



## COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS E INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS: UMA ANÁLISE DO SETOR DE SAÚDE DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

**JENIFER VOGES PEREIRA**

*Universidade Federal de Santa Catarina*

[jenivoges@hotmail.com](mailto:jenivoges@hotmail.com)

**BÁRBARA CARVALHO BORGES**

*Universidade Federal de Santa Catarina*

[barbaraborges9@hotmail.com](mailto:barbaraborges9@hotmail.com)

**SULIANI ROVER**

*Universidade Federal de Santa Catarina*

[sulianirover@gmail.com](mailto:sulianirover@gmail.com)

### **Resumo**

O presente estudo visa comparar os indicadores econômico-financeiros das empresas do setor da saúde do mercado acionário brasileiro que realizaram combinações de negócios. A amostra totaliza 19 empresas, sendo realizada uma abordagem quantitativa. Utilizou-se os indicadores de liquidez geral, liquidez corrente, liquidez seca, *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization* (EBITDA), giro do ativo, margem líquida, retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno sobre o investimento (ROI) e alavancagem financeira, onde aplicou-se o teste de diferenças de medianas para identificar o efeito das combinações de negócios nos indicadores das empresas. Os resultados encontrados após a análise descritiva dos indicadores e aplicação do teste não paramétrico de *Mann-Whitney*, demonstram que as empresas que realizaram combinações de negócios obtiveram melhores índices. Conclui-se, que no período estudado de 2016 a 2020 apesar da crise mundial resultante da pandemia do vírus da Covid-19 e da crescente visibilidade das empresas do setor de saúde no mercado acionário, as empresas que realizaram algum tipo de combinação de negócios tiveram alterações positivas em suas variáveis.

**Palavras-chave:** Combinações de Negócios. Saúde. Mercado Acionário Brasileiro.

**Área Temática:** Contabilidade para Usuários Externos e Auditoria

**Subárea Temática:** Contabilidade Financeira Societária

## 1. Introdução

O mercado acionário brasileiro vem apresentando uma evolução notória, com o aumento nos números de operações de fusões e aquisições (F&A) realizadas no Brasil (Declodt, 2019). Neste período as empresas do ramo da saúde obtiveram destaque, impulsionadas em parte pela crise mundial resultante da pandemia de Covid-19, decretada em março de 2020 pela Organização Mundial da Saúde (OMS) (Anhesini, 2022). Essa situação proporcionou às empresas desse ramo maior visibilidade no mercado para estabelecer novos negócios e expandir suas áreas de atuação.

De acordo com Nery e Britto (2022), a crescente demanda por produtos e serviços relacionados à saúde impulsionou o mercado de ações dessas empresas, o que resultou no aumento do seu valor de mercado. Esse cenário abriu novas oportunidades para a realização de novos negócios e incentivou o crescimento do setor. Com o mercado favorável para este setor muitas empresas aproveitaram a oportunidade para fechar novos negócios como F&A, denominadas de combinações de negócios. De acordo com o Comitê de pronunciamento contábeis (CPC 15, 2011), que trata de combinações de negócios, a entidade delimita se uma transação ou acordo entre as partes se caracteriza ou não como uma combinação de negócios.

A *International Financial Reporting Standards (IFRS) 3 Business Combination* emitida pelo *International Accounting Standards Board (IASB)*, que atualmente está em revisão, discorre que a combinação de negócios refere-se a uma transação no qual o adquirente obtém o controle de um ou mais negócios, identificando e reconhecendo os ativos identificáveis e passivos assumidos. Caso os ativos adquiridos não se enquadrem como negócio a empresa deve contabilizá-los como aquisição de ativos.

O CPC 15 orienta que as combinações de negócios ocorrem por meio de uma operação ou outros eventos em que os ativos adquiridos e os passivos assumidos constituam um negócio (CPC 15, 2011). Desta forma essas transações devem ser contabilizadas pela entidade por meio do método de aquisição, que consiste na identificação do adquirente; determinação da data da aquisição; reconhecimento e mensuração dos ativos e passivos assumidos; e, reconhecimento e mensuração do ágio por expectativa de rentabilidade futura ou do ganho por compra vantajosa (CPC 15, 2011).

