacionamento dos hospitais com as operadoras de planos de assistência à saúde. No estudo desenvolvido pelos autores aponta-se uma dependência financeira dos hospitais em relação às operadoras, fato que contribui para o aumento da complexidade nos processos de gestão e tomada de decisão dos gestores destas, ou seja, os hospitais podem concentrar parcela considerável do seu faturamento nos convênios com operadoras de planos de assistência à saúde e, assim, construir uma relação de dependência com elas.

Quanto ao custo assistencial incorrido pelas operadoras decorrente do atendimento médico hospitalar utilizado pelo seu beneficiário na rede credenciada, Abelha, Gonçalves e Pitassi (2014) ressaltam a relevância da existência de um *trade-off* entre o custo assistencial e a receita auferida junto ao beneficiário. Esse balanceamento é necessário para que haja suficiência dos recursos auferidos, de tal forma que esses recursos sejam capazes de honrar compromissos assistenciais e administrativos e ainda possibilitar o desempenho superavitário ao final de um período. Nesse sentido, Siewert (2013) trabalhou em sua pesquisa a ferramenta

da auditoria médica como instrumento para reduzir custos e, assim, contribuir com a sustentabilidade da operadora. Conforme destacado por esse autor, a auditoria médica refere-se a um instrumento de uso das operadoras que contribui para a melhoria dos procedimentos e para o aumento da eficiência e assertividade nas cobranças dos prestadores de serviços da rede credenciada.

Ainda no contexto da gestão de custos assistenciais das operadoras, os autores Rest, Trautsamwieser e Hirsch (2012) abordaram em sua pesquisa os benefícios do atendimento domiciliar e os desafios dessa forma de acompanhamento especial aos beneficiários das operadoras. O atendimento domiciliar pode ser integrado aos programas de promoção da saúde e prevenção de doenças, e esse acompanhamento pode contribuir para a redução dos custos assistenciais e o fortalecimento do relacionamento da operadora com a ANS, pois esta concede benefícios às operadoras que mantêm seus programas de promoção à saúde e prevenção de doenças adequados às normas da saúde suplementar.

Rest, Trautsamwieser e Hirsch (2012) destacam dois desafios no cenário do atendimento domiciliar para as operadoras: (i) esforço organizacional crescente e a necessidade de uma gestão capaz de antecipar os riscos do negócio; e (ii) necessidade de desenvolvimento de um sistema de gestão que forneça apoio ao processo de tomada de decisão.

Viana (2012) também apresenta evidências de particularidades das operadoras e nesse sentido afirma que o desempenho delas não está associado à sua área geográfica de atuação. Na pesquisa realizada por esse autor não houve correlação da área de atuação da operadora com o nível de insolvência apurado, conforme as premissas definidas pela ANS. Adicionalmente, Kudlawicz (2013) destaca que o desempenho das operadoras está associado às fontes de financiamento utilizadas, ou seja, as operadoras que buscam recursos de terceiros e no curto prazo apresentam rentabilidade menor em relação às operadoras que buscam recursos próprios. Essas evidências ratificam a necessidade de uma gestão eficiente e racional dos recursos com foco na maximização do resultado capaz de contribuir com o aumento da riqueza da organização e mostram que a fonte de financiamento das operações pode contribuir de forma significativa para a obtenção do resultado esperado.

Na sequência são apresentados mais detalhes das pesquisas já realizadas sobre o ambiente das operadoras e que evidenciam as complexidades desse ambiente e também fornecem contribuições para os gestores dessas organizações para uma tomada de decisão mais

assertiva e segura. Entre essas pesquisas apresentam-se as contribuições de Guimarães e Alves (2009) que desenvolveram um modelo capaz de prever a insolvência de uma operadora após um ano. Nessa perspectiva, é possível que os gestores dessas organizações antecipem uma provável intervenção da Agência por meio de um modelo de análise. Embora a ANS disponha de modelo próprio para acompanhamento da solvência das operadoras, esse acompanhamento pela operadora tanto no modelo oficial da agência quanto no gerencial próprio, por exemplo o sugerido por Guimarães e Alves (2008), pode contribuir para o aumento da segurança e a confiabilidade no processo de tomada de decisão.

Guimarães e Nossa (2010) destacam que as operadoras apresentam diferentes estruturas de capital de giro que estão associadas a diferentes níveis de lucratividade, liquidez e solvência. Por isso, é importante reiterar a necessidade de uma gestão eficiente de capital de giro pelas operadoras, pois essa gestão contribui para a obtenção de um desempenho satisfatório que tem como consequência a geração de condições favoráveis para o crescimento e fortalecimento da solvência e sobrevivência da operadora. Dito de outra forma, é necessário que as operadoras sejam eficientes.

Por fim, Clemente (2016) e Souza et al. (2016) concordam e confirmam em suas pesquisas que as operadoras eficientes são àquelas classificadas como operadoras de medicina de grupo e como de grande porte. Vale esclarecer que as operadoras podem ser classificadas como: (i) medicina de grupo; (ii) cooperativa médica; (iii) filantropia; (iv) autogestão, entre outras modalidades. E também podem ser classificadas como sendo de grande, médio ou pequeno porte. A classificação quanto ao porte depende da quantidade de beneficiários que elas dispõem, e quanto maior o número de beneficiários, maior também será o porte, logicamente obedecendo aos critérios da ANS para classificação.

Para melhor apresentar as particularidades dos processos de gestão das operadoras e ratificar como é complexo esse ambiente, o Quadro 1 apresenta um breve histórico de pesquisas que evidenciam, sobretudo, as principais contribuições teóricas dos autores para o crescimento e fortalecimento das práticas de gestão desse segmento e também para o crescimento do campo teórico por meio de evidências empíricas no ambiente das operadoras de planos de assistência à saúde.

Ratifica-se que as organizações inevitavelmente necessitam dedicar esforços para gerir, de forma racional e eficiente, as suas finanças corporativas, pois, caso as decisões de

investimento, financiamento e dividendos não sejam adequadamente definidas, há uma probabilidade maior de risco de falência e insolvência (Damodaran, 2004). As pesquisas relacionadas às finanças das organizações contribuem para o crescimento e fortalecimento das técnicas de gestão, para a obtenção de formas eficientes de remuneração do capital investido e, conseqüentemente, o crescimento do patrimônio e aumento da riqueza do acionista.

Autor(es) (Ano)	Contribuições	Descrição sucinta
Médici (1992); Ocké-Reis (2003); Silva (2003); Araújo (2004); Ribeiro (2004); Reis (2005); Sato (2005); Soares (2006); Salvatori e Ventura (2012); Sancovschi, Macedo e Silva (2014)	Focadas no campo da regulação da agência	Evidenciam a necessidade de crescimento dos esforços de regulação com foco em: (i) melhor atribuição das responsabilidades no campo da regulação; (ii) aprimoramento das premissas para intervenções e direções fiscais; (iii) criação de diretoria especializada no relacionamento de operadoras e prestadores de serviços e também na redução de conflitos; (iv) tratativas adequadas para renúncia fiscal das operadoras; e (v) aperfeiçoamento dos indicadores de monitoramento da saúde suplementar.
Reis, Silveira e Andreazzi (2002); Kanamura e Viana (2007); Alves (2008); Gerschman (2008); Camacho, Rocha e Moraes (2011); Rest, Trautswieser e Hirsch (2012); Shin (2012); Ocké-Reis (2013); Thomson et al. (2013); Miller et al. (2013); Camacho et al. (2015); Moreira (2016)	Focadas no ambiente de atuação das operadoras	Apresentam as condições do ambiente que requerem a atenção dos gestores, como: (i) o envelhecimento da população com possibilidade de reflexos nos custos assistenciais; (ii) conflitos de interesse entre operadoras e prestadores de serviços da rede credenciada; (iii) diferentes formas de constituição jurídica dos prestadores que podem refletir nos aspectos fiscais do custo assistencial e, conseqüentemente, reduzir a flexibilidade na gestão do fluxo de caixa; (iv) os desafios de aprimoramento dos serviços de atendimento domiciliar; (v) a ausência de apoio no sistema nacional de saúde suplementar <i>versus</i> exemplos de incentivos fiscais em outros países; e (vi) a necessidade de criação de vantagem competitiva com foco na obtenção de diferencial competitivo.
Guerra (1998); Woolhandler, Campbell e Himmelstein (2003); Cardoso (2005); Lima (2005); Koyama (2006); Reis (2006); Câmara, Sobrinho e Lima (2008); Carneiro Junior et al. (2008); Reis (2008); Berwick, Nolan e Whittington (2008); Guimarães e Alves (2009); Guimarães e Nossa (2010); Pagnoncelli (2010); Pedrique (2010); Viana (2012); Kudlawicz e Almeida (2013); Kudlawicz (2013); Siewert (2013); Abelha, Gonçalves e Pitassi (2014); Ferreira et al. (2015); Pinheiro et al. (2015); Vilela, Souza Ferraz e Ferraz (2015); Clemente (2016); Souza et al. (2016)	Focadas nas estratégias e práticas de gestão das operadoras	Destacam as evidências presentes nas práticas de gestão e estratégias das operadoras, que requerem a atenção dos gestores, necessários para: (i) uma visão estratégica com foco em todos os parceiros de negócios e na qualidade dos serviços assistenciais; (ii) uma gestão de custos aliada à auditoria médica e programas de promoção à saúde e prevenção de doenças para controle e acompanhamento do custo assistencial; (iii) a adoção de práticas contábeis que contribuem para as condições da situação patrimonial e destacando, principalmente, a técnica da análise das demonstrações financeiras e gestão econômica por área como instrumento de acompanhamento das operações com periodicidade mensal; (iv) utilização de recursos tecnológicos para aprimoramento dos controles gerenciais; e (v) uma gestão de capital de giro e tomada de decisão de financiamento com foco na manutenção da solvência e liquidez.

Quadro 1 – Breve histórico de pesquisas no ambiente das operadoras de Planos de Saúde

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ademais, destaca-se que os estudos empíricos no campo das finanças corporativas

contribuem para o crescimento e fortalecimento desse campo de pesquisa. Assim, entende-se que o campo teórico das finanças corporativas configura-se como um viés adequado para o estudo do relacionamento das operadoras de Planos de Assistência à Saúde com a agência reguladora. Nesse sentido, vale repetir que a Agência Reguladora da Saúde, a ANS, estabelece normas e diretrizes que influenciam as decisões dos gestores e, dessa forma, o campo das finanças corporativas das organizações quando os gestores financeiros podem melhor utilizar os recursos e contribuir com o processo de tomada de decisão (relacionada a investimentos, financiamentos e dividendos). As operadoras de planos de assistência à saúde ainda necessitam observar prudentemente as implicações da regulação da ANS.

Por outro lado, no campo gerencial, a pesquisa com o direcionamento aqui proposto fornece uma contribuição para a regularidade das operadoras frente às normas e diretrizes da ANS e para a manutenção da adimplência regulatória dessas organizações. Portanto a presente pesquisa fornece contribuições teóricas, práticas e gerenciais.

2 REGULAÇÃO DA SAÚDE SUPLEMENTAR NO BRASIL POR MEIO DA AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR (ANS)

A Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) iniciou sua regulação nas operações das organizações atuantes no ambiente da saúde suplementar a partir da lei 9.656 (1998). Conforme descrito nessa legislação, todas as organizações que ofertam ao consumidor usuários dos serviços o produto de garantia de acesso a serviços médicos, hospitalares e odontológicos e que atendem aos critérios estabelecidos na legislação, devem obrigatoriamente observar todas as normas emanadas pela agência para executar suas atividades de operação de planos de saúde.

Nesse sentido, vale apresentar com detalhes os conceitos estabelecidos na legislação relacionados a planos de saúde e operadoras de planos de assistência à saúde. Inicialmente, a lei 9.656 (1998) conceitua plano de saúde como sendo a prestação continuada de serviços ou a cobertura de custos assistenciais a preço pré ou pós-estabelecido, com o objetivo de garantir, sem limite financeiro, a assistência à saúde. Quanto às operadoras, estas são descritas pela legislação como sendo pessoas jurídicas constituídas com natureza jurídica e ou modalidade de sociedade civil ou comercial, cooperativa, ou entidade de autogestão, que gerencia produto ou serviço de plano de saúde.

Conforme apresentado no caderno de informações da ANS de junho de 2016, atualmente existem 1.320 operadoras no Brasil. Dessas organizações, 1.125 operavam com beneficiários. Ainda em conformidade com o caderno de informações da saúde suplementar, ressalta-se que essas operadoras ofertaram aos consumidores, beneficiários usuários dos serviços aproximadamente 33.000 (trinta e três mil) produtos e ou tipos de planos, o que possibilitou a receita de mais de R\$ 41.000.000.000,00 (quarenta e um bilhões de reais) no primeiro trimestre de 2016.

Assim, confirma-se como essas organizações são relevantes no segmento da saúde suplementar e como contribuem para o acesso à saúde da população brasileira que conta, a partir da contratação de um plano de saúde, com opções quanto aos serviços de saúde, ou seja, a população que dispõe de um plano saúde pode optar por utilizar o Sistema Público de Saúde ou contar com os benefícios do plano de saúde contratado. Sabe-se que essa decisão de escolha entre o serviço público e o privado pode resultar, para a operadora, em uma despesa adicional relacionada às cobranças de ressarcimento ao Sistema Único de Saúde (SUS).

Contudo, a partir das informações no sítio eletrônico da agência e também no caderno de informações, sugere-se que o plano de saúde, na perspectiva da população, pode contribuir para a utilização dos serviços de saúde. Essa percepção ainda é ratificada quando se considera a ineficiência do SUS, já destacada por diversos autores. Entre esses estudos destacam-se as pesquisas de Matos (2002) e de Souza et al. (2008), que apresentam sobretudo as ineficiências administrativas relacionadas a controles internos das organizações hospitalares e que refletem na qualidade dos serviços disponibilizados aos usuários. Assim, a ineficiência do Sistema Público de Saúde ajuda a promover condições favoráveis à contratação de planos de saúde por parte daquela parcela da população que dispõe de poder aquisitivo necessário para a contratação desses serviços.

Nesse sentido, e principalmente por representar uma solução de serviços de saúde para a população, é adequado que a atuação das operadoras de planos de assistência à saúde aconteça de forma segura e monitorada por agente competente, capaz de garantir o acesso à saúde, quando o serviço for solicitado pelo beneficiário. Assim, o regulador das operações, a ANS, exerce um papel fundamental para a qualidade e resolutividade dos serviços. Entretanto a atuação do regulador ainda pode comprometer a flexibilidade da gestão e as formas de criação de valor na perspectiva dos gestores das organizações, conforme descrito anteriormente.

Portanto as decisões relacionadas às fontes de financiamento para a operadora que podem resultar no menor ônus e maior volume de benefícios devem ser tomadas à luz das premissas e diretrizes estabelecidas pelo regulador. Conforme destacado por Kudlawicz (2013), as operadoras eficientes são aquelas que buscam recursos próprios de longo prazo para financiar suas operações. Entretanto vale analisar as fontes de financiamento de terceiros que podem apresentar condições diferentes para as operadoras e ainda garantir o desempenho esperado e necessário para a criação de valor e aumento da riqueza da organização.

Isso posto, são apresentadas na sequência as normas e resoluções da agência que refletem nas fontes de financiamento da operadora e influenciam o seu patrimônio e também sua situação de solvência e liquidez. Nesse escopo destacam-se as normas que refletem na determinação do Plano de Contas Padrão para todas as operadoras e também as normas que incidem sobre as garantias financeiras, contemplando margem de solvência e provisões técnicas.

Quanto ao Plano de Contas Padrão e em conformidade com as normas da ANS, é importante esclarecer que se refere-se à relação detalhada de contas contábeis para alocação do registro dos fatos administrativos que implicam mutações da posição patrimonial. Para as operadoras, o plano de contas é padronizado e ainda apresenta diversas premissas e diretrizes que necessitam ser observadas nas análises subjetivas presentes no trabalho dos profissionais da contabilidade (RN 209, 2012). Para as garantias financeiras, esclarece-se que a margem de solvência diz respeito à suficiência do patrimônio líquido para honrar compromissos de longo prazo, ou seja, espera-se, a partir do cálculo dessa margem, mensurar a capacidade de permanecer atuando no mercado no médio e longo prazos, cumprindo com todos os compromissos assumidos com prestadores e principalmente com os beneficiários (RN 209, 2009). Já as provisões técnicas tratam de dívidas assistenciais decorrentes da utilização de serviços médicos e hospitalares pelos beneficiários, na rede credenciada de prestadores (RN 209, 2009). Por meio do lastro e vinculação de recursos, a ANS objetiva garantir a liquidação das obrigações assistenciais da operadora com seus prestadores e, assim, contribuir com os beneficiários no acesso aos serviços contratados por meio do plano de saúde.

Vistas essas particularidades da norma da agência que reflete no patrimônio e nas decisões sobre as fontes de financiamento das operações das operadoras, vale destacar que a normatização também apresenta alterações significativas ao longo do tempo, ou seja, a agência edita suas normas conforme a necessidade de regulação, o que implica modificações significativas para operadoras que, por sua vez, podem deparar com a necessidade de buscar novas fontes de financiamento ou rever políticas de administração do capital de giro com foco na manutenção da solvência e da liquidez e também buscando garantir o desempenho esperado ao final do período.

Com foco nos esforços de análise dos campos da regulação da ANS sobre o plano de contas padrão e também as garantias financeiras que contemplam margem de solvência, provisões técnicas e lastro e vinculação de ativos, cabe apresentar as principais modificações das normas desse campo de regulação da agência e quais os possíveis reflexos no patrimônio após cada alteração da regra. Sugere-se que, a partir das modificações das normas, as decisões dos gestores das operadoras sobre fontes de financiamento apresentaram alterações relevantes, alterando, assim, a posição patrimonial relacionada às dívidas com terceiros e também com sócios e ou proprietários.

Nessa perspectiva, os Apêndices 1 e 2 constantes nos apêndices deste trabalho mostram as principais normas emitidas pela ANS relativas ao campo de regulação do plano de contas padrão e garantias financeiras, que refletem na posição patrimonial e também nas decisões sobre fontes de financiamento das operações. Esses quadros ainda mostram breve histórico dessas normas, com descrição sucinta das modificações que podem ter influenciado a posição patrimonial.

Inicialmente, para o Plano de Contas Padrão, o Apêndice 1 apresenta os detalhes da evolução da normatização da agência nesse campo de regulação e também a classificação das informações em ordem cronológica, com a seguinte disposição: (i) descrição da norma; (ii) ano de publicação; (iii) descrição sucinta do tema e das implicações para as operadoras. Complementa-se com a descrição da norma que apresenta seus tipos, os quais podem ser Resoluções da Diretoria Colegiada (RDC), Resoluções Normativas (RN) e Instruções Normativas (IN). Para as garantias financeiras, contemplando margem de solvência, provisões técnicas e o lastro e vinculação de ativos, o Apêndice 2 apresenta os detalhes da evolução da normatização da agência nesse campo de regulação.

Demonstrada a evolução das normas da ANS nos Apêndices 1 e 2 acima referidos, verifica-se que a regulação exercida por esse órgão estabelece diversos critérios e premissas que influenciam as decisões sobre finanças corporativas. Dentre essas interferências destacam-se as regras relacionadas à margem de solvência e regras de contabilização e reserva financeira para quitação das dívidas assistenciais, conforme apresentado nas RN's 206 e 209, tendo sido as duas normas publicadas no ano de 2009. Essa interferência apontada corresponde a uma condição do ambiente onde se exerce as atividades empresariais e que exige das operadoras, a construção de estratégias financeiras adequadas as adversidades do segmento, ou seja, o ambiente pode interferir nas estratégias empresariais (Ansoff, 1991) e nas estratégias financeiras e, conseqüentemente, pode interferir na estrutura de capital.

A RN 206 (2009) alterou de forma significativa as formas de apuração do resultado da operadora. Essa norma adequou a apropriação da receita conforme a cobertura do contrato de plano de saúde e, dessa forma, a operadora somente dispõe de receita e ou faturamento quando ocorre a concessão de cobertura ao beneficiário. É necessário esclarecer que a cobertura refere-se à possibilidade de custeamento de serviços médicos e hospitalares a partir da data de adesão ao plano. Além dessas modificações, a RN 206 (2009) também determinou a reversão de uma provisão técnica, o que se refere a uma dívida assistencial com a rede credenciada. Essa

provisão diz respeito à provisão de risco, o que significa que, a partir da publicação da norma, as operadoras tiveram que realizar toda a reversão do saldo provisionado.