Estudos anteriores, como Macohon *et al.* (2016), apresentam que não há um consenso na literatura sobre os efeitos das combinações de negócios no desempenho das empresas. Dessa forma, a pesquisa em questão busca abordar os temas combinações de negócios e indicadores econômico-financeiros das empresas do setor da saúde do mercado acionário brasileiro. Pesquisas anteriores que envolvem combinações de negócios mostraram obter os resultados almejados para explicar determinados fatores em nichos específicos. Esses estudos foram usados como base para a fundamentação desta pesquisa, bem como para a escolha dos indicadores que foram analisados. No geral, os estudos indicam que após as combinações de negócios, as empresas tendem a aumentar significativamente seu fluxo de caixa (Ghosh, 2001; Healy *et al.*, 1992; Vieira *et al.*, 2017; Fasolin *et al.*, 2020)

De acordo com Koike e Filgueiras (2021) em notícia publicada no Valor Econômico, as empresas Hapvida e Intermédica firmaram um acordo de fusão e criaram uma nova companhia de R\$ 110,5 bilhões, aumentando o prêmio dos acionistas de 10% para 15%, o que mostra o aquecimento no mercado financeiro.

Este estudo visa comparar os indicadores econômico-financeiros das empresas do setor da saúde do mercado acionário brasileiro que realizaram combinações de negócios. Inicialmente, foram verificadas as empresas do setor de saúde que realizaram combinações de negócios por meio da evidenciação nas demonstrações financeiras do período de 2016 a 2020, na sequência, foram operacionalizados os indicadores econômicos e financeiros dos anos analisados, e por fim comparados tais indicadores entre as empresas que realizaram ou não

combinações de negócios. Desta forma, as evidências da pesquisa podem fornecer evidências de como o período da pandemia interferiu nos negócios efetuados pelas empresas da área da saúde.

Anhesini (2022) indica um aumento no número de combinações de negócios das empresas do setor da saúde, impulsionado pelo cenário mundial da pandemia, o que fez com que os olhos dos investidores e do mercado acionário voltassem para este setor. Portanto, o presente estudo amplia a visão deste setor no mercado acionário brasileiro mostrando os reais efeitos positivos e negativos ao longo de um período delimitado em que engloba a pandemia de Covid-19. Deste modo, considerando o uso de diferentes dados e variáveis, espera-se contribuir para o entendimento da relação entre as combinações de negócios em um período de tempo que abrange uma crise pandêmica.

## 2. Referencial Teórico

A fundamentação teórica do presente estudo visa destacar os principais conceitos sobre combinações de negócios, correlacionando com estudos anteriores que analisaram indicadores econômico-financeiros.

### 2.1 Combinação de negócios

O CPC 15, aprovado em junho de 2011 pela Comissão de Valores Mobiliário (CVM), define que as combinações de negócios ocorrem a partir de uma operação ou outros eventos em que os ativos adquiridos e os passivos assumidos constituam um negócio, mensurando pelos respectivos valores justos da data da aquisição.

Uma combinação de negócios pode ser definida através da obtenção de controle de um ou mais negócios, pela transferência de dinheiro ou outros ativos, por incorrer em passivos, pela emissão de ações, por envolver mais de um tipo de pagamento ou por contrato (Lemes & Carvalho, 2010). Diante disso, observa-se que há vários meios para efetivar a obtenção de controle, sem que seja apenas compra e transferência de pagamento.

Essas transações devem ser contabilizadas pela entidade por meio do método de aquisição, que consiste na identificação do adquirente; determinação da data da aquisição; reconhecimento e mensuração dos ativos e passivos assumidos; e reconhecimento e mensuração do ágio por expectativa de rentabilidade futura ou do ganho por compra vantajosa (CPC 15, 2011).

A norma de contabilidade internacional correlata ao CPC 15 é a IFRS 3 - *Business Combinations*, atualmente em revisão, trata das combinações de empresas, que são processos de fusão e aquisição (F&A) que envolvem a obtenção de controle, reconhecendo e mensurando nas demonstrações financeiras da adquirente os ativos e passivos adquiridos.

De acordo com Wangerin (2019) antes de concluir uma combinação de negócios as empresas adquirentes realizam o processo de *Due Diligence*. Este procedimento fornece à parte adquirente informações necessárias quanto aos riscos e vantagens envolvidas na transação, oferecendo uma oportunidade para negociações ou conclusão da transação.

Fasolin *et al.* (2020) argumenta que nos últimos anos é possível verificar um aumento nas combinações de negócios ocorridos no Brasil, trazendo eventuais reflexos nas empresas adquiridas e principalmente para a parte adquirente.

### 2.2 Estudos relacionados

Foram utilizados estudos anteriores que envolvem combinações de negócios em diversas áreas como base para a fundamentação desta pesquisa, principalmente para a escolha dos indicadores analisados. A Tabela 1 demonstra os estudos selecionados que possuem alguma relação com a pesquisa mencionando seus autores, datas da publicação, objetivos, variáveis estudadas e resultados. Os estudos relacionados apresentados na Tabela 1

corroboram a escolha do tema e dos indicadores escolhidos para fundamentar o presente estudo.

Tabela 1.

**Pesquisas relacionadas**

Autor (ANO)	Objetivo	Variáveis	Resultados
Macohon <i>et al.</i> (2016).	Analisar a variância dos indicadores de desempenho de 47 empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA que passaram por operações de combinação de negócios no ano de 2010.	ROA, ROE, Valor de Mercado, Tamanho, Margem líquida, Resultado por ação e Endividamento.	A partir da análise dos índices de desempenho, o estudo indicou que as variáveis não apresentaram variação significativa no período de análise.
Fasolin <i>et al.</i> (2020).	Identificar quais as características de governança corporativa e econômico-financeiras que influenciam as práticas de combinação de negócios em empresas brasileiras.	Tamanho da empresa, Grau de endividamento, ROA e Liquidez.	Dentre as variáveis selecionadas o resultado do modelo de regressão logística apontou o tamanho das organizações como a variável mais significativa que explica as transações de combinação de negócios.
Vieira <i>et al.</i> (2017).	Analisar as possíveis diferenças encontradas nos indicadores de liquidez, rentabilidade e alavancagem das empresas brasileiras de capital aberto que efetuaram operações de fusões e aquisições de 2010 a 2014.	Necessidade de Capital de Giro, Capital de Giro, Saldo de Tesouraria e Retorno sobre o Patrimônio Líquido, esse último decomposto em Margem Líquida, Giro do Ativo Total e Alavancagem.	Verificou-se que no curto prazo houve uma piora nos indicadores de liquidez provocada principalmente pelo aumento da necessidade de capital de giro. Porém rentabilidade e alavancagem não apresentaram diferenças estatisticamente significativas.
Velooso e Malik (2010).	Avaliar o desempenho econômico-financeiro de empresas da área de Saúde, com enfoque nos indicadores de rentabilidade, comparando hospitais, operadoras de planos de saúde e empresas em geral.	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Investimento (ROI), Margem Líquida (ML), Ebitda e a Evolução Real da Receita (ERR).	A rentabilidade de hospitais com maiores receitas não parece diferir significativamente da de outras empresas da economia.

Autor (ANO)	Objetivo	Variáveis	Resultados
Melo (2010).	Avaliar os efeitos econômicos e financeiros de combinações de negócios em empresas de capital aberto, investigar os motivos que levaram a realizar tais operações, se foram alcançados e seus respectivos impactos nas demonstrações financeiras.	Índices de liquidez, Estrutura de Capital e Indicadores de rentabilidade.	Houve um aumento no endividamento nas empresas Braskem S.A e B2W, o grau de alavancagem financeira na Vale S.A e B2W melhorou no período e o EBITDA apresentou variação positiva evidenciando o crescimento das empresas.
Kouser e Saba (2011).	Avaliar os efeitos da fusão na lucratividade dos bancos utilizando seis índices financeiros diferentes.	Índices de lucratividade, índices de retorno sobre o patrimônio líquido, capital investido e rácios da dívida em relação ao capital próprio.	Os resultados encontrados mostram um declínio nos índices selecionados. A pesquisa concluiu que há um impacto negativo de fusões e aquisições no desempenho do banco após realizar essas transações.
Maditinos <i>et al.</i> (2009).	Investigar os efeitos de curto e longo prazo da fusão de dois bancos.	Avaliação do coeficiente de risco beta.	Após avaliado o coeficiente, verificou-se um valor de risco beta para o banco, que é uma concordância dos coeficientes de risco beta dos dois bancos.