Quanto à RN 209 (2009), destaca-se que ela apresentou os critérios para constituição da margem de solvência e, a partir da sua publicação, a ANS estabeleceu o prazo para as operadoras constituírem o montante mínimo de margem de solvência. Como exemplo, ressalta-se o caso específico das operadoras de autogestão que necessitam constituir, até o final de 2023, o montante integral de margem de solvência, conforme determina a RN.

Esclarece-se que a margem de solvência refere-se à suficiência do patrimônio líquido da operadora para honrar compromissos de médio e longo prazos, e a observância desse indicador acontece por meio da análise e ou comparação com o patrimônio líquido realizado da operadora com o mínimo exigido pela ANS, logicamente apurado conforme os critérios da agência.

As RN's 206 (2009) e 209 (2009) impactam de forma significativa as formas de apuração do patrimônio líquido da operadora. A referida interferência dessas normas acontece por meio: (i) da apropriação do resultado com base na *pro rata* dia da cobertura assistencial do contrato de plano de saúde; (ii) da reversão da provisão de risco; e (iii) da exigência de constituição de margem de solvência, que pode incorrer em aporte de capital pelos sócios, proprietários e ou mantenedores da operadora, com foco no cumprimento da norma.

Ademais, no campo da regulação do plano de contas, destaca-se a RN 314 (2012). Essa norma permitiu o aproveitamento de gastos em programas de promoção da saúde e prevenção de doenças como redutor da necessidade de constituição de margem de solvência. Também exigiu o registro de uma nova dívida assistencial, o que trata da provisão de prêmios ou contribuições não ganhas (PPCNG). Em outras palavras, com essa provisão, a agência deixou de exigir o reconhecimento do faturamento antecipado relativo a cobranças antes do período de cobertura e passou a exigir o reconhecimento de uma obrigação da operadora relacionada à necessidade de conceder a cobertura do plano de saúde. Esclarece-se que a PPCNG estabelece o reconhecimento do saldo de contas assistenciais a receber em contrapartida à provisão e, conforme a concessão da cobertura do plano pela operadora, deve-se apropriar a receita, revertendo o saldo da provisão anteriormente reconhecido (RN 314, 2012).

Assim, a RN 314 (2012) tem reflexos no saldo das dívidas assistenciais e também no patrimônio líquido da operadora. Essa norma afeta o patrimônio, impactando: (i) o saldo das provisões técnicas; (ii) a necessidade de vinculação de ativos garantidores; e (iii) as formas de apropriação das receitas, principalmente para as operadoras que não apresentam a cobertura do plano mensal equivalente ao mês calendário.

Cabe esclarecer que as operadoras, quando celebram o contrato de plano de saúde com seus beneficiários e quando esse contrato não apresenta carência relacionada à cobertura, são acionadas a conceder a cobertura mensal ao beneficiário. Caso a cobrança de mensalidade do plano de saúde aconteça fora do período de cobertura, o reflexo no saldo da PCCNG e também nas receitas assistenciais será maior e mais significativo em relação à operadora que concede a cobertura do plano equivalente ao mês calendário. Essa situação deve-se ao fato de que a receita do plano de saúde somente pode ser apropriada conforme a cobertura oferecida ao beneficiário.

Portanto, a partir da vigência dessas normas destacadas, ocorreram mudanças significativas para as operadoras, ou seja, foram eventos que modificaram sobretudo as decisões de financiamento e o perfil do endividamento das operadoras. Essa evidência ratifica que o ambiente empresarial e o segmento da saúde suplementar no caso das operadoras, pode representar interferências nas decisões e no processo de criação das estratégias e assim, observa-se que as RN's 206, 209 e 314, nos anos de 2009 e de 2012, certamente marcaram a vida econômica das operadoras, refletindo no seu desempenho e, conseqüentemente, restringindo as decisões relacionadas às finanças corporativas. Assim, representaram eventos que podem ser explorados no estudo das influências do órgão regulador nas atividades das operadoras.

Para melhor direcionar os esforços desta pesquisa, foi selecionado o ano de 2009 para análise do evento das RNs em questão e os efeitos de suas influências sobre as operadoras a partir daquele ano.

Destaca-se que a ANS, ao exercer o papel de regulador no segmento da saúde suplementar, estabelece, obviamente, aos beneficiários condições seguras e fidedignas de que os serviços de saúde previstos no contrato do plano de saúde poderão ser plenamente obtidos quando demandados e plenamente custeados por suas operadoras. Contraditoriamente, a ANS estabelece restrições às operadoras que podem comprometer a obtenção do desempenho esperado ao final de um período, assim comprometendo a criação do valor esperado por sócios, proprietários e ou mantenedores das operadoras.

A próxima seção apresenta o alicerce teórico no campo das finanças corporativas que a presente pesquisa comtemplou nas análises. Assim, inicialmente serão apresentadas as estratégias focadas nas fontes de financiamento de recursos e criação de valor, demonstrando principalmente como as estratégias empresariais, sustentadas pelas premissas teóricas da estrutura de capital, podem concentrar esforços em favor da criação do valor necessário para o crescimento do negócio.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 Estratégias das organizações focadas nas fontes de financiamento de recursos e criação de valor

Os fatores estratégicos da firma influenciam o desempenho empresarial ao longo de um período (Dias, Gonçalves & Muniz, 2009), e assim ratifica-se a relevância das estratégias empresariais para a obtenção do resultado esperado e a devida maximização do valor associado às operações da entidade. Considerando as particularidades do ambiente empresarial na atualidade, sabe-se que ele se caracteriza por ser competitivo e dinâmico e por exigir das organizações eficiência nos processos de gestão, sobretudo estratégias empresariais focadas na criação de valor (Gonçalves, Coelho & Souza, 2011).

Nessa perspectiva, Porter (2008) destaca que a estratégia empresarial deve ser desenvolvida baseada nas forças competitivas que influenciam o ambiente. O autor apresenta essas forças como sendo: (i) a rivalidade entre os concorrentes; (ii) o poder de negociação dos clientes; (iii) o poder de negociação dos fornecedores; (iv) a ameaça de entrada de novos concorrentes; e (v) a ameaça representada pelos produtos substitutos.

Sabe-se que existem diversos conceitos para explicar o que sejam as estratégias empresariais. Entre eles destaca-se o de Hitt e Ireland (1985), para quem a estratégia empresarial é o conjunto de ações coordenadas que envolvem um contexto, considerando espaço e tempo, por meio de ações condicionadas às características ambientais, que se referem às ações de outros agentes e às várias interações existentes.

Nessa ótica, a estratégia é um instrumento que alinha a organização com o seu ambiente. Isso nos diz que as organizações, para alcançar o desempenho esperado, precisam adotar estratégias empresariais consistentes que representem o resultado de estudo e planejamento do ambiente, de forma que as adversidades desse ambiente possam ser superadas.

Quanto ao processo de criação de estratégias, ressalta-se que estas podem ser concebidas mediante duas perspectivas, que são: a deliberada e a emergente (Mintzberg, Ahlstrand & Lampel, 2009). Entende-se por estratégia deliberada aquela baseada em planos lógicos e conscientes e orientadas para o alcance de objetivos racionais. Por outro lado, a estratégia

emergente traduz-se por aquela refletida pelo aprendizado, advinda da intuição e de experiências anteriores e oportunismos dos gestores tomadores de decisão.

Assim, quando se contextualizam as premissas das estratégias empresariais no ambiente das operadoras de planos de saúde, verifica-se que as organizações requerem estratégias empresariais capazes de considerar as implicações regulatórias e demais adversidades do ambiente, com foco na obtenção do desempenho esperado. Isso quer dizer que as estratégias no contexto da saúde suplementar requerem o máximo de esforço dos seus gestores, pois, como demonstrado anteriormente, a regulação exercida pela ANS compromete a flexibilidade das decisões no processo empresarial.

Quanto à criação de valor, Vieira (2008) evidencia que a criação de valor na perspectiva das finanças corporativas pode ser mensurada por meio das medidas de desempenho *versus* as medidas do custo de capital do período, ou seja, a criação de valor acontece quando o retorno sobre o ativo (ROA) é superior ao custo médio ponderado de capital (CMPC). Sendo assim, para garantir sua sobrevivência e seu sucesso, a organização precisa ser fundamentalmente eficiente em suas estratégias empresariais (Ansoff, 1991).

Em outras palavras, é necessário utilizar de forma racional os recursos para aproveitá-los integralmente e obter, conseqüentemente, o desempenho esperado que contribua para a criação de valor. Kaplan e Norton (1997) esclarecem que a criação de valor está associada diretamente a uma estratégia explícita, em nível corporativo, que articule a forma como a organização agrega valor ao seu conjunto de unidades estratégicas de negócios. Com esse foco, é importante complementar que uma unidade e ou uma área da organização também arca com atribuições relevantes para o cumprimento do processo de criação de valor, ou seja, cada unidade que articula uma estratégia, ou articula uma parte da estratégia empresarial, pode contribuir significativamente para a criação de valor e aumento da riqueza do patrimônio da organização.

Portanto, concentrando os esforços de pesquisa no campo das finanças corporativas e nas estratégias empresariais que primam pelo cumprimento do desempenho esperado e também do desempenho financeiro e ou de caixa por meio da escolha das melhores fontes de financiamento, têm-se as bases para as análises deste estudo, destacando-se que as organizações requerem a atenção e os esforços dos gestores para gerir eficazmente as fontes de financiamento selecionadas para um período. Assim, certamente também ocorrerá a criação do valor esperado.

Em se tratando das estratégias empresariais focadas na área financeira, Vieira (2008) ressalta que as de financiamento e investimento envolvem, necessariamente, assumir riscos com vistas ao alcance de objetivos no futuro. Dessa forma, a gestão financeira da empresa implica tomada de decisões que certamente ocorrerão dentro de um contexto de *trade-off* entre risco assumido e retorno esperado.

Nessa ótica, Neto e Lima (2009) destacam que as estratégias focadas na área financeira estão voltadas para o objetivo da empresa de criar valor aos seus acionistas, e nesse contexto podem ser classificadas em estratégias operacionais, de investimento e de financiamento. O Quadro 2 apresenta informações detalhadas acerca das estratégias financeiras de acordo com esses autores. Mostra também como o valor atribuído à realização dessas estratégias pode ser mensurado, de forma a contribuir com os gestores no acompanhamento e monitoramento de suas estratégias.

Tipos de Estratégias Financeiras	Descrição Sucinta	Direcionador de valor
Operacionais	Focalizam principalmente sistemas de distribuição e logística com maior eficiência e maior giro de estoques.	Crescimento das vendas; prazos operacionais de cobrança e pagamentos; giro dos estoques; margem de lucro.
Financiamento	Compreendem as decisões relacionadas à substituição do capital próprio para financiamento das operações pelo capital de terceiros mais barato.	Estrutura de capital; custo do capital próprio; custo do capital de terceiros; risco financeiro.
Investimento	Podem ser implementadas pela busca eficiente de novas oportunidades de mercado e são criadoras de valor. Destaca-se que certas empresas apresentam seu sucesso fortemente lastreado em investimentos em novos produtos.	Investimento em capital de giro; investimento em capital fixo; oportunidades de investimentos; análise de giro <i>versus</i> margem; risco operacional.

Quadro 2 – Estratégias Financeiras

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em: Neto, A. A., & Lima, F. G. (2009). *Curso de administração financeira*. São Paulo:Atlas.

Uma vez vistas essas premissas relacionadas às estratégias empresariais focadas na área financeira, observa-se que as operadoras de planos de saúde necessitam de estratégias de financiamento capazes de considerar as regras regulatórias da ANS e ainda criar o valor necessário para ter o desempenho esperado por sócios, proprietários e ou acionistas. Nessa perspectiva e considerando aspectos relevantes do processo de criação de valor, vale destacar os estudos dos autores Gonçalves, Coelho e Souza (2011) que, entre as várias contribuições fornecidas por suas pesquisas focadas na gestão estratégica, destacaram principalmente que o desempenho superior das firmas e o processo de criação de valor estão associados: (i) à cultura organizacional orientada para a competitividade; (ii) à gestão do conhecimento e inovação em

ritmo dinâmico; e (iii) à busca de geração de vantagem competitiva e sustentável.

Assim, sugere-se que as operadoras de planos de saúde, para criar o valor necessário para aumentar sua riqueza, necessitam de estratégias focadas nas fontes de financiamento capazes de considerar a cultura organizacional, a gestão do conhecimento e também a geração de uma vantagem competitiva, ou seja, é necessário que toda a estrutura da organização seja adequada à realização de estratégias adaptadas à criação de valor e atendimento às regras regulatórias da ANS. Então, vale destacar a assertiva de Chandler (1990) de que a estrutura segue a estratégia. Em outras palavras, quer-se dizer que, para atender a todas as premissas regulatórias e criar valor, a estrutura da organização deve acompanhar as estratégias financeiras que contribuem para a sustentabilidade da operadora. Quanto a essa sustentabilidade, Porter e Teisberg (2007) destacam que as operadoras de planos de saúde devem promover a competição baseada em valor e repudiar a competição fundamentada no custo.

Com foco nas estratégias de financiamento de recursos e criação de valor para as operadoras de planos de saúde, Porter e Teisberg (2007) afirmam que a credibilidade das operadoras de planos de saúde está associada à abordagem da competição no mercado e que a forma de competir deve basear-se, sobretudo, na criação de valor para o usuário do serviço, ou seja, o beneficiário. Nessa perspectiva, o Quadro 3 apresenta os papéis das operadoras de planos de saúde que estão associados à mudança necessária do posicionamento dessas organizações para que seja possível a criação do valor esperado.

Papel antigo: cultura da negação	Papel novo: possibilitar a competição baseada em valor e focada em resultados
Restringir a escolha de prestadores e de tratamento.	Possibilitar a escolha bem embasada por pacientes e médicos e o gerenciamento da saúde dos pacientes.
Microgerenciar os processos dos prestadores e as escolhas feitas por eles.	Mensurar e recompensar os prestadores com base nos resultados.
Mínimizar o custo de cada serviço e tratamento.	Maximizar o valor dos serviços de saúde ao longo do prazo do ciclo de atendimento.
Engajar-se em papelada e transações administrativas complexas com os prestadores e clientes para controlar os custos e liquidar as faturas.	Mínimizar a necessidade de transações administrativas e simplificar o faturamento.
Competir na minimização dos aumentos das mensalidades pagas pelos clientes.	Competir em resultados de saúde para os clientes.

Quadro 3 – Novos papéis atribuídos às operadoras necessários para a criação de valor

Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Porter, M. E., & Teisberg, E. O. (2007). *Repensando a saúde*. Porto Alegre: Bookman.

Os papéis propostos por esses autores certamente oferecem uma contribuição significativa para a criação de valor para o patrimônio da operadora, entretanto esses novos papéis necessitam ser analisados mediante o escopo das finanças corporativas, considerando,

sobretudo, as estratégias de financiamento de recursos, pois a regulação da ANS as requer orientadas para a criação de valor, mas, em contraponto, também restringe a flexibilidade das decisões, e por isso é necessário que os gestores das operadoras conciliem o foco na criação de valor com as necessidades dos beneficiários, ou seja, é necessário encontrar um *trade-off* entre esforços a favor da criação de valor para a área financeira da operadora e a favor da resolutividade dos serviços de saúde e satisfação dos beneficiários.

Tudo isso sugere que o sucesso de uma operadora de planos de saúde está associado às estratégias empresariais e associado principalmente às estratégias financeiras focadas nas fontes de financiamento de recursos. Assim, as operadoras devem focar os esforços dos gestores nas análises sobre decisões de financiamento mais baratas, que apresentem o menor contingente de custo de capital e mais, que forneçam uma contribuição para a obtenção de uma estrutura de capital ótima, utilizando um mix de financiamentos e considerando o *trade-off* de risco e retorno. Conseqüentemente, o desempenho esperado e a criação de valor poderão acontecer conforme as pretensões dos sócios, proprietários e ou acionistas.

A próxima seção apresenta informações detalhadas acerca da estrutura de capital e as teorias que contribuem para o esclarecimento das decisões relacionadas à utilização de capital próprio ou de capital de terceiros.

3.2 Teorias relacionadas a estrutura de capital

As organizações, para prover seus fluxos operacionais, requerem recursos distintos e ou específicos, capazes de atender às suas estratégias de produção de bens e serviços (Barney, 1991). Essas estratégias, conseqüentemente, contribuem para a criação de valor e maximização do desempenho da organização. Nesse sentido, é necessário que as organizações estabeleçam definições de forma assertiva e se assegurem de como esses recursos serão obtidos e aplicados no patrimônio.

A partir dessa condição relacionada aos recursos e suas estratégias de utilização no negócio da organização, podem-se apresentar as características e ou as condições específicas dos recursos de longo prazo utilizados pelas organizações. Esses recursos representam as fontes de financiamento de suas operações e assim compõem sua estrutura de capital. As análises no campo gerencial centradas nas premissas teóricas da estrutura de capital contribuem para as

decisões de financiamento (Ross et al., 2015), de forma que o ônus financeiro decorrente da utilização dos recursos contraídos seja melhor absorvido nos fluxos operacionais, garantindo assim o desempenho esperado.

A estrutura de capital é apurada por meio das obrigações de longo prazo contraídas pela organização, ou seja, é definida com base nas decisões de financiamento de recursos que direcionam a utilização de capital próprio ou capital de terceiros. Ela é representada pelas obrigações de longo prazo classificadas no passivo não circulante e também pelo patrimônio líquido, sendo o saldo de passivo não circulante a representação do capital de terceiros, e o saldo de patrimônio líquido é a representação de capital próprio (Damodaran, 2004).

Dessa forma, a decisão relacionada à utilização do capital para financiamento das operações também envolve um ônus despendido pela organização para contar o recurso em seus investimentos. Esse custo refere-se ao custo de capital, e nessa ótica destaca-se que o custo de capital pode apresentar diferentes taxas e diferentes formas de mensuração, conforme sua natureza (Vieira, 2008). Isso quer dizer que o capital de terceiros, isto é, os recursos contraídos por meio de empréstimos junto a instituições financeiras, apresenta como custos as taxas de juros e encargos devidos na contratação (Neto & Lima, 2009).

Por outro lado, o custo de capital próprio não pode ser mensurado facilmente, pois exige um critério e ou modelo de mensuração para a apuração do custo. Dentre os modelos utilizados para apuração do custos de capital próprio ressalta-se o *cost asset pricing model* (CAPM) (Vieira, 2008). Em linhas gerais, conforme destacado por Damodaran (2004), esse modelo considera o valor do investimento em relação a um ativo livre de risco e também considera o risco associado ao retorno por meio de uma variável denominada *beta*. Após a mensuração do custo de capital próprio e do capital de terceiros, para apurar o custo total do financiamento das operações, é necessário apurar o custo médio ponderado de capital (CMPC).

Neto e Lima (2009) destacam que o custo médio ponderado de capital diz respeito ao custo associado a todas as fontes de financiamento e demonstra à organização quanto custa utilizar o capital investido em suas operações. Destaca-se que, para mensurar o valor atribuído ao negócio ao final de um período, é necessário conhecer o custo. Percebe-se aí o quão relevante é esse tema para as organizações no campo gerencial.

Diversas pesquisas já abordaram as premissas teóricas da estrutura de capital em suas análises. Algumas delas, são apresentadas no quadro 4. O referido quadro apresenta as

principais contribuições observadas dessas pesquisas e também a descrição sucinta das análises realizadas.