Fonte: dados da pesquisa (2023)

De acordo com a Tabela 1, percebe-se que a maioria dos autores optou pelas variáveis de rentabilidade, liquidez e administração do capital de giro por serem variáveis que revelam o rendimento dos investimentos, a capacidade de geração de renda e a situação financeira da empresa.

Com base nos estudos anteriores é possível verificar um efeito positivo nos resultados das empresas adquirentes em relação ao índice de liquidez (Melo, 2010), grau de alavancagem financeira (Melo, 2010; Vieira, 2017), rentabilidade (Vieira, 2017; Veloso, 2010) e tamanho da empresa (Fasolin, 2020).

Ghosh (2001) analisou o desempenho operacional de empresas após aquisições corporativas entre 1981 e 1995. Os resultados alcançados mostraram que os fluxos de caixas aumentam significativamente após aquisições feitas com dinheiro, porém diminuem para as aquisições de ações. Healy *et al.* (1992) examinaram o desempenho pós-aquisição das 50 maiores combinações de negócios dos EUA entre 1979 e 1984. O estudo apresentou que as empresas fundidas obtiveram melhorias significativas com relação ao retorno do fluxo de caixa operacional após a combinação.

Porém, ainda não há um consenso na literatura de como seriam influenciadas por meio dessas operações as variáveis de alavancagem e rentabilidade, que para alguns autores expressou resultados significativos e para outros não agregou resultados para a pesquisa (Macohon *et al.*, 2016). Os autores Macohon *et al.* (2016) analisaram os indicadores de desempenho de 47 empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA em 2010, evidenciaram que os índices de desempenho não apresentaram variância significativa no período estudado.

Fasolin *et al.* (2020) identificaram quais as características de governança corporativa influenciam as práticas de combinação de negócios. O resultado do modelo de regressão logística apontou o tamanho das organizações como a variável que explica as transações de negócios.

O estudo de Vieira *et al.* (2017) corroboram ao analisar as possíveis diferenças encontradas nos indicadores de liquidez, rentabilidade e alavancagem das empresas brasileiras que efetuaram operações de fusões e aquisições nos anos de 2010 a 2014. Foi constatado que na análise de curto prazo houve uma piora nos indicadores de liquidez provocada pelo aumento da necessidade de capital de giro.

Veloso e Malik (2010) utilizaram os indicadores de rentabilidade para avaliar o desempenho econômico-financeiro de empresas da área de saúde, realizando uma comparação entre hospitais, operadoras de planos de saúde e empresas em geral e concluíram que a rentabilidade de hospitais com maiores receitas não difere significativamente da de outras empresas da economia.

Já Melo (2010) estudou os efeitos econômicos e financeiros de combinações de negócios em empresas de capital aberto, utilizou os índices de liquidez, estrutura de capital e de rentabilidade. O autor conclui que houve o aumento no endividamento de algumas empresas, melhoras no grau de alavancagem financeira e EBITDA com variação positiva.

O estudo de Kouser e Saba (2011) analisa os efeitos da fusão na lucratividade dos bancos, pela ótica dos índices lucratividade, retorno sobre o patrimônio líquido, capital investido e rácios da dívida em relação ao capital próprio. Os autores concluíram que houve um declínio nos índices selecionados e após as transações há um impacto negativo de fusões e aquisições no desempenho do banco. Por fim, Maditinos *et al.* (2009) investigaram os efeitos de curto e longo prazo da fusão de dois bancos. Por meio da avaliação do coeficiente de risco beta, concluíram que há um valor de risco beta para os bancos.