Autor(es) (Ano)	Principais Contribuições observadas	Descrição sucinta
Bastos e Nakamura (2009); Pohlmann e Iudícibus (2010); Correa, Basso e Nakamura (2013); Almeida (2014); Martins et al. (2015); Pereira et al. (2015); Oliveira Santos et al. (2016)	Focadas no campo teórico com análises por meio de evidências do ambiente empírico estudado	Utilizaram as teorias da pecking order, trade off e custos de agência testando as premissas teóricas em ambiente empírico e apurando, por consequência, o poder preditivo das teorias para compreensão das variáveis que influenciam as decisões de financiamento. Portanto, colaborando para o fortalecimento dos conceitos teóricos no campo acadêmico;
Brito, Corrar e Batistella (2007); Valle e Albanez (2012); Loncan e Caldeira (2014); Santos et al. (2014); Silva e Nakamura (2014); Sant'Ana e Silva (2015); Severo, Zani e Diehl (2015); Junior e do Vale (2015); Fonseca, Silveira, e Hiratuka (2016); Mazzioni et al. (2016); Silva e Francisco (2016)	Focadas no campo gerencial com análises de fatores que afetam o desempenho e a posição patrimonial	Analisaram as influências no perfil do endividamento e estrutura de capital decorrentes do dinamismo do ambiente empresarial e ou de um evento expressivo. Também analisaram como essa influência reflete no desempenho das organizações analisadas

Quadro 4 – Breve apresentação de algumas pesquisas sobre estrutura de capital

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ademais, também foram abordadas as teorias sobre a estrutura de capital, dentre as quais destaca-se a teoria de Modigliani e Miller (1963), na qual se afirma que quanto maior a utilização de capital de terceiros, menor será o custo de capital. Portanto, chama-se a atenção para as teorias de Modigliani e Miller (1958) e de Modigliani e Miller (1963) sobre a estrutura de capital e os efeitos das fontes de financiamento no custo do capital. Trata-se de uma das principais teorias nesse campo e por isso as definições desses autores foram utilizadas no escopo de análise desta pesquisa.

Dessa forma, vale esclarecer os detalhes da pesquisa desses autores que, inicialmente em 1958, apontaram que a utilização de capital próprio ou de terceiros no financiamento das operações pelas entidades não resultaria em nenhum efeito reflexo em termos de custos e ou ônus, ou seja, havia uma indeferência quanto a utilização de capital próprio ou de terceiros. Em 1963, os autores consideraram a questão tributária nesse contexto e a partir daí houve um apontamento de que a utilização de capital de terceiros é mais benéfica porque os juros e encargos devidos às instituições financeiras reduzem a base de cálculo do imposto de renda (somente para as empresas que apuram seus tributos federais com base no lucro real). Contudo, para sustentar de forma segura a definição das variáveis independentes necessárias à análise de regressão, outras teorias também foram utilizadas.

Entre essas teorias que tratam da estrutura de capital, esta pesquisa pautou-se nas que privilegiam: *pecking order*, *trade off*, custos de falência, custos de agência e market timing. Tais teorias contribuem para o esclarecimento das variáveis que influenciam o perfil da estrutura de capital das organizações e, nesse sentido, também contribuem de forma significativa para o escopo do trabalho desta pesquisa. Conforme destacado por Damodaran (2004) e Brito, Corrar e Batistella (2007), a teoria da *pecking order* trata de uma hierarquia para as fontes de financiamento, ou seja, as decisões relacionadas à utilização de capital próprio ou capital de terceiros são definidas com base em uma hierarquia das fontes de recursos, e dessa forma sempre ocorrerá a utilização de capital com base em uma sequência hierárquica.

Os autores Bastos e Nakamura (2009); Almeida (2014); Martins et al. (2015); Pereira et al. (2015); e Oliveira Santos et al. (2016) apresentaram em suas pesquisas os resultados obtidos a partir de análises baseadas nas premissas teóricas da *pecking order*. Dentre as principais evidências apresentadas, os autores concluíram que organizações que ajustam seu endividamento conforme suas necessidades e eventualmente destoam da média de endividamento do seu segmento de atuação têm as variáveis que influenciam a estrutura de capital mais bem compreendidas por meio da teoria da *pecking order*.

Em conformidade com Damodaran (2004) e Brito, Corrar e Batistella (2007), ressalta-se que a teoria sobre o *trade off* aborda a questão de um equilíbrio (um balanceamento) da organização ao utilizar recursos próprios e de terceiros. Nesse sentido, a organização busca um mix ótimo de financiamentos que apresente, como consequência, efeito reflexo positivo no custo de capital da organização. As pesquisas de Pohlmann e Iudícibus (2010); Correa, Basso e Nakamura (2013); Loncan e Caldeira (2014); e Pereira et al. (2015) apontaram em seus resultados, de forma generalizada, que a teoria do *trade off* apresenta maior poder preditivo no estudo das variáveis que influenciam a estrutura de capital em relação às demais teorias. Também destacaram a consistência e o poder de explicação dessa teoria.

Vistas as teorias *trade off* e *pecking order*, pode-se concluir que as duas contribuem para a compreensão das variáveis que influenciam o perfil da estrutura de capital, ainda que Pereira et al. (2015) ressaltem que essas teorias devem ser utilizadas em conjunto nos estudos sobre estrutura de capital, não podendo ser consideradas isoladamente no contexto das finanças corporativas. Ademais, o ambiente empresarial e ou segmento de atuação das organizações podem representar uma variável relevante no estudo da estrutura de capital por meio dessas teorias, pois cada organização pode ser influenciada de forma particular pelas condições do

ambiente. Nessa ótica, o ambiente contribui para características específicas da estrutura de capital das organizações (Martins et al., 2015).

Além do ambiente ou segmento de atuação, Brito, Corrar e Batistella (2007) indicam que os fatores risco, tamanho, composição de ativos e crescimento são determinantes da estrutura de capital da empresas. Complementarmente, Valle e Albanez (2012) apresentam as variáveis tamanho e rentabilidade como relevantes para a compreensão do nível de endividamento e destacam a necessidade de observância dessas variáveis nos estudos sobre estrutura de capital.

Pohlmann e Iudícibus (2010) confirmaram em sua pesquisa a relação positiva entre a tributação do lucro e o nível de endividamento, ou seja, com o aumento do nível de endividamento também foi observado e confirmado o aumento do volume de tributação sobre o lucro. Essa evidência divulgada pelos autores colabora para se perceber que a utilização de capital necessita ser flexibilizada no sentido de balancear as fontes de recursos de modo a ser possível gerenciar os efeitos no custo de capital.

Considerando essas evidências do ambiente empírico apresentadas pelos autores, destaca-se que há forte influência da utilização de fontes de recursos sobre a lucratividade ou rentabilidade das organizações. Nessa ótica, o estudo das variáveis que têm reflexo no perfil da estrutura de capital devem englobar: (i) a composição de ativos da organização; (ii) a sua rentabilidade e lucratividade; (iii) o seu tamanho ou porte; e (iv) a liquidez e solvência observadas na gestão dos investimentos. Ademais, as variáveis utilizadas no estudo da estrutura de capital necessitam esclarecer como a organização minimiza os efeitos das fontes de recursos no custo de capital e, dessa forma, como buscam o mix ótimo das fontes de financiamento (Damodaran, 2004).

Quanto às teorias de custos de falência e custos de agência na perspectiva da estrutura de capital, destaca-se que tais teorias abordam principalmente a questão do risco associado à utilização das fontes de financiamento. Por exemplo, a organização pode diversificar seus investimentos e suas aplicações de recursos em ativos fixos devido ao risco associado em suas operações e, conseqüentemente, ponderar suas decisões de financiamento conforme esse risco. Portanto, considerando inicialmente a teoria sobre custos de falência, percebe-se que essa teoria versa principalmente sobre o risco de falência da organização, associado ao excesso de utilização de capital de terceiros (Ross et al., 2015). Em outras palavras, quanto maior a

utilização de capital de terceiros, maior será a possibilidade de descumprimento de compromissos financeiros, refletindo, assim, no custo de falência para a organização.

A teoria de custos de agência no contexto da estrutura de capital trata dos custos e riscos associados ao conflito de interesses entre acionista e credores das organizações. Como consequência desse conflito, podem ocorrer custos capazes de onerar de forma significativa o patrimônio das organizações e, portanto, influenciar a sua estrutura de capital como forma de absorção dos riscos presentes nesse contexto (Neto e Lima, 2009).

É importante complementar que, em conformidade com os autores Damodaran (2004) e Ross et al. (2015), a utilização de capital de terceiros contribui para o aumento da disciplina dos administradores e ou gestores no momento de definir suas decisões operacionais e administrativas sobre os fluxos do negócio da organização. Nessa ótica, a utilização de capital de terceiros fornece uma contribuição significativa para a redução dos conflitos de agência, atuando como disciplinador sobre as decisões dos administradores.

Como resumo, o Quadro 5 apresenta de forma sucinta as teorias relacionadas à estrutura de capital e os possíveis efeitos compreendidos por cada uma dessas teorias. Apresenta também alguns dos autores de referência nos estudos dessas teorias.

Teorias	Descrição sucinta	Autores de referência
Custos de Falência	Existência de riscos relacionados à falência da organização devido à utilização do capital de terceiros em volume expressivo e considerável.	Durand (1952)
<i>Pecking Order</i>	Existência de uma hierarquia de recursos na decisão da utilização das fontes de financiamento.	Donaldson (1961)
M&M	Inicialmente indicaram que há indiferença na utilização de capital próprio ou de terceiros no financiamento das operações. Depois, no estudo subsequente, apontaram como mais vantajosa a utilização de capital de terceiros devido aos benefícios tributários que são deduzidos da base de apuração dos tributos.	Modigliani e Miller (1958) e (1963)
<i>Trade off</i>	Existência de um balanceamento entre a utilização de recursos próprios e recursos de terceiros.	Baxter (1967)
Custos de Agência	Existência de riscos relacionados ao conflito de interesses entre acionistas e credores os custos gerados por esse conflito, que podem influenciar o perfil da estrutura de capital e também as decisões de financiamento das organizações.	Black e Scholes (1973)
Market Timing	Indicam que o histórico das emissões de ações é o principal determinante influenciador do endividamento e, por consequência, da estrutura de capital.	Baker e Wurgler (2002)

Quadro 5 – Teorias relacionadas a estrutura de capital

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Damodaran. (2004). *Finanças Corporativas: teoria e prática*. Porto Alegre: Bookman; Brito, Corrar & Batistella. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19; Rocha, F. D. (2007). A estrutura de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto: uma avaliação empírica de novas proposições teóricas. (Tese de Doutorado em Finanças, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil)

Ainda sobre as teorias que abordam a estrutura de capital, vale complementar e apresentar a teoria do *market timing*. Esta teoria evidencia que os eventos que influenciaram as operações da entidade no passado, principalmente afetando a emissão de ações, são responsáveis pela posição da estrutura de capital no presente (Baker e Wurgler, 2002). Dessa forma, pode-se inferir que a referida teoria considera os eventos do passado observando que o presente é reflexo da habilidade de adaptação às condições do ambiente ao longo do tempo, ou seja, como exemplo: quanto maior o volume de recursos são financiados por meio de capital de terceiros maior também será a influência dessa prática no nível do endividamento de longo prazo e também no saldo do patrimônio líquido.

Como complemento, destaca-se que no cenário em que há a contratação de empréstimos junto a instituições financeiras, principalmente destinados a investimentos em bens tangíveis integrantes do ativo imobilizado, ou seja, investimentos em máquinas, equipamentos e ou construção de edificações, ocorrem conseqüentemente benefícios na estrutura de capital. Esses benefícios se devem à apropriação de juros devidos pelo empréstimo (Modigliani & Miller, 1963) e também por meio da apropriação da depreciação dos bens. Ressalta-se que a depreciação é uma despesa operacional dedutível da base de cálculo dos tributos (para aquelas organizações tributadas com base no lucro real), e os benefícios tributários nesse cenário são ainda maiores, considerando esse tipo de investimento. Esse fato ratifica, portanto, os benefícios da utilização de capital de terceiros em relação à utilização de capital próprio.

Discutidas as premissas teóricas relativas à estrutura de capital e considerando o contexto das operadoras de planos de saúde, ressalta-se que estas, para praticar a sua atividade fim – gerenciar planos de saúde –, necessitam apresentar suficiência de patrimônio líquido. Essa suficiência é medida ou mensurada por meio da margem de solvência. Esse indicador regulatório da margem de solvência já foi descrito nesta pesquisa, mas é importante ressaltar que as operadoras precisam ser suficientes nesse quesito para operar planos de saúde e, a partir dessa suficiência, podem optar pela utilização da fonte de financiamento mais vantajosa, que represente o menor efeito reflexo no custo de capital.

Nessa ótica, a decisão de financiamento por capital próprio ou por capital de terceiros deve considerar o mínimo exigido no campo de regulação da solvência, e, a partir desse mínimo obrigatório, a operadora pode gerenciar suas decisões conforme o cenário mais vantajoso, que reflita positivamente na maximização do desempenho. Entretanto cabe evidenciar que existem outras implicações regulatórias além da margem de solvência. Por exemplo, o lastro dos ativos

garantidores e a necessidade de constituição de provisões técnicas. Essas implicações também podem impactar a decisão sobre a fonte de financiamento das operações.

Nesse sentido, espera-se identificar qual das teorias relacionadas à estrutura de capital delinea melhor o perfil do endividamento das organizações em um segmento regulado por uma autarquia federal, ou seja, qual contribui para a compreensão das influências da ANS no perfil de endividamento das operadoras de planos de saúde, contribuindo, conseqüentemente, para o crescimento e fortalecimento do campo teórico das finanças corporativas relacionadas à estrutura de capital.

3.3 Estrutura de capital no ambiente das operadoras de Planos de Saúde

Vistos os aspectos relevantes sobre a estrutura de capital e também vistas algumas pesquisas no campo teórico das finanças corporativas, vale contextualizar essas premissas teóricas no ambiente das operadoras de planos de assistência à saúde. Conforme apresentado anteriormente neste trabalho, a vigência de normas da agência reguladora pode implicar eventos para as operadoras e daí ocorrer influências significativas nas atividades relacionadas à gestão da carteira de beneficiários. Dentre essas influências destacam-se aquelas focadas nas fontes de financiamento de recursos, as quais podem refletir e comprometer o perfil do endividamento ou da estrutura de capital.

As publicações relacionadas a garantias financeiras e também ao plano de contas padrão podem exigir das operadoras a adequação de seu patrimônio quando forem optar por uma fonte de financiamento específica. Por isso é importante lembrar que as operadoras, para iniciar as suas atividades, precisam apresentar capital mínimo suficiente para honrar compromissos financeiros de médio e longo prazos (conforme RN 209, de 2012 e alterações posteriores). Essa capacidade de honrar compromissos é mensurada por meio do patrimônio líquido e da margem de solvência, já descritos nesta pesquisa. Desse modo, quando a operadora apresenta as condições mínimas para executar suas atividades, atendendo aos requisitos da margem de solvência, ela pode prover os seus fluxos operacionais e administrativos com capital próprio ou capital de terceiros, desde que, obviamente, observe a regulação sobre o plano de contas padrão, ativos garantidores e provisões técnicas.

Destaca-se nesse ambiente que a regulação sobre os ativos garantidores e provisões técnicas por meio das RN's 206 (2009), 209 (2009) e 314 (2012) pode sopesar as decisões sobre financiamento das operadoras. A regulação exige, sobretudo, a garantia da liquidação das dívidas assistenciais e, nesse sentido, a operadora necessita manter recursos garantidores vinculados a essas dívidas assistenciais. Conforme descrito anteriormente, tais dívidas referem-se a obrigações contraídas com a rede credenciada de prestadores por meio da utilização de serviços de saúde pelos beneficiários. Essas obrigações são reguladas pela agência, portanto fica assegurada a liquidação do débito via recursos garantidores vinculados.

Em outras palavras, a operadora necessita destinar recursos financeiros integrantes de suas disponibilidades (caixa ou equivalentes), ou imóveis integrantes de seu ativo fixo (quando esses são de natureza assistencial) para garantir a liquidação dessa dívida e essa condição pode pesar na decisão sobre o financiamento das operações.

Quanto às provisões técnicas, que tratam de dívidas assistenciais, destaca-se que pode ocorrer reflexo na estrutura de capital por meio do efeito das provisões no desempenho, quando ocorre o reconhecimento das despesas assistenciais e, conseqüentemente, reflexo no saldo do patrimônio líquido.

A regulação sobre as provisões técnicas também pode refletir nos saldos do passivo não circulante. Isso ocorre quando há parcelamentos de dívidas que serão exigidas no longo prazo e também quando ocorre a judicialização de eventos de saúde qualificados como passivos contingentes. Todos esses fatos influenciam o perfil da estrutura de capital e podem contribuir para a definição de uma fonte de financiamento como capital próprio ou capital de terceiros.

Assim, é correto afirmar que a estrutura de capital das operadoras de planos de saúde é influenciada pela regulação da agência, podendo ocorrer a utilização de fontes de financiamento em desacordo com as definições estratégicas dos administradores. E ainda, essa condição regulatória também pode comprometer a alavancagem financeira pretendida pela organização. Deve-se explicitar que as organizações que apresentam alavancagem financeira, isto é, as alavancadas, são aquelas que se utilizam de capital de terceiros em volume expressivo e maior do que o capital próprio (Jiambalvo, 2009).

Nesse ambiente das operadoras, decisões de financiamento inadequadas podem resultar em aumento significativo do custo de capital e, portanto, podem onerar de forma desordenada as atividades das operadoras de planos de saúde. Destaca-se que as operadoras necessitam

considerar os efeitos das decisões de financiamento de recursos na estrutura de capital para: (i) remunerar o capital investido por seus sócios e ou acionistas; (ii) constituir a sustentabilidade do negócio; (iii) e ou atender às regras regulatórias da ANS.

Quanto à decisão sobre capital próprio ou capital de terceiros, Ross et al. (2015) apresentam de forma clara e objetiva as características do capital próprio e as do capital de terceiros, ou melhor, descrevem as características do capital próprio *versus* dívidas relacionadas aos efeitos no custo de capital e também relacionadas à possibilidade de falência. Essas características são evidenciadas no Quadro 6, que traz informações sucintas quanto à utilização de cada fonte de financiamento, observando-se as situações em que há pagamento de dividendos, juros sobre capital próprio e juros de empréstimos.

Características	Capital Próprio		Capital de Terceiros
	Dividendos	Juros sobre capital próprio	Juros sobre empréstimos
Quanto aos aspectos tributários	Os dividendos pagos pelas empresas não são uma despesa operacional.	Os juros sobre capital próprio constituem despesa operacional e podem ser deduzidos da receita tributável da pessoa jurídica tributada pelo lucro real.	Os juros são uma despesa operacional e podem ser deduzidos da receita tributável da pessoa jurídica tributada pelo lucro real.
Quanto à inadimplência	As empresas não podem ser forçadas à falência pelo não pagamento de dividendos.	As empresas não podem ser forçadas à falência pelo não pagamento de juros sobre capital próprio.	Uma dívida não paga ainda representa uma obrigação para a empresa e esse não pagamento pode resultar em falência.

Quadro 6 – Capital Próprio *versus* capital de terceiros

Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Ross, S. A. et al. (2015). *Administração financeira*. Porto Alegre: AMGH Editora.

Observa-se que a utilização de capital de terceiros é mais vantajosa no campo das finanças corporativas, pois ocorrem condições favoráveis à redução do custo de capital. Observa-se ainda que o desafio das operadoras é utilizar capital de terceiros com foco na alavancagem financeira da organização e reduzir o custo de capital, de forma a favorecer a criação de valor e o aumento da riqueza dos acionistas, sócios e ou proprietários. Além disso, as operadoras também precisam aderir às premissas regulatórias, fato que torna o gerenciamento dessas organizações uma tarefa complexa que exige, sobretudo, segurança e assertividade de seus gestores nas decisões sobre financiamento.

Conforme já mencionado anteriormente, segundo a teoria sobre a estrutura de capital elaborada por Modigliani e Miller (1963), quanto maior a utilização de capital de terceiros, menor será o custo de capital, o que torna a utilização de capital de terceiros mais vantajosa em relação aos recursos próprios do patrimônio líquido. Sendo assim, é importante que as

operadoras de planos de saúde busquem financiar suas operações por meio de um *trade-off* entre recursos de terceiros e recursos próprios para gerenciar o custo de capital e atender plenamente às implicações regulatórias da ANS.

Por fim, cabe mostrar de forma resumida a contextualização das premissas teóricas da estrutura de capital no ambiente das operadoras. O Quadro 6 apresenta as principais modalidades das operadoras classificadas pela agência reguladora e as informações específicas do ambiente para cada modalidade. Nele se consideram os temas expressivos e relevantes tratados por Damodaran (2004) como forma de comparação e análise de desempenho, considerando as premissas teóricas da estrutura de capital. Deve-se destacar que as modalidades das operadoras demonstradas no Quadro 6 referem-se às principais modalidades que concentram o maior volume de faturamento e também de beneficiários, conforme o Caderno de Informações de Saúde Suplementar divulgado pela ANS.

Além das modalidades evidenciadas, que são: (i) medicina de grupo; (ii) cooperativa médica; (iii) autogestão; (iv) filantropia; e (v) seguradora especializada em saúde, existem outras modalidades em que as operadoras podem ser classificadas e não foram inseridas nesta análise. Contudo vale apresentar o detalhamento das modalidades conforme o referido Caderno. Inicialmente, para a modalidade de medicina de grupo, destaca-se que são classificadas como tal as operadoras contituídas como sociedades empresariais e ou sociedades anônimas que não se enquadram nas condições das demais modalidades.

As cooperativas médicas são aquelas constituídas com a natureza jurídica de cooperativa de trabalho médico, e as operadoras de autogestão são aquelas inseridas num grupo econômico de empresas e não comercializam seu produto no mercado, sendo suas operações restritas ao ambiente do grupo econômico.

Dando continuidade à classificação das operadoras, as constituídas como sendo de filantropia são aquelas que apresentam o certificado de registro no Conselho Nacional de Assistência Social (CNAS) e, assim, não têm como finalidade a obtenção de lucro, e sim um bem comum ou de assistência à população. Por fim, as seguradoras especializadas em saúde são aquelas operadoras que obrigatoriamente trabalham por meio de reembolso de despesas médico-hospitalares e ou despesas odontológicas, além de não comercializarem outro tipo de seguro.

Características da estrutura de capital	Principais modalidades de constituição das operadoras				
	Medicina de Grupo	Cooperativa Médica	Autogestão	Filantropia	Seguradora esp.em saúde
Benefícios tributários	Com a utilização de capital de terceiros ocorre a apropriação de juros que são detutíveis da base de cálculo de tributos.	Com a utilização de capital de terceiros e observando os atos não cooperativos, ocorre a apropriação de juros que são detutíveis da base de cálculo de tributos.	Usualmente, essa modalidade conta com isenções fiscais em suas operações e dessa forma não dispõe de benefícios fiscais com a utilização de capital de terceiros.	Usualmente, essa modalidade conta com imunidade tributária em suas operações e dessa forma não dispõe de benefícios fiscais com a utilização de capital de terceiros.	Com a utilização de capital de terceiros ocorre a apropriação de juros que são detutíveis da base de cálculo de tributos.
Custo de falência	Existência de risco expressivo relacionado à inadimplência dos beneficiários e inadimplência da operadora com seus credores.	A natureza de sociedade cooperativa e a figura do cooperado contribuem para a minimização do risco relacionado à falência e à incapacidade de cumprimento de compromissos de longo prazo.	Com a presença de mantenedor e ou patrocinador, essa modalidade apresenta baixo risco relacionado aos recebíveis e obrigações exigidas no longo prazo.	Existência de risco expressivo relacionado à inadimplência da operadora com seus credores.	Existência de risco expressivo relacionado à inadimplência dos beneficiários e à inadimplência da operadora com seus credores.
Necessidade de flexibilidade	Alta. Essa modalidade pode ponderar suas decisões de financiamento devido aos benefícios fiscais, balanceando assim a utilização das fontes de financiamento.	Alta. Essa modalidade pode ponderar suas decisões de financiamento devido aos benefícios fiscais e assim balancear a utilização das fontes de financiamento.	Baixa. Ocorrendo a flexibilização na utilização das fontes de financiamento, certamente ocorrerão benefícios, mas cada operadora pode apresentar particularidades nas decisões de financiamento.	Baixa. Ocorrendo a flexibilização na utilização das fontes de financiamento, certamente ocorrerão benefícios, mas cada operadora pode apresentar particularidades nas decisões de financiamento.	Alta. Essa modalidade pode influir em suas decisões de financiamento devido aos benefícios fiscais e, assim, balancear a utilização das fontes de financiamento.
Disciplina agregada	Condição geral para todas as modalidades em que a utilização de capital de terceiros contribui para a disciplina dos administradores na condução do negócio e também contribui na definição de decisões seguras e assertivas, em alinhamento com acionistas, sócios, proprietários, mantenedores e/ou patrocinadores.				
Custos de agência	Condição geral para todas as modalidades em que as características do produto ofertado pelas operadoras exigem o monitoramento dos acionistas, sócios, proprietários, mantenedores e ou patrocinadores sobre as ações da administração. O monitoramento deve focar na manutenção dos interesses e nas definições estratégicas. Portanto há risco expressivo nesse cenário.				

Quadro 7 – Efeitos da utilização de capital de terceiros no cenário de atuação das operadoras por modalidade

Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas: Teoria e prática*. Porto Alegre: Bookman Editora.

Essas diferentes modalidades das operadoras podem apresentar particularidades no campo teórico da estrutura de capital. Assim, com a apresentação do Quadro 7, espera-se ter fornecido maior segurança na interpretação dos resultados da análise de regressão.

Hipótese

H₁: As influências dos fatores estratégicos no perfil da estrutura de capital apresentam sentido e intensidade diferentes, quando considerados os períodos anterior e posterior à mudança de regulação do ambiente competitivo.

4 METODOLOGIA

4.1 Qualificação da pesquisa e coleta de dados

Esta pesquisa caracteriza-se como quantitativa e descritiva explicativa, em que a coleta de dados secundários se deu por meio das Demonstrações Contábeis (financeiras) das operadoras em foco. Além das Demonstrações Contábeis, as informações também foram obtidas por meio: (i) das publicações da ANS relacionadas à regulação das operadoras; (ii) das atas de reuniões da Diretoria Colegiada da ANS divulgadas no sítio eletrônico da referida Agência; (iii) dos indicadores financeiros e assistenciais das operadoras divulgados e disponibilizados no sítio eletrônico do “TABNET-ANS”; e (iv) das resoluções e instruções normativas da Agência relacionadas a finanças e contabilidade das operadoras.

4.2 Método de análise

Os dados das Demonstrações Contábeis (financeiras) foram analisados por meio de técnicas de análise financeira, compreendendo indicadores de liquidez, endividamento e ou estrutura de capital e lucratividade. Em sequência, foram analisados também com base na metodologia de estudo de eventos e foi feita um estudo por meio de técnicas estatísticas, como a análise de regressão múltipla.

Apresentam-se, de forma sucinta, algumas informações sobre os métodos de análise. Inicialmente, para a metodologia de estudos de eventos, destaca-se que se trata de um método que investiga um retorno anormal decorrente de um determinado evento e, nessa perspectiva, são mensurados os retornos antes e após os eventos (Campbell, Lo & Mackinlay, 1997). No contexto da presente pesquisa, os eventos são relacionados aos reflexos das normas regulatórias no perfil da estrutura de capital. Sendo assim, não haverá neste estudo eventos decorrentes de retornos anormais, e sim eventos decorrentes de reflexos no perfil da estrutura de capital.

Esclarece-se que o estudo de eventos envolve algumas etapas que são: (i) definição do evento; (ii) seleção da amostra; (iii) mensuração dos retornos normais e anormais; (iv) procedimentos de estimação; (v) procedimentos de teste; (vi) resultados empíricos; e (vii) interpretações e conclusões (Campbell, Lo & Mackinlay, 1997). Quanto à análise de regressão,

destaca-se que, em conformidade com Cooper e Schindler (2016), ela representa um método estatístico amplamente utilizado no cenário acadêmico com foco na investigação das relações entre variáveis.

Nessa perspectiva, vale destacar que as diversas influências na estrutura de capital das operadoras exigem uma análise ampla, capaz de considerar as particularidades do ambiente e todas as possíveis relações entre as variáveis. Por isso foi utilizada a análise de regressão não linear múltipla para o estudo dessas relações. De-Carvalho e Dias (2016) destacam que, em um cenário de diversas relações e influências, um único índice não é suficiente para fornecer uma compreensão abrangente da relação existente entre a variável dependente e os demais constructos de interesse.

Relembra-se aqui que o evento considerado para análise será o ocorrido no ano de 2009, quando entrou em vigência as RNs 206 (2009) e 209 (2009). Conforme mencionado na Seção 2 da presente pesquisa, essas normas interferem de forma significativa nas formas de apuração do patrimônio líquido da operadora. Essa interferência acontece por meio: (i) da apropriação do resultado com base na *pro rata* dia da cobertura assistencial do contrato de plano de saúde; (ii) da reversão da provisão de risco; e (iii) da exigência de constituição de margem de solvência que pode contribuir para o aporte de capital pelos sócios, proprietários e ou mantenedores da operadora com foco no cumprimento da norma.

Para esta análise, é necessário definir as variáveis independentes que contribuem para o esclarecimento do perfil da estrutura de capital das operadoras. Assim, foram utilizados como variáveis: (i) os investimentos em ativos fixos; (ii) os investimentos em sociedades coligadas e ou controladas; (iii) a folga financeira; (iv) a capacidade de geração de resultado das atividades assistenciais; e (iv) o porte da operadora, dados obtidos por meio dos indicadores financeiros, observando-se os períodos antes e após o evento. Os demais dados obtidos, como as atas da diretoria colegiada e as publicações da ANS relacionadas à regulação da saúde suplementar foram estudados por meio de análise de conteúdo.

O Quadro 8 demonstra as variáveis dependente e independentes utilizadas para a análise de regressão. Vistas as variáveis dependente e independentes, deve-se apresentar o dedobrimento da hipótese H_1 (Quadro 9) especificamente para cada variável independente para apresentar de forma mais clara o direcionamento e foco da análise da presente pesquisa. Assim, os Quadros 8 e 9 mostram essas informações, considerando as variáveis independentes e as

informações relacionadas à hipótese H1, respectivamente.

Variáveis	Descrição	Indicador
Dependente	Estrutura de capital	Grau de alavancagem financeira
Independente	Ativo fixo	Imobilização do capital próprio
Independente	Investimentos em sociedades controladas e ou coligadas	Relação dos investimentos classificados no ativo não circulante com o patrimônio líquido
Independente	Folga financeira	Indicadores de liquidez
Independente	Resultado	Margem EBITDA
Independente	Porte da operadora	Quantidade de vidas da operadora

Quadro 8 – Variáveis da análise de regressão

Fonte: Elaborado pelo autor.

Variáveis Independentes	Hipótese	Desdobramento da hipótese
Aumento do Ativo Fixo	H _{1.1}	As operadoras aumentam o capital social por meio de bens tangíveis do ativo imobilizado.
Aumento dos Investimentos em sociedades controladas e ou coligadas	H _{1.2}	As operadoras aumentam investimentos de recursos em outras entidades como forma de financiamento, por meio da apropriação do resultado de equivalência patrimonial.
Aumento da Folga financeira	H _{1.3}	As operadoras aumentam reservas financeiras por meio de capital de terceiros.
Aumento do Resultado	H _{1.4}	As operadoras aumentam o resultado tomando este como a principal fonte de financiamento.
Porte da operadora	H _{1.5}	Operadoras de grande porte são mais alavancadas que operadoras de médio e pequeno porte.

Quadro 9 – Desdobramando da hipótese especificamente para cada variável independente

Fonte: Elaborado pelo autor.

O indicador do grau de alavancagem financeira utilizado para mensurar a variável dependente da estrutura de capital indica qual é o nível de alavancagem da entidade analisada, ou seja, quanto de capital de terceiros contribui para o financiamento das atividades. Quanto maior o resultado desse indicador, maior será a utilização de capital de terceiros. Relativamente ao indicador da imobilização do capital próprio, ele representa quanto dos recursos do patrimônio líquido estão comprometidos com investimentos em ativos fixos. Nesse sentido, destaca-se que as operadoras podem construir um estrutura fixa expressiva e utilizá-la como forma de garantia para a liquidação das provisões técnicas, como por exemplo: (i) constituição de rede própria de atendimento; (ii) aquisição de equipamentos médico-hospitalares, entre outros bens tangíveis de natureza permanente.

Os investimentos em sociedades coligadas e ou controladas podem representar uma alternativa para as operadoras obterem recursos que fortaleçam a posição patrimonial e, conseqüentemente, contribuam para a aderência da operadora às normas da agência reguladora. Por meio desse indicador, realiza-se a mensuração do comprometimento dos recursos do

patrimônio líquido com os investimentos em sociedades coligadas e ou controladas . Nessa perspectiva, esclarece-se que as operadoras podem incorrer nesse tipo de investimento para fortalecer seu patrimônio por meio de resultados superavitários apropriados pela equivalência patrimonial.

Quanto à variável da folga financeira, é importante esclarecer que se trata de um conceito amplo que engloba não somente a capacidade da entidade de converter ativos em recursos financeiros, mas também abrange a geração de recursos necessários para a continuidade do negócio (Campos & Nakamura, 2013). Sendo assim, os indicadores de liquidez fornecem uma ideia da capacidade de pagamento e, conseqüentemente, apresentam a disponibilidade de recursos para pagamento das dívidas de curto prazo, quando se consideram os indicadores de liquidez imediata e corrente; e pagamento das dívidas de longo prazo, quando se considera o indicador de liquidez geral.

Diversas pesquisas já discutiram essas ideias em suas análises, entre as quais estão as pesquisas de Goldszmidt (2010), que utilizou a folga organizacional (conceito mais amplo que folga financeira), e a pesquisa de Campos e Nakamura (2013), que também utilizou o conceito de folga financeira e considerou o indicador da liquidez seca para a mensuração do indicador.

A variável da margem EBTIDA indica quanto das receitas líquidas de contraprestações representa o resultado operacional da operadora (resultado livre de depreciação e amortização, juros e tributos). Dessa forma, a variável da margem EBTIDA significa uma medida de como a operadora constrói recursos no seu patrimônio líquido provenientes de sua atividade fim, demonstrando, assim, quão eficiente ela é na geração de resultado e ou no seu desempenho.

Por fim, a variável do porte da operadora oferece uma ideia do tamanho da operadora, pois certamente esse tamanho pode influenciar as análises, já que entidades de pequeno porte não devem ser analisadas diretamente, tampouco comparadas com as demais operadoras que atuam no segmento da saúde suplementar com porte diferente. Isso porque, em uma análise com esse direcionamento, certamente haveria maior risco de vieses e interpretações errôneas nas análises. Assim, a utilização da variável tamanho contribui para a redução de vieses e interpretações errôneas nas análises.

Quanto às fórmulas utilizadas para a mensuração das variáveis dependente e independentes, o Quadro 10 apresenta o detalhamento do cálculo necessário para a obtenção de cada indicador.

Indicador	Fórmula	Descrição
Aumento do Grau de alavancagem financeira (GAF)	$\frac{\text{Return on Equity (ROE)}}{\text{Return on Assets (ROA)}}$	Para resultados superiores a 1, maior será a alavancagem financeira da organização e também maior será a utilização de capital de terceiros.
Aumento da Imobilização do capital próprio (AImob)	$\frac{\text{Ativo Imobilizado (AImob)}}{\text{Patrônio Líquido (PL)}}$	Quanto menor o indicador, menor será o volume de comprometimento dos recursos próprios com o Ativo Fixo da organização.
Aumento dos Investimentos em sociedades controladas e ou coligadas (AInvest)	$\frac{\text{Ativo Investimentos (AInvest)}}{\text{Patrônio Líquido (PL)}}$	Quanto menor o indicador, menor será o volume de comprometimento dos recursos próprios com os investimentos de longo prazo da organização.
Aumento da Folga financeira compreendendo os indicadores de liquidez imediata (LI), liquidez corrente (LC) e liquidez geral (LG)	$LI = \frac{\text{Ativo Disponível (AD)}}{\text{Passivo Circulante (PC)}}$ $LC = \frac{\text{Ativo Circulante (AC)}}{\text{Passivo Circulante (PC)}}$ $LG = \frac{\text{Ativo Circulante (AC)} + \text{Ativo Realizável a longo prazo (ARLP)}}{\text{Passivo Circulante (PC)} + \text{Exigível a longo prazo (ELP)}}$	Para resultados superiores a 1, maior será a liquidez da organização e existirá o valor correspondente ao índice para quitação de R\$ 1,00 de dívida.
Aumento do Resultado Margem EBTIDA (ME)	$\frac{\text{Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA)}}{\text{Receita Líquida (RL)}}$	Indica quanto da receita líquida produzida em um período por uma organização resultou em desempenho operacional, antes dos juros, tributos, depreciação e amortização.
Porte da operadora (DUMPORT)	<p>Grande: Maior que 100.000 beneficiários (DUMPORT0)</p> <p>Média: Maior que 50.000 e menor que 100.000 beneficiários (DUMPORT2)</p> <p>Pequena: Menor que 50.000 beneficiários (DUMPORT1)</p>	<p>Quantidade de vidas maior que 100.000 beneficiários considera-se operadoras de grande porte.</p> <p>Quantidade de vidas maior que 50.000 beneficiários e menor que 100.000 beneficiários considera-se operadoras de médio porte.</p> <p>Quantidade de vidas menor que 50.000 beneficiários considera-se operadoras de pequeno porte.</p>

Quadro 10 – Indicadores

Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Jambalvo, J. (2009). *Contabilidade Gerencial*. Rio de Janeiro: Editora LTC; AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR (ANS). 2016. <www.ans.gov.br>. Recuperado em 03 fev., 2017.

4.3 População

A pesquisa considerou a totalidade das operadoras de Planos de Assistência à Saúde que atuam no cenário brasileiro e que são, conseqüentemente, reguladas pela Agência Nacional de Saúde (ANS). Obviamente, para executar o modelo de análise, foi necessário utilizar filtros para reduzir possíveis vieses nas análises. Tais filtros são descritos nas seções subsequentes.

4.4 Amostra

Quanto à amostra, destaca-se que as informações das operadoras são amplamente divulgadas pela ANS em seu sítio eletrônico. É importante lembrar que a seleção da amostra considerou, necessariamente, as operadoras que se mantiveram ativas e solventes no período analisado. Também devem ser lembradas as intervenções da ANS por meio de direção fiscal nesse período, ou seja, foram excetuadas da amostra as operadoras que encerraram suas operações e também aquelas que passaram por direção fiscal, pois essas condições podem contribuir para a ocorrência de vieses na análise de regressão. Portanto esse filtro contribui para a segurança da análise e da interpretação dos resultados.

A análise dos dados secundários considerou 739 operadoras com dados de 2007 até 2016, compreendendo um intervalo de 10 anos. Para selecionar essas 739 operadoras, foram utilizados os seguintes filtros: (i) operadoras em que não foi possível apurar o balanço patrimonial por meio das informações disponibilizadas no sítio eletrônico da ANS; (ii) operadoras com receita de contraprestações líquidas inferior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais) no ano calendário; (iii) operadoras em que ocorreu erro no cálculo dos indicadores devido a informações insuficientes para cálculo; e (iv) operadoras que não apresentaram informações em um dos anos do período analisado, ou seja, não estiveram ativas ao longo desses 10 anos. Essas operadoras foram excluídas da amostragem e escopo de análise.

5 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

As Tabelas 1 e 2 na sequência apresentam a estatística descritiva dos dados da amostra no período de 2007 a 2016, compreendendo um período de 10 anos.

Tabela 1

Estatística descritiva dos dados da pesquisa de 2007 até 2011

Ano	Variável	Média	Moda	Mediana	Variância	Desvio Padrão
2007	GAF	4,86	-	2,55	158,49	12,59
	A.Imob.	1,07	-	0,40	12,67	3,56
	A.Invest.	0,25	-	0,03	3,21	1,79
	LI	0,83	-	0,25	12,84	3,58
	LC	6,57	-	1,43	14.017,76	118,40
	LG	1,59	-	1,06	10,41	3,23
	ME	0,06	-	0,01	3,54	1,88
2008	GAF	1,88	-	2,65	2.246,96	47,40
	A.Imob.	0,57	-	0,46	42,38	6,51
	A.Invest.	0,17	-	0,03	0,47	0,68
	LI	0,67	-	0,16	8,54	2,92
	LC	2,43	-	1,42	53,75	7,33
	LG	1,47	-	0,96	6,87	2,62
	ME	- 0,13	-	- 0,03	0,93	0,96
2009	GAF	18,66	-	2,74	119.393,93	345,53
	A.Imob.	0,00	-	-	0,00	0,00
	A.Invest.	0,64	-	0,03	192,93	13,89
	LI	0,14	-	0,07	0,05	0,22
	LC	2,16	-	1,41	32,20	5,67
	LG	1,60	-	1,14	3,26	1,81
	ME	- 0,18	-	- 0,06	1,22	1,10
2010	GAF	3,27	-	2,40	83,70	9,15
	A.Imob.	0,66	-	0,39	3,76	1,94
	A.Invest.	0,13	-	0,02	0,50	0,71
	LI	0,17	-	0,07	0,09	0,31
	LC	2,29	-	1,53	12,88	3,59
	LG	1,74	-	1,17	4,99	2,23
	ME	- 0,22	-	- 0,06	1,31	1,14
2011	GAF	3,54	-	2,43	1.453,98	38,13
	A.Imob.	0,77	-	0,36	102,50	10,12
	A.Invest.	0,11	-	0,03	58,94	7,68
	LI	0,14	-	0,05	0,10	0,32
	LC	2,20	-	1,49	14,16	3,76
	LG	1,68	-	1,21	4,21	2,05
	ME	- 0,23	-	- 0,09	1,48	1,21

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa.