Diante dos variados estudos encontrados na literatura, a presente pesquisa utilizou as variáveis de rentabilidade, liquidez e administração do capital de giro com base nas pesquisas descritas anteriormente.

### **3. Métodos da Pesquisa**

#### **3.1 Classificação da pesquisa**

Para que os objetivos propostos sejam atendidos, o presente estudo tem o intuito de analisar as empresas do setor da saúde que realizaram combinações de negócios. O procedimento de pesquisa é o documental. Quanto à abordagem, o estudo é quantitativo, uma vez que busca analisar comparativamente os indicadores econômicos e financeiros das empresas que realizaram ou não combinações de negócios.

#### **3.2 Amostra e coleta de dados**

Neste estudo a população totaliza 25 companhias listadas na B3 em 18/08/2021. Porém, destaca-se que seis empresas não foram analisadas (Kora Saúde Participações S.A.(Kora Saúde), Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A. (Oncoclinicas), CM Hospitalar S.A (Viveo) e Hospital Mater Dei S.A (Mater Dei), pois abriram o capital após 2018; e as empresas Empreendimentos Pague Menos S.A (Pague Menos) e Nortec Química S.A (Nortecquimica)), pois divulgaram apenas as demonstrações financeiras individuais. Assim, a amostra totaliza 19 empresas, sendo duas empresas da divisão de medicamentos e outros produtos, nove empresas são do subsetor de Serviços Médico (Hospitares, Análises e Diagnósticos), duas empresas do subsetor de equipamentos e seis empresas da divisão de comércio e distribuição, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2.

**Empresas do setor de saúde listadas na B3**

Setor Econômico	Subsetor	Empresas	Código
Saúde	Medicamentos e Outros Produtos	BIOMM	BIOM
		OUROFINO S/A	OFSA
	Serviços Médico - Hospitalares,	ALLIAR	AALR
		DASA	DASA
		FLEURY	FLRY
		HAPVIDA	HAPV
		IHPARDINI	PARD
		INTERMEDICA	GNDI
		ODONTOPREV	ODPV
		QUALICORP	QUAL
		REDE D OR	RDOR
	Equipamentos	BAUMER	BALM
		LIFEMED	LMED
	Comércio e Distribuição	BLAU	BLAU
		DIMED	PNVL
		D1000VFARMA	DMVF
		HYPERA	HYPE
		PROFARMA	PFRM
		RAIADROGASIL	RADL

Fonte: dados da pesquisa (B3, em 18/08/2021).

A crescente visibilidade dessas empresas após os anúncios de operações de fusões e aquisições fez com elas fossem escolhidas como objeto de estudo desta pesquisa, com o intuito de analisar as variações ocorridas entre 2016 a 2020 no número de combinações de negócios e seus impactos nos indicadores.

Após a delimitação da amostra, foi feita a classificação das empresas que realizaram combinações de negócios como 1 para as que realizaram e 0 para as que não realizaram. Foram coletados os indicadores financeiros utilizados (Tabela 3), a fim de identificar a influência das combinações nestes indicadores através da análise.

Os indicadores foram classificados de acordo com Miranda (2003), que divide as variáveis em três grupos: financeiros tradicionais, não financeiros tradicionais e não tradicionais, os indicadores utilizados no presente estudo são todos classificados como financeiros tradicionais por estarem diretamente relacionados com o faturamento, conforme apresentado na Tabela 3.

Tabela 3.