Vale comentar os resultados da estatística descritiva, aqueles mais significativos e que representam outliers. Dentre eles, inicialmente apresenta-se a variância e desvio padrão em 2007 para a variável LC. O resultado de 3.218,58 de variância é consequência do caso de uma operadora que apresenta saldo de aplicações financeiras não vinculadas muito expressivo e maior em relação aos passivos de curto prazo. Nesse caso, o saldo de aplicações equivale a R\$ 250 milhões enquanto os passivos de curto prazo equivalem a R\$ 19 milhões, portanto, implicando em um índice expressivo e por consequência em uma distância em relação às demais operadoras na base de dados. Essa operadora é a 342611-ECONOMUS INSTITUTO DE SEGURIDADE SOCIAL.

No ano de 2008, em que foi observado a variância e desvio significativo para a variável GAF, deve-se aos casos das seguintes operadoras com seus respectivos resultados no cálculo do índice: (i) 314251-CAIXA ASSISTENCIAL UNIVERSITÁRIA DO RIO GRANDE DO SUL (Resultado: -223,72); (ii) 392804-CENTRO CLÍNICO GAÚCHO LTDA (Resultado: -306,59); (iii) 394271-ASSOCIAÇÃO DOS FUNCIONÁRIOS PÚBLICOS DO ESPÍRITO SANTO (Resultado: 111,14); (iv) 412759-TERRAMAR ADMINISTRADORA DE PLANO DE SAUDE (Resultado: -1.206,00). Para as duas primeiras e a última operadoras mencionadas, existe passivo a descoberto no ano de 2008, para a terceira, há resultado deficitário ou prejuízo. Quanto a situação de passivo a descoberto esclarece-se que é a situação em o patrimônio líquido apresenta saldo devedor e ou negativo.

Quanto ao ano de 2009, em que também foi observado a variância e desvio significativo para a variável GAF, deve-se aos casos das seguintes operadoras com seus respectivos resultados no cálculo do índice: (i) 328073-UNIMED DE VOTUPORANGA - COOPERATIVA DE TRABALHO MÉDICO (Resultado: 9.343,08); (ii) 344150-UNIMED DE SERTAOZINHO - COOPERATIVA DE TRABALHO MÉDICO (Resultado: 107,79); (iii) 349755-SMEDSJ - SERVIÇOS MÉDICOS SÃO JOSE LTDA (Resultado: 580,34); (iv) 412759-TERRAMAR ADMINISTRADORA DE PLANO DE SAUDE (Resultado: 800,69). Ocorreu apuração de déficit ou prejuízo para todas essas operadoras no ano de 2009 e, portanto, justificando os resultados da estatística descritiva.

Já o ano de 2011, em que também foi observado a variância e desvio significativo para a variável GAF, deve-se aos casos das seguintes operadoras com seus respectivos resultados no cálculo do índice: (i) 309401-HOSPITAL NOSSA SENHORA DAS GRAÇAS LTDA. (Resultado: 160,67); (ii) 343315-UNIMED MONTE CARMELO COOPERATIVA DE

TRABALHO MÉDICO (Resultado: 135,21); (iii) 363286-UNIMED DE TAUBATÉ COOPERATIVA DE TRABALHO MÉDICO (Resultado: -510,21); (iv) 392391-HOSPITAL MARECHAL CÂNDIDO RONDON LTDA (Resultado: -252,88); (v) 392804-CENTRO CLÍNICO GAÚCHO LTDA (Resultado: 814,37). Todas essas operadoras apresentaram déficit ou prejuízo e cabendo destaque para a quarta operadora que além do resultado negativo também apresentou passivo a descoberto.

Para o ano de 2012 as operadoras: (i) 309192-SAMED - SERVIÇOS DE ASSISTÊNCIA MÉDICA, ODONTOLÓGICA (Resultado: 139,59); e (ii) 385255-UNIHOSSAÚDE S.A. (Resultado: -2273,11); também foi observado a variância e desvio significativo para a variável GAF. Essas operadoras apresentaram em 2012 resultado deficitário ou prejuízo e a última também apresentou passivo a descoberto.

Em 2013 os outliers também são devidos a resultado deficitário ou prejuízo que influenciaram a variável GAF implicando em índices expressivos em relação às demais operadoras da base de dados. Assim, as operadoras que justificam o resultado da variância e desvio padrão da variável GAF são: (i) 303976-UNIMED DE BELÉM COOPERATIVA DE TRABALHO MÉDICO (Resultado: 319,96); (ii) 309192-SAMED - SERVIÇOS DE ASSISTÊNCIA MÉDICA, ODONTOLÓGICA (Resultado: 957,17); (iii) 313971-FEDERAÇÃO DAS SOCIEDADES COOPERATIVAS DE TRABALHO MÉDICO (Resultado: 196,25); (iv) 326356-SERVMED SAÚDE LTDA (Resultado: 4.325,92); (v) 351563-BELO DENTE ODONTOLOGIA LTDA. (Resultado: 816,26); (vi) 363774-UNIMED TERESÓPOLIS COOPERATIVA DE TRABALHO (Resultado: 211,13). A operadora SERVMED ainda apresentou passivo a descoberto.

Por fim, para o ano de 2015 em que também foi observado a variância e desvio significativo para a variável GAF, deve-se aos casos das seguintes operadoras com seus respectivos resultados no cálculo do índice: (i) 310042-UNIODONTO DE SÃO PAULO COOPERATIVA ODONTOLÓGICA (Resultado: 149,26); (ii) 310107-UNIODONTO DE SALVADOR - COOPERATIVA DE TRABALHO (Resultado: 137,16); (iii) 333221-AMHPLA COOPERATIVA DE ASSISTENCIA MEDICA (Resultado: 1.958,48); (iv) 351091-FREE LIFE OPERADORA DE PLANOS DE SAÚDE LTDA (Resultado: -214,66). Essas operadoras apresentaram em 2015 resultado deficitário ou prejuízo e a última também apresentou passivo a descoberto.

Tabela 2

Estatística descritiva dos dados da pesquisa de 2012 a 2016

Ano	Variável	Média	Moda	Mediana	Variância	Desvio Padrão
2012	GAF	0,24	-	2,52	7.066,10	84,06
	A.Imob.	0,47	-	0,35	24,98	5,00
	A.Invest.	0,17	-	0,03	0,73	0,85
	LI	0,12	-	0,05	0,05	0,22
	LC	2,17	-	1,44	14,32	3,78
	LG	1,68	-	1,20	4,31	2,08
	ME	- 0,19	-	- 0,07	1,10	1,05
2013	GAF	12,82	2,35	2,67	27.641,50	166,26
	A.Imob.	1,74	-	0,38	352,26	18,77
	A.Invest.	0,25	-	0,04	1,93	1,39
	LI	0,14	0,39	0,05	0,09	0,30
	LC	1,93	4,73	1,34	7,32	2,70
	LG	1,56	1,68	1,15	2,64	1,63
	ME	0,04	1,57	0,04	0,07	0,26
2014	GAF	3,46	-	2,63	89,15	9,44
	A.Imob.	0,74	-	0,32	25,18	5,02
	A.Invest.	0,19	-	0,04	2,11	1,45
	LI	0,12	-	0,05	0,08	0,28
	LC	1,95	-	1,39	7,57	2,75
	LG	1,62	-	1,20	3,11	1,76
	ME	0,07	-	0,05	0,05	0,22
2015	GAF	5,60	-	2,52	5.317,17	72,92
	A.Imob.	1,05	-	0,32	145,07	12,04
	A.Invest.	0,08	-	0,04	2,41	1,55
	LI	0,11	-	0,04	0,10	0,31
	LC	1,92	-	1,43	5,84	2,42
	LG	1,63	-	1,25	2,68	1,64
	ME	0,08	-	0,05	0,51	0,71
2016	GAF	2,40	-	2,36	287,15	16,95
	A.Imob.	0,39	-	0,28	29,10	5,39
	A.Invest.	0,15	-	0,04	0,48	0,70
	LI	0,10	-	0,03	0,06	0,24
	LC	1,98	-	1,46	6,95	2,64
	LG	1,72	-	1,25	6,32	2,51
	ME	0,06	-	0,04	0,21	0,46

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa.

Lembra-se que a etapa inicial da análise da pesquisa consistiu na apuração dos balanços patrimoniais das operadoras com base nas informações divulgadas pela ANS de 2007 a 2016 (informações divulgadas por meio da entrega dos demonstrativos de informações de

operadoras de planos de saúde [DIOPS]) e constituiu-se também da apuração das demonstrações de resultado. Conforme destacado na seção anterior, essas informações são necessárias para mensuração dos indicadores e, conseqüentemente, são necessárias para a mensuração das variáveis dependente e independentes. A partir da apuração dos demonstrativos, foram aplicados os filtros necessários para a redução de *outliers* e vieses na execução das análises. Em seguida foi calculada a estatística descritiva dos dados dessa amostra que compreende informações de 739 operadoras. Conforme se verificou, as Tabelas 1 e 2 apresentadas demonstram a estatística descritiva no período proposto.

Contudo houve a necessidade de padronização dos dados e por isso foi necessária a construção de um novo modelo de análise, capaz de avaliar de forma segura e confiável a existência de relações entre as variáveis. Dessa forma, para a construção do modelo de análise de regressão, que foi o efetivamente utilizado para a análise e compreensão dos dados, destaca-se que houve a validação deles por meio dos seguintes testes: (i) Teste de Tukey; (ii) Kolmogorov-Smirnov; e (iii) Durbin-Watson.

Durante a execução do processamento do modelo, considerou-se para validação da padronização somente aqueles dados entre o intervalo de -2 (menos dois) até 2 (dois). O período de análise do modelo foi adequado em decorrência da padronização dos dados e, assim, a análise passou a compreender o período de 2007 até 2012, sendo excetuado o de 2013 a 2016. Quando foi considerado todo o período (2007 a 2016), havia uma quantidade significativa de *outliers* e possibilidades de vieses nas análises.

O novo modelo de análise exigiu um ajuste na base de dados, com a retirada dos termos relativos a dados de operadoras que apresentaram dados negativos para as variáveis GAF e AImob. Os resultados desses indicadores e ou variáveis referem-se às seguintes situações: (i) déficit e ou prejuízo; e (ii) passivo a descoberto, respectivamente. Assim, esclarece-se que a manutenção desses dados contribui para a apresentação de *outliers*, justificando os ajustes na base de dados para análise. Havia anteriormente na base de dados 7.390 casos relativos a 739 operadoras por ano. Após a padronização, foram consideradas para execução do modelo 874 casos no período anterior ao evento, de 2007 até 2009 e 1.320 casos no período após o evento, de 2010 até 2012. Destaca-se ainda que a variável DUMPORT e o período antes e após o evento (DUMPERÍODO) foram considerados como *dummies* para a execução da análise.

Outra questão relativa ao novo modelo de análise é que houve evidências na relação dos casos para a construção de análises por meio de modelos de relação cúbica. Entretanto o modelo cúbico apresenta forte multicolinearidade, o que compromete sua robustez, bem como sua adoção (De-Carvalho & Dias, 2016). Portanto o modelo quadrático mostrou-se adequado para a presente pesquisa, ratificando, assim, as premissas de análise evidenciadas por De-Carvalho e Dias (2016). Com relação à análise de regressão antes do evento no ano de 2009, a Tabela 3 e o Gráfico 1 na sequência apresentam as informações da relação da variável dependente GAF, considerando 874 casos da amostra.

Tabela 3

Resultados da análise de regressão antes do evento de 2009

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Colinearidade Estatística	
	B	Erro padrão	Beta			Tolerância	Fator de Inflação de Variância
ATIMOB	1,842	0,042	0,563	43,589	0,000	0,727	1,376
AINVEST	2,548	0,230	0,275	11,065	0,000	0,196	5,107
AINVEST ²	-0,211	0,091	-0,053	-2,312	0,021	0,230	4,342
LG	-0,559	0,086	-0,193	-6,476	0,000	0,137	7,308
ME	0,368	0,083	0,050	4,450	0,000	0,951	1,051
LC	1,730	0,089	0,914	19,437	0,000	0,055	18,216
LC ²	-0,232	0,016	-0,427	-14,726	0,000	0,145	6,911

a. DUMPERIODO = 0 b. Variável Dependente: GAF c. Regressão linear a partir da origem

Fonte: Elaborada pelo autor.

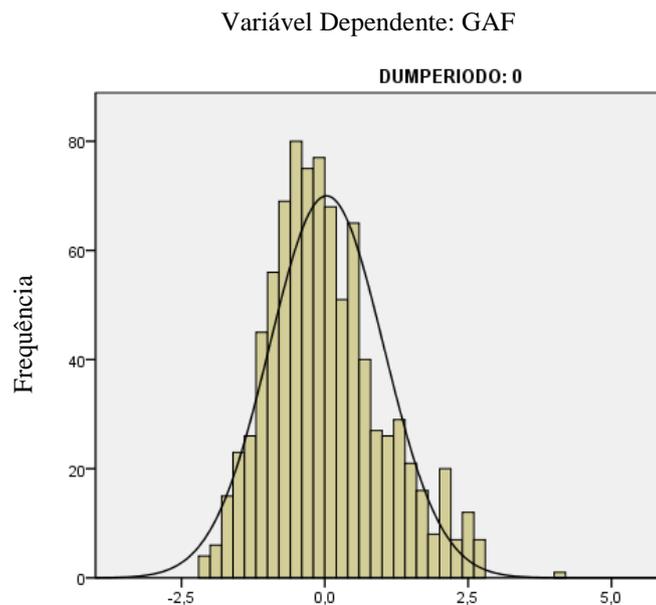


Gráfico 1 – Histograma da análise e padronização dos resíduos antes do evento de 2009

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com relação à análise de regressão após o evento, no ano de 2009, a Tabela 4 e o Gráfico 2, na sequência, apresentam as informações da relação da variável dependente GAF, considerando 1.320 casos da amostra.

Tabela 4
Resultados da análise de regressão após o evento de 2009

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Colinearidade Estatística	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	Fator de inflação de variância
ATIMOB	1,882	0,046	0,521	41,228	0,000	0,584	1,713
AINVEST	2,792	0,213	0,317	13,102	0,000	0,160	6,260
AINVEST ²	-0,423	0,097	-0,097	-4,380	0,000	0,189	5,286
LG	0,472	0,116	0,238	4,065	0,000	0,027	36,855
LG ²	-0,074	0,015	-0,183	-5,085	0,000	0,072	13,908
ME	-0,423	0,082	-0,076	-5,137	0,000	0,423	2,362
ME ²	-0,212	0,032	-0,097	-6,581	0,000	0,430	2,328
DUMPORT ¹	0,187	0,111	0,047	1,679	0,093	0,120	8,355
DUMPORT ²	0,290	0,140	0,028	2,072	0,038	0,522	1,917
LC	0,548	0,090	0,369	6,085	0,000	0,025	39,369
LC ²	-0,052	0,011	-0,174	-4,724	0,000	0,068	14,621

a. DUMPERIODO = 1 b. Variável Dependente: GAF c. Regressão linear a partir da origem

Fonte: Elaborada pelo autor.

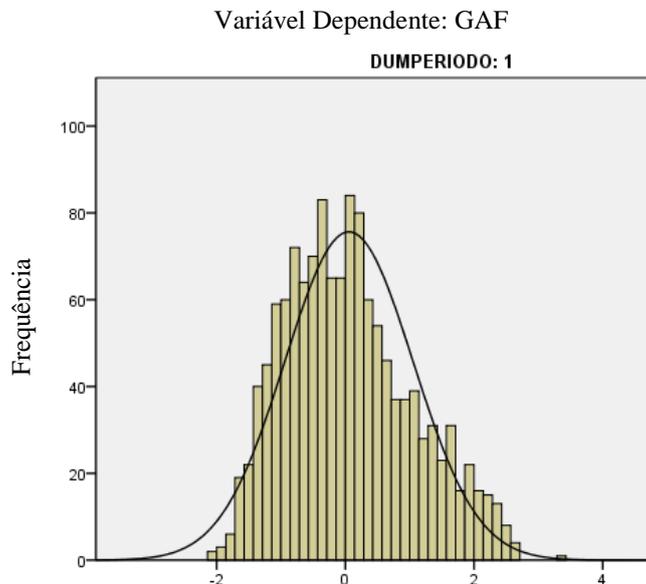


Gráfico 2 – Histograma da análise e padronização dos resíduos após o evento de 2009

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir do processamento do modelo, apurou-se uma relação quadrática na relação da variável dependente com as seguintes variáveis: (i) AInvest e LC antes do evento do ano de

2009; e (ii) AInvest, LG, ME, DUMPORT (relativas ao porte da operadora e considerando como variável *dummy*), e LC após o evento do ano de 2009. Nesse sentido, destaca-se que ocorreram, para algumas variáveis, relações lineares antes do evento, no ano de 2009, e relações quadráticas após o evento, no ano de 2009. Essas relações estão descritas no Quadro 11 e, por representarem uma mudança e ou alteração das evidências de análise antes e após o evento no ano de 2009, são destacadas nesse Quadro e compreendidas como as relações mais significativas no contexto desta análise.

Variáveis	Relações antes do evento (DUMPERIODO0)	Relações após o evento (DUMPERIODO1)	Desdobramento da Hipótese
AI mob	Linear Positiva	Linear Positiva	As operadoras aumentam o capital social por meio de bens tangíveis do ativo imobilizado.
AInvest	Quadrática Negativa	Quadrática Negativa	As operadoras aumentam investimentos de recursos em outras entidades como forma de financiamento, por meio da apropriação do resultado de equivalência patrimonial.
LG	Linear Negativa	Quadrática Negativa	As operadoras aumentam reservas financeiras por meio de capital de terceiros.
LC	Quadrática Negativa	Quadrática Negativa	
LI	Não há relação	Não há relação	
ME	Linear Positiva	Quadrática Negativa	As operadoras aumentam o resultado tomando este como a principal fonte de financiamento.
DUMPORT	Não há relação	Quadrática Positiva	Operadoras de grande porte são mais alavancadas que operadoras de médio e pequeno porte.

Quadro 11 – Tipos de relações na análise de regressão antes e após o evento, no ano de 2009
Fonte: Elaborado pelo autor.

As informações comparativas do quadro 11 permitem observar que houve alteração de intensidade e sentido antes e após o evento para as variáveis LG, ME e DUMPORT, e assim confirmando a hipótese H_1 apresentada ao final da seção do referencial teórico. Para as demais variáveis não ocorreu alteração de intensidade (linear ou quadrática) e não ocorreu alteração de sentido (positiva ou negativa). As mudanças percebidas antes e após o evento nas relações são detalhadas no texto desta seção tanto as relações com mudanças de intensidade e sentido e também as relações em que não ocorreu mudança. Embora tenha sido mantido a intensidade e sentido da relação nessas relações ainda há evidência do modelo de regressão que também fornece contribuições para a interpretação dos resultados e análises da pesquisa.

Em seguida, abordando inicialmente a variável AI mob, em que há relação linear antes e após o evento, verifica-se que a interpretação relacionada a essa análise é de quanto mais alavancada é a operadora, maior também será o comprometimento dos recursos do patrimônio líquido com a imobilização de bens tangíveis no ativo imobilizado. Nesse sentido, a hipótese

relacionada à variável afirma que as operadoras aumentam o seu capital social e, conseqüentemente, aumentam também o seu patrimônio líquido por meio de bens tangíveis do ativo imobilizado.