**Indicadores financeiros selecionados**

Denominação	Fórmula
Retorno sobre o investimento (ROI)	$(1 - IR / 100) \times (\text{Lucro antes de juros e impostos EBIT} / \text{Investimento}) \times 100$
Giro do ativo	$\frac{\text{Receita líquida operacional}}{\text{Ativo total}}$
Margem líquida	$\frac{\text{Lucro líquido} + \text{Part. acion. minoritários}}{\text{Receita líquida operacional}} \times 100$
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{PL}} \times 100$
Alavancagem financeira	$\frac{(\text{Lucro líquido} + \text{Part. acion. minoritários}) \times \text{Ativo total}}{(\text{PL} + \text{Part. acion. minoritários}) / (\text{Lucro líquido} + \text{Part. acion. minoritários} - \text{Resultado financeiro})}$
EBITDA	Lucro antes de juros e impostos EBIT + Depreciação, amortização e exaustão
Índice de liquidez corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
Índice de liquidez seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$
Índice de liquidez geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável LP}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não circulante}}$

Fonte: dados da pesquisa

Pelo exposto na Tabela 3, os indicadores estão disponíveis na base de dados do Economática®, que foi utilizado como fonte de pesquisa para o estudo. Alguns autores trazem no escopo de suas pesquisas a descrição e o significado dos indicadores e para analisar os mesmos leva-se em consideração os entendimentos apresentados na sequência.

O retorno sobre o investimento (ROI), de acordo com Neves e Viceconti (2003, p. 468), “[...] pretende medir a eficiência com que os administradores aplicaram os recursos em investimentos destinados a uso e operação na empresa (ativo operacional), de modo a contribuir para a geração de receitas”.

Já de acordo com Assaf Neto (2010, p. 211), o Giro do Ativo “indica o número de vezes que o Ativo da empresa girou (transformou-se em dinheiro) em determinado período em função das vendas realizadas.”.

A margem líquida de acordo com Matarazzo (2003) indica o lucro que a empresa obtém para cada R\$100 vendidos, ainda de acordo com o autor, quanto maior este indicador, melhor para a empresa.

Segundo Martins (2018, p. 177) o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) “[...] verifica o retorno obtido pelo acionistas considerando a estrutura de capital utilizada pela entidade em determinado período.”.

Martinez (2016, p. 5) discorre dizendo que “Em suma, a alavancagem financeira de uma empresa é explicada por seu perfil de agressividade tributária, devendo a mesma ser utilizada como variável explicativa do nível de endividamento com capital de terceiros.”. De acordo com Martins (2018) a alavancagem financeira está diretamente ligada com o retorno



sobre o patrimônio líquido (ROE) , quando os lucros são maiores aumenta o ROE e deprime quando os lucros diminuem.

De acordo com Icó (2001, p. 1), “[...] o Ebitda se revela como um indicador capaz de demonstrar o verdadeiro desempenho da atividade precipuamente operacional.”

Segundo Martins (2018, p. 106) a liquidez corrente, “[...] mostra o quanto a empresa tem de recurso de curto prazo (ativo circulante) para cada real de dívidas de curto prazo (passivo circulante)”.

De acordo com Mello (2015, p. 30), a liquidez seca “[...] mensura a capacidade da empresa de pagar as obrigações de curto prazo com suas disponibilidades financeiras e contas a receber, excluindo o estoque”.

E por fim, de acordo com Martins (2018, p. 108), o índice de liquidez geral expõe “[...] a capacidade de pagamento atual da empresa com relação às dívidas de longo prazo.”

### 3.3 Análise de dados

Para a realização da análise de dados da presente pesquisa foram realizados testes estatísticos no software SPSS®, como estatística descritiva das variáveis, teste de normalidade e teste não paramétrico de diferença de medianas de *Mann-Whitney*.

## 4. Resultados da Pesquisa

### 4.1 Análise descritiva das combinações de negócios

Ao longo dos cinco anos analisados, é possível constatar que as combinações de negócios não sofreram muitas oscilações entre 2016 a 2019. No entanto, o ano de 2020 apresentou uma diminuição significativa em comparação aos anos anteriores. A Figura 1 apresenta a síntese do número de combinações de negócios realizadas pelas empresas do setor de saúde nos anos de 2016 a 2020.