Em contraponto, o modelo de regressão evidenciou que, com o aumento do capital de terceiros, o ativo imobilizado também aumentou sua representatividade no patrimônio líquido. Disso se infere que as operadoras não realizaram aportes de capital social ou aumentaram sua estrutura fixa para cumprir obrigações regulatórias de constituição da margem de solvência e ou destinaram recursos para investimentos em rede própria. Os investimentos em rede própria podem ocorrer com a construção e ou aquisição de hospitais, clínicas e ou ambulatórios.

Destaca-se ainda que investimentos dessa natureza podem contribuir para o aprimoramento da gestão do custo assistencial e também para o melhor gerenciamento dos programas de promoção da saúde e prevenção de doenças (Koyama, 2006; Rest, Trautsamwieser & Hirsch, 2012). Por fim, as evidências do modelo indicam que, para essa variável, há tendência para utilização de capital de terceiros pelas operadoras em relação aos investimentos de recursos em bens tangíveis do ativo fixo e também que não houve influência significativa do evento no ano de 2009.

Quanto à variável AInvest, a relação apurada por meio do modelo de regressão foi uma relação quadrática antes e após o evento. Essa variável buscou explicar a situação de destinação de recursos pelas operadoras para investimentos em sociedades coligadas e ou controladas em que ocorre a apropriação de resultado por equivalência patrimonial, considerando também o comprometimento dos recursos do patrimônio líquido com esses investimentos. Assim, as interpretações das evidências do modelo são de que quanto maior o nível de endividamento, maior será o volume de investimentos até determinado ponto a partir do qual ocorre a redução até o final do período analisado. Essa situação se mostra antes e após o evento no ano de 2009.

Diante disso, pode-se deduzir que, no período próximo ao evento, ocorreram os níveis mais baixos da relação entre os investimentos e o nível de endividamento, certamente ocorrendo influência das implicações regulatórias naquele ano decorrentes da vigência das normas que modificaram: (i) as formas de apropriação de resultado; (ii) as formas de reconhecimento de dívidas assistenciais; e (iii) a necessidade de constituição de margem de solvência. Assim, as evidências do modelo permitem inferir que o volume de investimentos em relação ao patrimônio líquido não é expressivo, mas a interpretação da relação ao longo do período

analisado aponta para uma tendência de aumento do capital próprio e também do capital de terceiros.

A variável da folga financeira foi mensurada por meio de três indicadores que foram LG, LC e LI e buscou compreender a destinação do capital de terceiros para a constituição de garantias financeiras e ou reservas e aplicações financeiras. Inicialmente, para a LI, que considera somente as disponibilidades na apuração do índice, destaca-se que não houve relação apurada pelo modelo de regressão. Quanto à LG, houve relação linear negativa antes do evento, o que significa que quanto maior o nível de endividamento, maior será o nível dos recursos disponíveis no curto prazo. Já após o evento, houve relação quadrática negativa. Essa relação aponta para uma situação de melhoria de liquidez e solvência até determinado ponto, que diminui até o final do período analisado, certamente devido aos efeitos do evento no ano de 2009.

Para a LC também há evidência de influências do evento do ano de 2009, pois foi observado que os menores níveis de relação ocorreram no período próximo ao evento. Essa observação é percebida por meio da relação quadrática negativa antes e após o evento para essa variável. Dessa forma, é possível inferir que as operadoras não constituem reservas financeiras por meio de capital de terceiros, havendo, portanto, evidências de tendência à utilização de capital próprio para essa constituição e também para o cumprimento das obrigações regulatórias de constituição de garantias financeiras.

Por sua vez, a variável da ME apresentou relação linear positiva antes do evento e relação quadrática negativa após o evento. Essa variável buscou esclarecer quanto do resultado operacional da operadora contribuiu para o desempenho ao longo do período analisado e, conforme as evidências observadas no modelo de análise, a relação indica que quanto maior o nível do endividamento, maior também será o volume do resultado operacional em relação à receita líquida. Essa condição aponta para uma tendência à utilização de capital próprio, confirmando também que, considerando o resultado operacional, trata-se de uma das principais fontes de financiamento para as operadoras. As relações observadas (linear antes do evento e quadrática após o evento) também indicam que houve influências próximo ao ano de 2009, principalmente no período pós-evento, devido à relação quadrática negativa.

Quanto à variável DUMPORT, foi observado após o evento uma relação quadrática positiva em forma de “U”. Essa observação significa que, devido aos efeitos do evento no ano

de 2009, as operadoras de pequeno e médio porte reduziram seu nível de endividamento até certo ponto, mas que, ao longo do período analisado, esse nível voltou a subir, possivelmente após período de estabilização das operações implicadas pelo regulação.

Diante disso, é possível inferir que as operadoras de grande porte são mais alavancadas do que operadoras de médio e pequeno porte e também que essas grandes operadoras são mais maduras e resistentes às variabilidades do ambiente e às implicações da agência reguladora. Essa interpretação ratifica os resultados de Souza et al. (2016), que entenderam que as operadoras de grande porte são mais eficientes em relação às demais do mercado de saúde suplementar. O modelo aponta que há tendência para a utilização de capital de terceiros pelas operadoras quando se considera o porte.

Vistas essas evidências do modelo e as suas respectivas interpretações, apresenta-se no Quadro 12, de forma resumida, as tendências e ou preferências por utilização de fontes de financiamento, considerando as particularidades de cada variável em relação à variável GAF.

Variáveis	Preferência por fontes de recursos	Inferência sobre as influências do evento no ano de 2009
Almob	Capital de Terceiros	Não houve influência observada
Alinvest	Não há preferência observada na relação	Há influência
LG	Capital Próprio	Há influência
LC	Capital Próprio	Há influência
LI	Capital Próprio	Há influência
ME	Capital Próprio	Há influência
DUMPORT	Capital de Terceiros	Há influência

Quadro 12 – Fontes de Capital das Operadoras e Influências do Evento

Fonte: Elaborado pelo autor.

5.1 Evidências do modelo de regressão e as premissas teóricas sobre a estrutura de capital

Na seção do Referencial Teórico que trata da estrutura de capital, foram apresentadas cinco teorias relacionadas à área das finanças corporativas, que são: (i) custos de falências; (ii) *pecking order*; (iii) M&M; (iv) *trade-off*; e (v) custos de agência. Cada teoria apresenta aspectos específicos que contribuem para a compreensão das decisões de financiamento e também para a definição do perfil da estrutura, ou seja, por utilização de capital próprio ou de capital de terceiros.

As evidências do modelo de regressão e suas respectivas interpretações inicialmente indicam que as cinco variáveis do modelo não apontam para uma preferência clara das

operadoras por fontes de recursos, mas que a operadora é afetada pelas implicações do ambiente (mercado regulado) com os efeitos do evento no ano de 2009. Contudo, quando se comparam essas evidências com a normatização que trata da margem de solvência e a necessidade de constituição de patrimônio líquido, necessária para a condição de aderência à norma, pode-se inferir que a normatização inibe a decisão de financiamento em favor do capital de terceiros.

Em outras palavras, verifica-se que as operadoras necessitam destinar recursos para a manutenção de patrimônio líquido mínimo e que essa necessidade restringe a contratação de fontes de financiamento de terceiros que sejam mais baratas. Uma das evidências do modelo para essa interpretação são as variáveis da folga financeira (LG, LC e LI), ME e DUMPORT. As relações apontaram para uma tendência à utilização de capital próprio para as duas primeiras e uma tendência à utilização de capital de terceiros para a variável DUMPORT. Entretanto esta última, em que se observou uma relação quadrática positiva em forma de “U”, acontece somente para as operadoras de pequeno porte (variável DUMPORT1).

De fato, as operadoras de grande e médio porte não foram afetadas com a mesma intensidade pelo evento de 2009 (em relação às operadoras de pequeno porte), do que se pode inferir que as operadoras de maior porte tomam suas decisões de financiamento de recursos considerando as obrigações regulatórias. Após a aderência à norma e com saldo suficiente de patrimônio líquido, podem fazer a opção pela fonte de financiamento mais barata para suas operações. Assim, a opção inicial para financiamento das operações é o capital próprio, e, a partir da suficiência de patrimônio líquido, ocorre também um possível aumento da flexibilidade na decisão quanto às fontes de financiamento. Portanto restam três, das cinco variáveis, com tendências à utilização de capital próprio.

Por esse motivo as evidências do modelo de regressão sobre as decisões de financiamento das operadoras são explicadas e compreendidas com maior clareza por meio das teorias da *pecking order* e custos de falência, ou seja, quando as operadoras priorizam em suas decisões a manutenção de recursos próprios e recursos do patrimônio líquido, para posteriormente flexibilizar suas decisões em favor de fontes de financiamentos mais baratas, ocorre uma hierarquia nas opções por fontes de financiamento, o que se enquadra nos conceitos da teoria da *pecking order*.

Com essa premissa nas decisões de financiamento, observa-se também que as operadoras, quando direcionam recursos para a manutenção do patrimônio líquido, também

mitigam o risco relacionado à sua falência, pois, conforme destacado nas premissas teóricas da teoria sobre custos de falência, quanto maior a utilização de capital de terceiros, maior também será o risco relacionado à falência da operadora e também maior será a possibilidade de ocorrência de custos adicionais atribuídos ao encerramento das atividades. Essa observação sobre as evidências do modelo de regressão e as premissas teóricas da teoria de custos de falência são ratificadas quando analisada em relação à normatização da agência.

Nesse contexto verifica-se que as normas sobre garantias financeiras (RN 209, 2009) exigem das operadoras contrapartidas de recursos para liquidação de todas as dívidas assistenciais. E essas dívidas são apresentadas na estrutura patrimonial da operadora no curto prazo (passivo circulante), e quanto maior o endividamento com prestadores da rede credenciada, maior também será o risco associado à falência e à necessidade de garantias para a futura liquidação das obrigações.

Teorias	Implicações no mercado regulado da saúde suplementar conforme modelo
Custos de Falência	Foi observada a questão do endividamento e o risco de falência em que a regulação do mercado direciona as decisões de financiamento para a redução desse risco e também dos custos atribuídos ao encerramento das atividades.
Pecking Order	Foi observada a priorização de utilização de capital próprio para a manutenção de recursos do patrimônio líquido, necessário para garantir a condição de aderente à norma relacionada à margem de solvência. A partir da suficiência do patrimônio líquido, operadoras de grande e médio portes tendem a flexibilizar suas decisões de financiamento, podendo considerar fontes de recursos mais baratas.
M&M	Não foram observadas nas relações do modelo evidências de utilização de capital de terceiros com foco na redução do custo de capital e consequente aumento da riqueza da operadora.
Trade off	Não foram observadas nas relações do modelo evidências de utilização de fontes de financiamento que busquem um balanceamento entre capital próprio e de terceiros com foco em um mix ótimo de financiamentos e um custo de capital menos oneroso.
Custos de Agência	Não foram observadas nas relações do modelo evidências de conflitos de interesses entre sócios, proprietários e ou acionistas das operadoras com seus administradores que pudessem refletir no perfil do endividamento das operadoras.
Market Timing	Não foram observadas nas relações do modelo evidências do histórico das emissões de ações das operadoras influenciando a posição atual da estrutura de capital. Além disso, a referida teoria requer um modelo de análise específico para identificação de evidências que colaborem para a identificação e compreensão das influências do passado. Embora o modelo tenha considerado um evento no ano de 2009 que afetou a estrutura de capital a amostragem de operadoras é abrangente e não houve seleção somente daquelas operadoras que foram constituídas com a forma de sociedade anônima e comercialização ações na bolsa de valores.

Quadro 13 – Evidências do modelo de regressão e teorias relacionadas a estrutura de capital

Fonte: Elaborado pelo autor.

Portanto pode-se inferir que o órgão regulador contribui com sua regulação para a manutenção da solvência da operadora e para a manutenção da capacidade de cumprimento de compromissos financeiros, resultando, assim, em uma ordem prioritária (hierarquia) na decisão de financiamento e também refletindo na gestão sobre o risco associado à falência e encerramento das atividades. Nesse sentido, e para demonstrar com transparência e ratificar

essas interpretações, apresenta-se no Quadro 13 as teorias sobre estrutura de capital e respectivas observações encontradas com base no modelo de regressão.

5.2 Evidências do modelo de regressão e as premissas teóricas sobre os fatores estratégicos da firma

As estratégias de financiamento compreendem as decisões relacionadas à substituição de capital próprio para financiamento das operações pelo capital mais barato de terceiros (Neto & Lima, 2009). As estratégias focadas nas fontes de financiamento são capazes de contribuir para a criação de valor e aumento da riqueza da entidade, e isso porque tal prática reduz o custo de capital e, conseqüentemente, contribui para o aumento do resultado (e ou desempenho) ao final de um período. Torna-se evidente que os fatores estratégicos da firma podem ser determinantes para uma posição (e ou perfil) da estrutura de capital adequada às condições do ambiente do mercado regulado.

Em outras palavras, evidencia-se que as estratégias de financiamento podem superar as adversidades do mercado regulado e, assim, fornecer o valor esperado ao final de um período. Quanto às evidências do modelo de regressão analisadas no contexto da estratégia empresarial e, principalmente, no contexto das estratégias de financiamento, confirma-se que há influência do evento no ano de 2009 nas atividades das operadoras e também há tendência à utilização de capital próprio.

Complementa-se que as influências do evento no ano de 2009 afetaram a liquidez, os investimentos em sociedades controladas e ou coligadas, a geração de resultado operacional e, principalmente, as operadoras de pequeno porte. Por isso é necessário que todas elas formatem suas estratégias empresariais focadas nas fontes de financiamento, tomando como fatores determinantes para o sucesso da estratégia os componentes do patrimônio que são influenciados pela normatização e que são acompanhados pela agência.

Inicialmente, para as estratégias de financiamento que afetam a liquidez das operadoras e, conseqüentemente, a folga financeira, seus gestores devem atentar para as fontes de financiamento que consomem recursos de curto prazo e que podem comprometer o volume mínimo exigido de garantias. Quanto aos investimentos em sociedades controladas e ou coligadas, destaca-se que a aplicação de recursos em investimentos de longo prazo também pode comprometer a liquidez por causa da exigibilidade de recursos necessários ao

cumprimento de compromissos no curto prazo. Isso quer dizer que quanto maior a exigibilidade de recursos para cumprimento de compromissos financeiros, maior será a necessidade de liquidez para pagamento, e, nesse cenário, há comprometimento de recursos no longo prazo. Como consequência, pode haver uma trava operacional no fluxo de caixa devido à falta de recursos.

Nesse sentido, a aplicação de recursos no longo prazo que não contribui para a geração de caixa e aumento da liquidez e também não contribui para o aumento do patrimônio líquido (por exemplo: quando há apropriação de resultado negativo de equivalência patrimonial) pode comprometer a aderência às normas. Verifica-se que investimentos dessa natureza necessitam cooperar efetivamente para a posição patrimonial e somente assim podem ser considerados investimentos viáveis. Portanto justifica-se a atenção por parte dos gestores no momento de formatação das estratégias de financiamento no quesito em que pode haver implicações na aderência às normas e também implicações na liquidez e no custo de capital.

Conforme destacado nas análises e interpretações dos resultados do modelo de regressão, o resultado operacional gerado pelas operadoras ao final de um período mostra-se como uma das principais fontes de financiamento das suas atividades e concorre de forma expressiva para a manutenção do saldo mínimo de patrimônio líquido exigido pela agência reguladora. O resultado operacional, além de ser uma medida de eficiência da firma, ainda pode contribuir para a aderência às normas quando se trata da regulação da saúde suplementar.

Por fim, o modelo de regressão ainda demonstrou que as operadoras de pequeno porte são afetadas com maior intensidade pela normatização da agência, pois são menos alavancadas em relação às de grande e médio porte. Aquelas de pequeno porte, para se manterem no mercado regulado da saúde suplementar, necessitam ser eficientes nas decisões sobre fontes de financiamentos, pois, quando a geração de resultados fica comprometida, seja pelo aumento desordenado da sinistralidade da despesa assistencial ou pelas práticas inadequadas de gestão, a normatização exige a manutenção de patrimônio, o que torna necessário o aporte de capital pelos seus sócios, proprietários e ou acionistas.

Dessa forma, confirma-se que operadoras necessitam manter saldo mínimo suficiente de patrimônio líquido (necessário ao cumprimento do indicador da margem de solvência) e necessitam ser eficientes, gerando resultado (e ou apresentando desempenho satisfatório na perspectiva da criação de valor), ou necessitam de aportes de recursos de capital social para

garantir a manutenção do saldo do patrimônio líquido. Portanto as estratégias de financiamento, para alcançar o valor esperado, devem conter o quesito performance ou desempenho e também contar com a aptidão de sócios, proprietários e ou acionistas para aportar recursos ao negócio quando necessário.

Para resumir, o Quadro 13 apresenta os novos papéis estratégicos que operadoras de planos de saúde devem desempenhar para criar valor, em conformidade com Porter e Teisberg (2007) e, conseqüentemente, fortalecer sua capacidade de competição e de crescimento do seu patrimônio. Além disso, o Quadro 13 também mostra as particularidades do modelo de regressão e possíveis *gaps* que exigem crescimento e desenvolvimento das operadoras.

Premissas estratégicas para criação de valor	Implicações no mercado regulado da saúde suplementar conforme modelo
Possibilitar a escolha bem embasada por pacientes e médicos e o gerenciamento da saúde dos pacientes.	As decisões de financiamento, bem como as estratégias em que estão inseridas, necessitam tomar como premissas uma rede credenciada com prestadores parceiros de negócios. Nesse cenário, os parceiros de negócios podem oferecer resultados satisfatórios e ganhos para a operadora, prestadores e pacientes, podendo trazer benefícios na estrutura de capital com melhor gerenciamento do endividamento de curto e longo prazos e, conseqüentemente, uma redução do custo de capital.
Mensurar e recompensar os prestadores com base nos resultados.	Os prestadores de serviços da rede credenciada, uma vez considerados como parceiros de negócios, podem influenciar positivamente o perfil do endividamento da operadora, pois os serviços podem ser realizados com foco na resolutividade e não no maior custo para a operadora e maior preço do serviço faturado na perspectiva do prestador.
Maximizar o valor dos serviços de saúde ao longo do prazo do ciclo de atendimento.	Com o aumento da resolutividade do atendimento para o paciente e de sua satisfação, ocorre também a possibilidade de redução do volume de atendimentos e, conseqüentemente, condições favoráveis à redução do custo e aumento do resultado. Isso colabora com a manutenção do saldo mínimo de patrimônio líquido da operadora, o que também reflete na estrutura de capital.
Minimizar a necessidade de transações administrativas e simplificar o faturamento.	A burocratização dos processos operacionais das operadoras pode comprometer a satisfação dos usuários dos serviços e assim contribuir para o aumento de litígios em decorrência de negativas de atendimento (por exemplo), o que pode, por consequência, refletir no perfil da estrutura de capital, pois o litígio, caso seja avaliado como uma provável perda, deverá ser reconhecido como uma dívida de longo prazo da operadora.
Competir em resultados de saúde para os clientes.	A competição baseada nos conjuntos de benefícios para os clientes e ou pacientes que detêm direito à utilização de serviços custeados com recursos de planos de saúde pode representar um diferencial competitivo e garantir uma vantagem competitiva. Essa condição oferece cenários favoráveis às decisões de financiamento que contribuem para a posição patrimonial adequada às adversidades do mercado regulado.

Quadro 14 – Papéis atribuídos às operadoras para a criação de valor e evidências do modelo de regressão

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Porter, M. E. & Teisberg, E. O. (2007). *Repensando a saúde*. Porto Alegre: Bookman.

Portanto, de acordo com as evidências do modelo de regressão e suas respectivas interpretações nesta pesquisa, pode-se inferir que a regulação da ANS interfere na utilização de capital de terceiros na gestão financeira, com reflexos no perfil da estrutura de capital das operadoras. O Quadro 15 apresenta o relacionamento dos objetivos específicos com os respectivos resultados encontrados na pesquisa.

Objetivos específicos (Resumidos)	Resultados da pesquisa	Páginas de referência
Objetivo 1 – Mensurar a influência antes do evento em 2009.	O modelo de regressão utilizado para análise dos dados apresentou relações lineares e quadráticas antes do evento no ano de 2009, considerando 874 termos normalizados e padronizados (período de 2007 até 2009).	Página 60
Objetivo 2 - Mensurar a influência após o evento em 2009.	O modelo de regressão utilizado para análise dos dados apresentou relações lineares e quadráticas após o evento no ano de 2009, considerando 1320 termos normalizados e padronizados (período de 2010 até 2012).	Página 61
Objetivo 3 – Comparar a influência antes e após o evento no ano de 2009.	Observou-se que há influências na posição patrimonial e principalmente no perfil da estrutura de capital (foco teórico da presente pesquisa) no período próximo ao ano de 2009 e também existe uma tendência das operadoras para a utilização do capital próprio em detrimento do capital de terceiros, mais barato. Destaca-se ainda que as teorias da <i>pecking order</i> e custos de falência contribuem de forma mais adequada para esclarecer o relacionamento das operadoras com o órgão regulador no contexto da estrutura de capital e também das finanças corporativas.	De 62 até 68

Quadro 15 – Objetivos específicos e respectivos resultados

Fonte: Elaborado pelo autor.

CONCLUSÕES

Conforme destacado ao longo da presente pesquisa, a área das finanças corporativas, tanto no campo teórico quanto no ambiente prático das organizações, torna-se cada vez mais um campo relevante do conhecimento e que precisa ser considerado no momento da formatação e construção das estratégias empresariais (Vieira, 2008). Por sua vez, o mercado regulado da saúde suplementar representa diversas implicações para seus agentes, ou seja, os prestadores de serviços, pacientes e ou usuários dos serviços e operadoras contam com normas e diretrizes que buscam garantir o fluxo adequado das operações e benefícios recíprocos para todos os envolvidos. Entretanto deve-se ressaltar que, na perspectiva da gestão financeira e do processo de tomada de decisão sobre estratégias de financiamento, as implicações regulatórias podem restringir as decisões que procuram maximizar a riqueza do patrimônio por meio da criação de valor.

Na perspectiva das finanças corporativas, a criação de valor acontece quando o ROA é superior ao CMPC (já discutido no referencial teórico desta pesquisa). Dessa forma, as estratégias das operadoras para superar as adversidades do mercado regulado de forma sustentável devem ser pensadas considerando a necessidade de garantir o desempenho e a geração de benefícios para pacientes (usuários dos serviços) e para prestadores, simultaneamente. Além das possíveis adversidades do ambiente empresarial, comuns a todas as organizações, as operadoras ainda deparam com as adversidades do ambiente da saúde suplementar.

Destaca-se o fato de que, em conformidade com os resultados do modelo de regressão utilizado nesta pesquisa, foi possível identificar quais influências da ANS e dos fatores estratégicos atuam sobre a estrutura de capital das operadoras. E assim inferir que, essas possíveis influências acontecem por meio da normatização da agência (principalmente aquelas associadas ao evento estudado no período próximo ao evento do ano de 2009) que afeta a posição patrimonial e o perfil da estrutura de capital, resultando em uma tendência para a utilização de capital próprio. Essa interpretação alinha-se com as premissas das teorias da *pecking order* e custos de falência, as quais constituem duas das diversas teorias sobre finanças e estrutura de capital.

Quanto aos fatores estratégicos da firma, foi possível inferir que a definição das estratégias das operadoras, principalmente aquelas focadas nas fontes de financiamento de

recursos, deve considerar, no momento de sua construção, as particularidades: (i) da liquidez e solvência; (ii) dos investimentos de longo prazo com rentabilidade e segurança; e (iii) da necessidade de fortalecimento da capacidade de geração dos resultados operacionais, ou seja, ficou claro que as estratégias devem ser concebidas por meio de um processo deliberado e maturado, para que as adversidades do ambiente sejam superadas. Essas premissas das estratégicas representam fatores determinantes para o processo de criação de valor, ou seja, ROA superior ao CMPC.

Como sugestão, entende-se que as operadoras necessitam buscar uma posição patrimonial e de estrutura de capital adequada às condições do ambiente e que seja favorável à criação de valor. Portanto elas devem trabalhar em favor de uma estrutura de capital ótima, resultado de um mix de fontes de financiamento, considerando um balanceamento entre capital próprio e capital de terceiros, de forma a demonstrar, conseqüentemente, um menor custo de capital.

Quanto às sugestões para próximos estudos, entende-se como relevantes os estudos que tomam como premissas e ou condições de análise as implicações de segmentos regulados *versus* a condição teórica do campo das finanças corporativas, pois destaca-se nesse cenário o fato de o órgão regulador promover implicações nas decisões operacionais de financiamento e de investimentos, com reflexos nos processos de gestão, na formatação das estratégias empresariais e, por consequência, nas finanças corporativas.

Nesse sentido, sugere-se a realização de estudos focando: (i) as análises da presente pesquisa em outro segmento regulado, para assim ser possível ratificar os resultados da influência do órgão regulador nas decisões sobre finanças; (ii) uma teoria específica e isolada sobre a estrutura de capital, testando a capacidade preditiva dessa teoria no segmento regulado, como por exemplo: a teoria da *pecking order* e custos de falência (identificadas as teorias adequadas para a compreensão do perfil da estrutura de capital no mercado regulado da saúde suplementar); (iii) demais teorias ou modelos da área de finanças corporativas em segmento regulado por autarquia do governo federal, como por exemplo: modelo dinâmico para análise e compreensão das operações de curto prazo e do capital de giro, entre outros.

Por fim, veem-se como principais restrições do presente estudo os seguintes fatos: (i) a não observância das modalidades das operadoras no modelo de regressão; (ii) a execução do modelo em organizações atuantes em um único segmento, pois, em uma análise contemplando

firmas presentes e atuantes em diversos segmentos, podem-se apresentar resultados mais robustos em relação às influências do mercado regulado e os reflexos nas finanças corporativas. Obviamente, os resultados da pesquisa, ainda que restritos ao ambiente da saúde suplementar, onde há diversos agentes como: prestadores de serviços de saúde, pacientes e ou usuários dos serviços e operadoras (foco da presente pesquisa), revelam-se como resultados robustos, que contribuem para a percepção das premissas teóricas em finanças na atuação prática das organizações.

REFERÊNCIAS

- Abelha, M. C., Gonçalves, A. A., & Pitassi, C. (2014). Estratégia de Operações em Serviços de Saúde: Estudo de Caso das Operadoras de Planos de Saúde Suplementar. *Revista Metropolitana de Sustentabilidade*, 4(1), 107-121.
- Agência nacional de saúde suplementar (ANS). 2016. Disponível em: <www.ans.gov.br>. Acesso em: 03 fev. 2017.
- Almeida, M. A. (2014). Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa das empresas brasileiras, 18 (45), 109-126.
- Alves, S. L. (2008). Eficiência das operadoras de planos de saúde. *Revista Brasileira de Risco e Seguro*, Rio de Janeiro, 4(8), 87-112.
- Ansoff, H. I. (1991). *A nova estratégia empresarial*. São Paulo: Atlas.
- Araújo, C. M. (2004). Estudo para elaboração do manual de procedimentos do diretor fiscal de operadoras de plano de saúde para regimes especiais. (Dissertação de Mestrado em Regulação na área de saúde suplementar, Escola Nacional de Saúde Pública - ENSP, Rio de Janeiro, RJ, Brasil).
- Baker, M. e Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-30.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75-94.
- Baxter, N. (1967). Leverage, Risk of Ruin and The Cost of Capital. *Journal of Finance*, 22(3), 395-403.
- Berwick, D. M., Nolan, T. W., & Whittington, J. (2008). The triple aim: care, health, and cost. *Health Affairs*, 27(3), 759-769.
- Black, F. & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654.
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19.
- Camacho, R. R., Rocha, W., & de Oliveira Moraes, R. (2011). Preços e níveis de complexidade dos serviços praticados por hospitais privados junto a operadoras de planos de saúde-doi: 10.4025/enfoque.v30i2.14453. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 30(2), 25-35.
- Camacho, R. R., Rocha, W., Moraes, R. O., & Marques, K. C. M. (2015). Gestão de custos interorganizacionais: evidências empíricas em hospitais privados no Brasil. *Rahis*, 12(2), 19-33.

- Câmara, R. P., Sobrinho, M. M. R., & de Lima, L. S. (2008). Análise financeira nas operadoras de planos de saúde. *Revista Ciências Administrativas ou Journal of Administrative Sciences*, 14(1), 105-121.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. C., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. Princeton: University Press.
- Campos, A. L. S.; Nakamura, W. T. (2013). Folga financeira avaliada como endividamento relativo e estrutura de capital. *Revista de Finanças Aplicadas*.1(19), 1-19.
- Cardoso, R. L. (2005). *Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis: evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro* (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil).
- Carneiro Junior, J. B. A., Oliveira, J. R., Rech, I. J., & Marques, J. A. V. D. C. (2008). Gestão Econômica: uma contribuição para a estruturação de um modelo de informações para empresas operadoras de planos de saúde. *Pensar Contábil*, 10(40), 1-13.
- Chandler, A. D. (1990). *Strategy and structure: Chapters in the history of the industrial enterprise* (v. 120). Massachusetts (USA): MIT Press.
- Clemente, L. M. M. *Práticas administrativas para a sustentabilidade financeira de operadoras de planos de saúde médico-hospitalares: um estudo de múltiplos casos*. (Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil).
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2016). *Métodos de Pesquisa em Administração*. 12ª ed., São Paulo, SP: McGraw Hill Brasil.
- Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: Análise empírica das Teorias de Pecking Order e Trade-Off usando painel data. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 106-133.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas: Teoria e prática*. Porto Alegre: Bookman Editora.
- De-Carvalho, J. P. e Dias, A. T. (2016). Influências não lineares da indústria no desempenho da firma. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, 56(5), 503-517.
- Dias, A. T., Gonçalves, C. A., e Muniz, R. M. (2009). Estratégias corporativas e ambiente como determinantes do desempenho financeiro. *Anais do IV Encontro de Estudos em Estratégia*. Recife, PE.
- Donaldson, G. (1961) .Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration.
- Durand, D. (1952). Cost of debt and a equity funds for business: Trends and problems of measurement. *Conference on Research on Business Finance*. New York: National Bureau of Economic Research
- Ferreira, E. F. C., Matos, F. R. N., Matos, D. M., Bugarim, M. C. C., & de Queiroz Machado, D. (2015). Governança corporativa na saúde suplementar: Estudo de caso em uma operadora de plano de saúde. *Pensamento & Realidade: Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Administração-FEA*, 29(3), 21, 19-39.

- Fonseca, C. V. C., da Silveira, R. L. F., & Hiratuka, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque*, 35(2), 35-54.
- Gerschman, S. (2008). Políticas comparadas de saúde suplementar no contexto de sistemas públicos de saúde: União Europeia e Brasil. *Ciênc Saúde Coletiva*, 13(5), 1441-1451.
- Goldszmidt, R. G. B. (2010). *Recessão e desempenho das firmas: Uma abordagem multinível de curva de crescimento* (Tese de doutorado em Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP).
- Gonçalves, C. A., Coelho, M. D. F., & Souza, É. M. (2011). VRIO: Vantagem competitiva sustentável pela organização. *Revista Ciência da Administração*, Fortaleza, 17(3), 819-855.
- Guerra, L. L. (1998). Estratégia de serviços das empresas que operam planos/seguros de saúde no Brasil: Cooperativas, empresas de medicina de grupo e seguradores. *Cadernos de Seguros: teses*, 3(9), 3-9.
- Guimarães, A. L., & Alves, W. O. (2009). Prevendo a insolvência de operadoras de planos de saúde. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 49(4), 459-471.
- Guimarães, A., & Nossa, V. (2010). Capital de giro, lucratividade, liquidez e solvência em operadoras de planos de saúde. *Brazilian Business Review*, 7(2), 40-63.
- Hitt, M. A., & Ireland, R. D. (1985). Corporate distinctive competence, strategy, industry and performance. *Strategic Management Journal*, 6(3), 273-293.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). 2014. Disponível em: <www.ibge.gov.br>. Acesso em: 03 fev. 2017.
- Jiambalvo, J. (2009). *Contabilidade Gerencial*. Rio de Janeiro: Editora LTC.
- Junior, W. T., & do Valle, M. R. (2015). Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas brasileiras se baseiam. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 26(69), 331-344.
- Kanamura, A. H., & Viana, A. L. D. Á. (2007). Gastos elevados em plano privado de saúde: Com quem e em quê. *Revista de Saúde Pública*, 41(5), 814-820.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1997). *A estratégia em ação: balanced scorecard*. Gulf Professional Publishing. Texas, EUA.
- Koyama, M. F. (2006). Auditoria e qualidade dos planos de saúde: Percepções de gestores de operadoras da cidade de São Paulo a respeito do programa de qualificação da saúde suplementar da ANS. (Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP)
- Kudlawicz, C. (2013). Um estudo sobre o impacto no nível de rentabilidade das organizações operadoras de planos de saúde em função de seu perfil. (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR)
- Kudlawicz, C., & de Almeida, L. B. (2013). Análise da alocação de custos indiretos dos serviços prestados a uma organização de planos de saúde. *Revista Contemporânea de*

Contabilidade, 10(20), 29-52.

- Lei n. 9.656 de 03 de junho de 1998 (1998). Dispõe sobre os planos e seguros privados de assistência à saúde. *Diário Oficial da União*. Brasília, DF: Ministério da Saúde. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/leis/L9656.htm.
- Lima, C. R. M. (2005). *Informação e regulação da assistência suplementar à saúde*. Rio de Janeiro: Editora E-papers.
- Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: Estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 46-59.
- Matos, A. J. D. (2002). *Gestão de custos hospitalares: Técnicas, análise e tomada de decisão*. São Paulo: STS.
- Martins, H. H., Goes, T. H. M., Shikida, P. F. A., Gimenes, R. M. T., & Piacenti, C. A. (2015). Estrutura de capital e alavancagem financeira de empresas da agroindústria canavieira: Um estudo multicaso para o Centro-Oeste. *Gestão & Regionalidade*, 31(93), 76-93.
- Mazzioni, S., Prigol, V., de Moura, G. D., & Klann, R. C. (2016). Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 61-86.
- Médici, A. C. (1992). Incentivos governamentais ao setor privado de saúde no Brasil. *Revista de Administração Pública*, 26(2), 79-115.
- Miller, A. R., Eibner, C., & Gresenz, C. R. (2013). Financing of employer sponsored health insurance plans before and after health reform: What consumers don't know won't hurt them?. *International Review of Law and Economics*, 36, 36-47.
- Mintzberg, H., Ahlstrand, B., & Lampel, J. (2009). *Safári da estratégia*. Porto Alegre: Bookman Editora.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Moreira, R. E. D. C. (2016) A “lei dos planos de saúde”: Análise do risco moral pré e pós-mudança na regulamentação. (Dissertação de Mestrado em Economia e Finanças, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP)
- Neto, A. A., & Lima, F. G. (2009). Curso de administração financeira. São Paulo: Atlas.
- Ocké-Reis, C. O. (2003). A regulação dos planos de saúde no Brasil: Uma gestão sem política? Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, ISSN 1415-4765
- Ocké-Reis, C. O. (2006). Novos modelos de gestão na saúde privada. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, ISSN 1415-4765
- Ocké-Reis, C. O. (2013). Mensuração dos gastos tributários: o caso dos planos de saúde-2003-2011. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, ISSN 1415-4765

- Ocké-Reis, C. O., Andreazzi, M. D. F. S. D., & Silveira, F. G. (2005). O mercado de planos de saúde no Brasil: uma criação do Estado? Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, ISSN 1415-4765
- Oliveira Santos, A., Ribeiro, N. M. T., Silva, W. A. C., & de Oliveira Melo, A. A. (2016). Determinantes de estrutura de capital de micro e pequenas empresas da região metropolitana de Belo Horizonte. *Revista Universo Contábil*, 12(2), 80.
- Pagnoncelli, A. M. (2010). Estratégia competitiva e eficiência operacional: Um estudo de caso no setor de operadoras de planos de saúde do Brasil. (Dissertação de Mestrado em Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS)
- Pedrique, A. D. L. (2010). Controles gerenciais e decisões em organizações do segmento de saúde. (Dissertação de Mestrado em Controladoria Empresarial, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP)
- Pereira, H., Tavares, F., Pacheco, L. L., & Carvalho, C. (2015). Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas do vinho verde. *Revista Universo Contábil*, 11(3), 110-125.
- Pinheiro, I. C. B., Peleias, I. R., da Silva, A. F., & Martins, E. (2015). Efeitos da regulação econômico-financeira nas estratégias de financiamento das operadoras de planos de saúde. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 108-127.
- Pohlmann, M. C., & De Iudícibus, S. (2010). Relação entre a tributação do lucro ea estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(53), 1-25.
- Porter, M. E., & Teisberg, E. O. (2007). *Repensando a saúde*. Porto Alegre: Bookman.
- Porter, M. (2008). As cinco forças competitivas que moldam a estratégia. *Harvard Business Review*, 55-69.
- Reis, C. O. O., Silveira, F. G., & Andreazzi, M. D. F. S. D. (2002). Avaliação dos gastos das famílias com a assistência médica no Brasil: o caso dos planos de saúde. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, ISSN 1415-4765.
- Reis, M. L. (2008). *Estratégia de saúde da família no sistema de saúde suplementar: Convergências e contradições de uma nova proposta*. (Tese de Doutorado em ..., Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil).
- Rest, K. D., Trautsamwieser, A., & Hirsch, P. (2012). Trends and risks in home health care. *Journal of Humanitarian Logistics and Supply Chain Management*, 2(1), 34-53.
- Resolução Normativa n. 206*, de 03 de dezembro de 2009. (2009). Dispõe sobre a alteração na contabilização das contraprestações e prêmios das operações de planos de assistência à saúde na modalidade de preço pré-estabelecido e altera as Resoluções Normativas nº. 159 e 160, ambas de 3 de julho de 2007. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=MTU2MQ>
- Resolução Normativa n. 209*, de 22 de dezembro de 2009. (2009). Dispõe sobre os critérios de manutenção de Recursos Próprios Mínimos e constituição de Provisões Técnicas a serem

observados pelas operadoras de planos privados de assistência à saúde. (Redação dada pela RN nº 274, de 20/10/2011). Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=MTU3MQ==>

Resolução Normativa n. 290, de 28 de fevereiro de 2012. (2012). Dispõe sobre o Plano de Contas Padrão da ANS para as operadoras de planos de assistência à saúde; altera o artigo 4º e o inciso I do artigo 5º, todos da Instrução Normativa Conjunta nº2, de 7 de julho de 2010, da Diretoria de Normas e Habilitação das Operadoras - DIOPE e da Diretoria de Normas e Habilitação dos Produtos - DIPRO; e revoga a Resolução Normativa - RN nº 26, de 1º de abril de 2003; a RN nº 126, de 11 de maio de 2006; a RN nº 143, de 2 de janeiro de 2007; o § 1º do artigo 1º da RN nº 206, de 2 de dezembro de 2009; a RN nº 247, de 25 de fevereiro de 2011; a Instrução Normativa - IN/DIOPE no- 1, de 30 de agosto de 2002; a IN/DIOPE no- 19, de 2 de setembro de 2008; a IN/DIOPE no- 21, de 19 de novembro de 2008; a IN/DIOPE nº 26, de 30 de março de 2009; a IN/DIOPE nº 29, de 19 de junho de 2009; a IN/DIOPE nº 32, de 11 de setembro de 2009; a IN/DIOPE nº 37, de 22 de dezembro de 2009; a IN/DIOPE nº 41, de 30 de março de 2010; a IN/DIOPE nº 42, de 7 de junho de 2010; a IN/DIOPE nº 43, de 5 de julho de 2010 e a IN/DIOPE nº 46, de 25 de fevereiro de 2011. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=MTk2MA==>

Resolução Normativa n. 314, de 23 de novembro de 2012. (2012). Altera os anexos da Resolução Normativa nº 290, de 27 de fevereiro de 2012, que dispõe sobre o Plano de Contas Padrão para as Operadoras de Planos de Assistência à Saúde, a RN nº 264, de 19 de agosto de 2011, que dispõe sobre Promoção da Saúde e Prevenção de Riscos e Doenças e seus Programas na Saúde Suplementar, a RN nº 209, de 22 de dezembro de 2009, que dispõe sobre os critérios de manutenção de Recursos Próprios Mínimos e constituição de Provisões Técnicas a serem observados pelas operadoras de planos privados de assistência à saúde e a RN nº 206, de 2 de dezembro de 2009, que dispõe sobre a alteração na contabilização das contraprestações e prêmios das operações de planos de assistência à saúde na modalidade de preço pré-estabelecido e altera as Resoluções Normativas nº 159 e 160. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=MjMwOA>

Ribeiro, J. M. (2004). Restrições de informações, custos de transação e ambiente regulatório em saúde suplementar. *Regulação e Saúde*, 3, 147-178.

Rocha, F. D. (2007). A estrutura de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto: Uma avaliação empírica de novas proposições teóricas. (Tese de Doutorado em Finanças, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil)

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Lamb, R. (2015). *Administração financeira*. Porto Alegre: AMGH Editora.

Salvatori, R. T., & Ventura, C. A. A. (2012). A Agência Nacional de Saúde Suplementar-ANS: Onze anos de regulação dos planos de saúde. *Organizações & Sociedade*, 19(62), 471-487.

Sancovschi, M., Macedo, M. Á. D. S., & da Silva, J. A. (2014). Análise das intervenções da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) através dos índices de Desempenho da Saúde Suplementar (IDSS). *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(2), 118-136.

- Sant'Ana, C. F., & da Silva, T. P. (2015). Fatores determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de tecnologia. *JISTEM-Journal of Information Systems and Technology Management (Online)*, 12(3), 687-708.
- Santos, D.F.L., Figueira, S.R.F., Martins, R.A., & Sanches, A. (2014). Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas de materiais básicos do Brasil. *Enfoque*, 33(2), 87-103.
- Sato, F. R. L. (2007). A teoria da agência no setor da saúde: O caso do relacionamento da Agência Nacional de Saúde Suplementar com as operadoras de planos de assistência supletiva no Brasil. *RAP*, 49-62.
- Severo, R., Zani, J., & Diehl, C.A. (2015). Estrutura de capital e estratégia em mercados competitivos: Uma análise empírica da Relação. *Rev.Adm.UFSM*, 8(2), 298-316.
- Shin, J. (2012). Private health insurance in South Korea: an international comparison. *Health Policy*, 108(1), 76-85.
- Siewert, M. C. (2013) Importância da redução de custos em operadoras privadas de plano de saúde por meio da auditoria médica prévia. *Revista Especialize On-line IPOG-Goiânia*, 6(6), 1-14.
- Silva, A. A. D. (2003). Relação entre operadoras de planos de saúde e prestadores de serviços: Um novo relacionamento estratégico. (Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas, Centro de Ciências Economicas da Unisinos, Unisinos, São Leopoldo, RS, Brasil)
- Silva, A. P. B., & de Souza Francisco, J. R. (2016). Análise dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas do setor de construção civil: Uma abordagem durante e após a crise imobiliária. *Enfoque*, 35(1), 17-30.
- Silva, M. R. A., & Nakamura, W. T. (2014). Indicadores de confiança e estrutura de capital: Uma abordagem setorializada no Brasil. *Revista de Finanças Aplicadas*, 2, 1-41.
- Soares, M. A. (2006). Análise de indicadores para avaliação de desempenho econômico-financeiro de operadoras de planos de saúde brasileiras: Uma aplicação da análise fatorial (Tese de Doutorado em ..., Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil).
- Souza, A. A., de Macedo Amorim, T. L. C., & Guerra, M. (2008). Análise dos sistemas de informações de hospitais. *Revista de Administração Hospitalar e Inovação em Saúde (RAHIS)*, 1, 38-45.
- Souza, A. A., Xavier, D. O., Avelar, E. A., & Gervásio, L. R. (2016). Analysis of health insurance providers' performance. *Sistemas & Gestão*, 11(2), 175-82.
- Thomson, S., Busse, R., Crivelli, L., van de Ven, W., & Van de Voorde, C. (2013). Statutory health insurance competition in Europe: A four-country comparison. *Health Policy*, 109(3), 209-225.
- Valle, M. R., & Albanez, T. (2012). Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: O endividamento de empresas brasileiras no período 1997-2006. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(16), 49-61.
- Viana, A. D. F. (2012). Um estudo sobre a insolvência das operadoras de planos de saúde.

(Dissertação de Mestrado Profissional em Economia, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, Brasil)

Vieira, M. V. (2008). *Administração estratégica do capital de giro*. São Paulo: Atlas.

Vilela, R. H. P., de Souza Ferraz, S. F., & Ferraz, S. B. (2015). Modelo diagnóstico de governança corporativa em cooperativas de saúde. *Revista de Administração FACES Journal*, 14(1), 28-48.

Woolhandler, S., Campbell, T., & Himmelstein, D. U. (2003). Costs of health care administration in the United States and Canada. *New England Journal of Medicine*, 349(8), 768-775.

APÊNDICES

Norma	Ano	Descrição Sucinta
RDC 38	2000	Instituiu o Plano de Contas Padrão aplicável às operadoras.
RN 3	2002	Aprimorou o detalhamento das rubricas do plano de contas em que a alteração mais substancial se deu no detalhamento das contas de resultado e ainda flexibilizou prazos para segregação de informações nas obrigações acessórias.
RN 28	2003	Instituiu o Plano de Contas Padrão aplicável às seguradoras especializadas em saúde.
RN 27	2003	Aprimorou o detalhamento das rubricas do plano de contas e, como alteração mais substancial, promoveu a alteração de critérios na avaliação de títulos e valores mobiliários.
RN 45	2003	Flexibilizou os prazos para implantação e manutenção dos controles auxiliares sobre saldos de contas a receber e saldos de contas a pagar.
IN 2	2003	Aprimorou a segregação do plano de contas padrão por meio dos códigos das contas em que a alteração mais substancial se deu nas contas de resultado.
RN 126	2006	Apresentou critérios para amortização de valores aplicados em aquisição de carteiras de planos privados de assistência à saúde.
RN 136	2006	Aprimorou a segregação do plano de contas padrão por meio dos códigos das contas em que a alteração mais substancial se deu nas contas de resultado.
IN 8	2006	Regulamentou os anexos da RN 136 de 01/11/2006, que aprimorou a segregação do plano de contas padrão por meio dos códigos das contas em que a alteração mais substancial se deu nas contas de resultado.
IN 9	2007	Complementou a regulamentação dos anexos da RN 136 de 01/11/2006, aprimorando a segregação do plano de contas padrão por meio dos códigos das contas em que a alteração mais substancial se deu nas contas de resultado.
RN 147	2007	Modificou os anexos da RN 136 de 01/11/2006 aprimorando a segregação do plano de contas padrão por meio dos códigos das contas em que a alteração mais substancial se deu nas contas do custo assistencial.
RN 184	2008	Modificou os anexos da RN 136 de 01/11/2006 e RN 147 de 16/02/2007, aprimorando a segregação do plano de contas padrão por meio dos códigos das contas em que a alteração mais substancial se deu nas contas do custo assistencial.
RN 207	2009	Modificou os anexos da RN 136 de 01/11/2006, RN 147 de 16/02/2007 e RN 184 de 22/12/2008, aprimorando a segregação das contas de resultado e determinando a observância da lei 11.941/2009 para elaboração das demonstrações contábeis pelas operadoras.
IN 36	2009	Regulamentou os anexos da RN 207 de 22/12/2009, aprimorando a segregação das contas de resultado e determinando a observância da lei 11.941/2009 para elaboração das demonstrações contábeis pelas operadoras.
IN 40	2010	Modificou a RN 207 de 22/12/2009 e IN 36 de 23/12/2009, tratando da padronização da elaboração das demonstrações contábeis em conformidade com a lei 6.404/1976 e suas alterações e também regulamentando os prazos de publicação e envio. Essa IN também tratou da divulgação da Demonstração do Valor Adicionado (DVA).
IN 43	2010	Modificou a RN 207 de 22/12/2009 e tratou da forma de pagamento de serviços de eventos de saúde a médicos cooperados nas cooperativas médicas que também são operadoras de planos de saúde.
RN 46	2011	Regulamentou os anexos da RN 247 de 25/03/2011, aprimorando e flexibilizando a classificação e utilização de contas relacionadas às atividades de operadoras administradoras de benefícios.
RN 247	2011	Atualizou o plano de contas padrão, aprimorando e flexibilizando a classificação e utilização de contas relacionadas às atividades de operadoras administradoras de benefícios.
RN 290	2012	Revogou as RN's anteriores que tratam do plano de contas e apresentou um novo modelo. Como principais ações: (i) atualizou o plano de contas padrão, modificando as tratativas dos investimentos em programas de promoção da saúde e prevenção de doenças de forma que, a partir da publicação da norma, as operadoras que possuem programas aprovados pela ANS poderão reclassificar os investimentos da despesa para as contas do ativo intangível; e (ii) atualizou os critérios de constituição da provisão para perda que não incidirá, a partir dessa norma, sobre a parcela do contas a receber assistencial relativo ao faturamento antecipado.
RN 314	2012	Promoveu as seguintes atualizações no plano de contas e práticas contábeis: (i) permitiu o

		aproveitamento de gastos em programas de promoção da saúde e prevenção de doenças como redutor da necessidade de constituição de margem de solvência; e (ii) determinou o reconhecimento da provisão de prêmios ou contribuições não ganhas (PPCNG).
RN 322	2013	Atualizou os anexos da RN 290 de 28/02/2012, aprimorando as orientações relacionadas às análises subjetivas presentes nas práticas contábeis e, assim, emitiu conceitos relacionados aos fatos assistenciais, prazos e fluxos operacionais, que contribuíram para o reconhecimento uniforme das operações pelas contabilidades das operadoras.
RN 344	2013	Apresentou o layout atualizado das demonstrações contábeis após as atualizações da RN 322 de 27/03/2013.
RN 390	2015	Atualizou os anexos da RN 290 de 28/02/2012, aprimorando o detalhamento do reconhecimento das obrigações com ressarcimento ao SUS e também atualizou o detalhamento das contas relacionadas aos rendimentos auferidos de depósitos em juízo como garantia de processos judiciais.
RN 418	2016	Atualizou os anexos da RN 290 de 28/02/2012, aprimorando o detalhamento do reconhecimento das obrigações com a ANS, relativas principalmente a: (i) multas administrativas aplicadas pela agência; (ii) ressarcimento ao SUS; e (iii) gastos com eventos de saúde por força de processo judicial.

Apêndice 1 – Evolução das normas da ANS relativas ao plano de contas

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas normas da ANS.

Norma	Ano	Descrição Sucinta
RDC 77	2001	Instituiu critérios de constituição de garantias financeiras a serem observados pelas operadoras. Alterada pela RN 14.
IN 1	2002	Tratou da contabilização de títulos e valores mobiliários das sociedades seguradoras especializadas em saúde.
RN 14	2002	Tratou da margem de solvência das sociedades seguradoras e alterou a RDC 77, que instituiu critérios de constituição de garantias financeiras a serem observados pelas operadoras
RN 26	2003	Estabeleceu critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários para as seguradoras especializadas em saúde e para as operadoras de Planos de Assistência à Saúde.
RN 57	2003	Modificou critérios a serem observados para margem de solvência das operadoras de Planos Privados de Assistência à Saúde e seguradoras especializadas em saúde, alterando, principalmente, as condições de observância do percentual de adimplência, tornando esse percentual um ajuste facultativo para as operadoras.
RN 67	2004	Tratou da diversificação dos ativos das operadoras de Planos Privados de Assistência à Saúde para aceitação como garantidores e dá outras providências.
RN 69	2004	Modificou a RN 26 de 03/04/2003, revogando os limites de garantia por meio de títulos para negociação.
RN 75	2004	Tratou da provisão técnica para garantia de remissão a que estão sujeitas as operadoras de Planos de Assistência à Saúde e seguradoras especializadas em saúde.
IN10	2005	Estabeleceu procedimentos de apresentação e critérios para avaliação dos programas de promoção à saúde e prevenção de doenças propostos pelas operadoras de planos privados de assistência suplementar à saúde, citados na RN n.º 94 de 23/03/2005.
RN 104	2005	Alterou os prazos para encaminhamento de documentação e constituição da provisão para remissão, que trata a Resolução Normativa – RN n.º 75, de 17/05/2004.
RN 105	2005	Alterou a redação do artigo 4º da Resolução Normativa - RN n.º 94, de 23/03/2005, modificando os prazos para apresentação dos programas de promoção da saúde e prevenção de doenças à ANS.
RN 143	2007	Tratou dos critérios de avaliação e reavaliação dos bens imóveis para as operadoras de Planos Privados de Assistência à Saúde.
IN 10	2007	Estabeleceu a forma de acompanhamento econômico-financeiro das autogestões e a forma de garantia dos riscos por suas entidades mantenedoras.
RN 159	2007	Apresentou critérios para aceitação, registro, vinculação, custódia, movimentação e diversificação dos ativos garantidores das operadoras no âmbito do sistema de saúde suplementar e deu outras providências.
RN 160	2007	Apresentou critérios de manutenção de Recursos Próprios Mínimos, Dependência Operacional e constituição de Provisões Técnicas a serem observados pelas operadoras de Planos Privados de Assistência à Saúde.

IN 14	2007	Definiu o conjunto de informações a serem solicitadas para a primeira fase do monitoramento e Avaliação dos Programas de Promoção da Saúde e Prevenção de Riscos e Doenças e o procedimento de envio dessas informações previsto na Resolução Normativa - RN nº 94 e IN nº 10, de 23/03/2005.
IN 13	2007	Regulamentou os critérios, as diretrizes, as obrigações e responsabilidades oriundos da formalização do convênio para aceitação de cotas de fundo dedicado ao setor de Saúde Suplementar como Ativos Garantidores nos termos do Inciso II, do art. 2º e do art. 16 caput, ambos na RN nº 159 de 4/07/2007.
IN 14	2007	Regulamentou os critérios e diretrizes para substituição da formulação de cálculo da Margem de Solvência constante do caput do art. 8º da Resolução Normativa nº 160, de 03/07/2007, com a utilização de modelo próprio baseado nos riscos das operadoras de Planos de Saúde
IN 16	2008	Definiu os ajustes por efeitos econômicos no patrimônio da operadora a ser considerado no critério estabelecido para Margem de Solvência e Patrimônio Mínimo Ajustado (PMA).
IN 17	2008	Definiu a sistemática de atualização do capital base a ser considerado no cálculo do Patrimônio Mínimo Ajustado (PMA).
IN 18	2008	Alterou a Instrução Normativa – IN nº 16, de 24/03/2008, da Diretoria de Normas e Habilitação das Operadoras, modificando os ajustes por efeitos econômicos, incluindo os passivos tributários classificados no passivo não circulante.
IN 22	2008	Definiu os ajustes por efeitos econômicos no patrimônio da operadora a ser considerado no critério estabelecido para Margem de Solvência e Patrimônio Mínimo Ajustado (PMA) e revogou as Instruções Normativas – IN/DIOPE nº 16, de 2008, e nº 18, de 2008.
IN 23	2008	Alterou a Instrução Normativa (IN/DIOPE) nº 22, de 8/12/2008, fornecendo maior clareza nos ajustes dos passivos de longo prazo classificados no passivo não circulante e também das particularidades das transferências de responsabilidade de pagamento de obrigações legais.
IN 27	2009	Definiu os ajustes por efeitos econômicos no patrimônio da operadora a ser considerado no critério estabelecido para Margem de Solvência e Patrimônio Mínimo Ajustado (PMA) e revogou as Instruções Normativas da Diretoria de Normas e Habilitação das Operadoras (IN/DIOPE) nº 22, de 8/12/2008, e nº 23, de 19/12/2008.
IN 30	2009	Definiu os procedimentos a serem observados quando do encaminhamento de Notas Técnicas Atuariais de Provisões para fins de análise e aprovação de metodologias pela Diretoria de Normas e Habilitação das Operadoras.
IN 32	2009	Regulamentou o procedimento de reconhecimento contábil dos valores referentes à Provisão de Sinistros a Liquidar e Eventos a Liquidar com Operações de Assistência à Saúde.
IN 33	2009	Regulamentou regras de vinculação de ativos garantidores para operadoras administradoras de benefícios, conforme previsto no artigo 1º, § 2º da RN nº 203, de 1/10/2009.
IN 35	2009	Definiu os ajustes por efeitos econômicos no patrimônio das operadoras a ser considerado no critério estabelecido para Margem de Solvência e Patrimônio Mínimo Ajustado (PMA) e revogou a Instrução Normativa da Diretoria de Normas e Habilitação das Operadoras (IN/DIOPE) nº 27, de 02/06/2009.
RN 206	2009	Modificou os critérios de contabilização da provisão de risco, determinando a reversão integral do saldo contabilizado e exigindo o reconhecimento da receita de contraprestação por meio de rateio <i>pro rata</i> dia do período de cobertura do contrato. Determinou ainda o reconhecimento das cobranças de mensalidade referentes à cobertura do risco do período subsequente, por meio da rubrica de faturamento antecipado que trata de conta redutora do grupo de contas assistenciais a receber.
IN 24	2009	Apresentou regras para o cadastramento de programas de promoção da saúde e prevenção de riscos e doenças certificados por instituições acreditadoras.
RN 209	2009	Apresentou os critérios de manutenção de Recursos Próprios Mínimos e constituição de Provisões Técnicas a serem observados pelas operadoras de planos privados de assistência à saúde (Redação dada pela RN nº 274, de 20/10/2011).
RN 208	2009	Alterou a RN nº 206, de 2/12/2009, modificando principalmente as tratativas para a insuficiência de ativos garantidores da cobertura do saldo remanescente da provisão de risco, provisão para eventos ocorridos e não avisados e também da provisão de eventos a liquidar.
IN 38	2009	Definiu os ajustes por efeitos econômicos no patrimônio da operadora a ser considerado para fins de Margem de Solvência e Patrimônio Mínimo Ajustado.
IN 2	2010	Apresentou regras para cadastramento, monitoramento e investimentos em programas de promoção da saúde e prevenção de riscos e doenças por parte das operadoras de planos privados de assistência à saúde; revogou a Instrução Normativa Conjunta nº 001, da Diretoria de Normas e Habilitação das Operadoras (DIOPE) e da Diretoria de Normas e Habilitação

		dos Produtos (DIPRO), de 30/12/2008, e alterou a Instrução Normativa nº 24, da Diretoria de Normas e Habilitação dos Produtos (DIPRO), de 8/12/2009.
RN 243	2010	Alterou as RNs nº 173, de 10/07/2008, nº 209, de 22/12/2009, e nº 227, de 19/08/2010. Como alterações mais substanciais destacam-se: (i) a apresentação de regras para mensuração do valor da PEONA quando não há metodologia própria aprovada pela Agência; (ii) a desobrigação de apresentação de obrigação acessória por operadoras com menos de 20 mil beneficiários; e a (iii) obrigatoriedade de constituição do valor integral da PEONA no prazo máximo de 36 meses.
RN 244	2011	Alterou a RN nº 117, de 30/11/2005, modificando principalmente a tratativa para guarda e disponibilização de documentos.
RN 246	2011	Alterou a RN nº 209, de 22/12/2009, modificando a exigência de constituição de margem de solvência para seguradoras especializadas em saúde, que poderão, a partir da publicação da norma, constituir a margem de solvência integral até 31/12/2017.
IN 50	2012	Definiu os ajustes por efeitos econômicos no patrimônio da operadora a ser considerado para fins de Margem de Solvência e Patrimônio Mínimo Ajustado e revogou a IN nº 38, de 28/12/2009, da Diretoria de Normas e Habilitação das Operadoras (DIOPE).
RN 373	2015	Alterou e revogou dispositivos da RN nº 209, de 22/12/2009. Como modificação mais substancial destaca-se a alteração do critério de constituição de Margem de Solvência e PEONA para operadoras cindidas e fundidas que necessitam observar a situação da operadora antiga após a cisão e/ou fusão.
RN 392	2015	Revogou a RN nº 159 de 03/07/2007 e alterou critérios para aceitação, registro, vinculação, custódia, movimentação e diversificação dos ativos garantidores das operadoras no âmbito do sistema de saúde suplementar e deu outras providências. Dentre as principais atualizações, destaca-se a flexibilização da vinculação de recursos garantidores sobre as dívidas de ressarcimento ao SUS reconhecidas por meio de estimativa do percentual histórico de impugnações.

Apêndice 2 – Evolução das normas da ANS relativas às garantias financeiras

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas normas da ANS