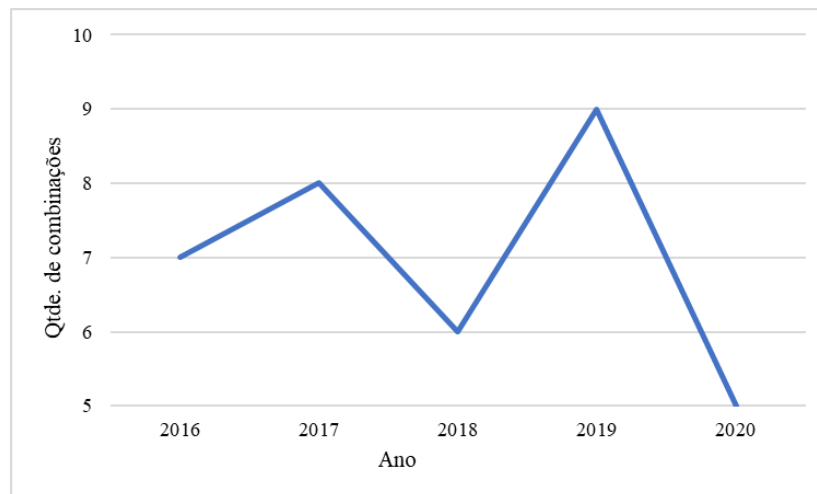


Figura 1.

#### Quantidade de combinações/ano

Fonte: dados da pesquisa

De acordo com a Figura 1, o ano de 2020 teve uma baixa gradativa se comparado com o ano de 2019, onde o setor de saúde teve em média nove combinações de negócios efetuadas. De acordo com Vinícius Pereira (2020), em notícia publicada no Uol Economia, a queda das transações realizadas no ano 2020 pode ser explicada pela forte reação que o coronavírus causou na economia, derrubando mercados acionários, desestabilizando empresas de grandes portes e deixando os investidores inseguros.

Para melhor analisar como as empresas do setor de saúde foram impactadas de forma positiva ou negativa neste período de pandemia, realiza-se uma análise dos seus indicadores financeiros entre 2016 e 2020, sendo exposto nas figuras apresentadas, onde consta um compilado dos indicadores ao longo dos anos estudados. A Figura 2 apresenta as médias da liquidez geral para as empresas do setor de saúde, que realizaram ou não combinações de negócios entre os anos de 2016 a 2020.

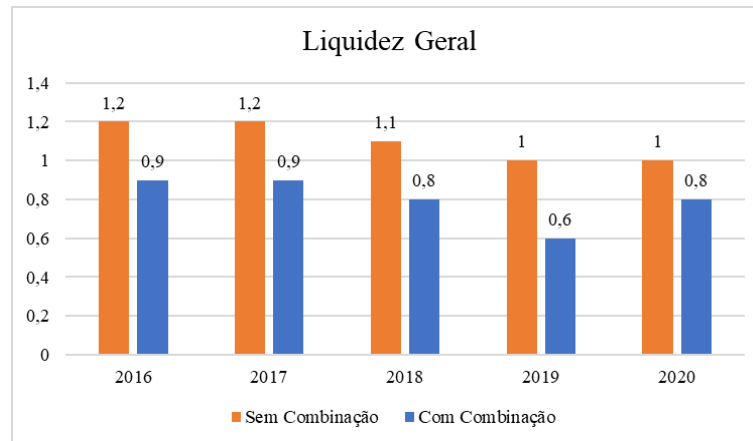


Figura 2.

**Média do índice de liquidez geral das empresas que realizaram ou não combinações de negócios**

Fonte: dados da pesquisa

Conforme a Figura 2, o índice de liquidez geral das empresas do setor de saúde nos anos de 2016 a 2020 mostra que, comparando os períodos das empresas com e sem combinações de negócios, as empresas sem combinações de negócios detêm melhor capacidade para sanar suas dívidas. De acordo com Melo (2010, p. 43) a liquidez geral “[...] representa a saúde financeira no longo prazo”, então as empresas que não realizaram combinações de negócios mostraram obter melhor desempenho para liquidar suas dívidas a longo prazo. Já na Figura 3 exposta a seguir é possível verificar médias da liquidez corrente para as empresas do setor de saúde, que realizaram ou não combinações de negócios entre os anos de 2016 a 2020.

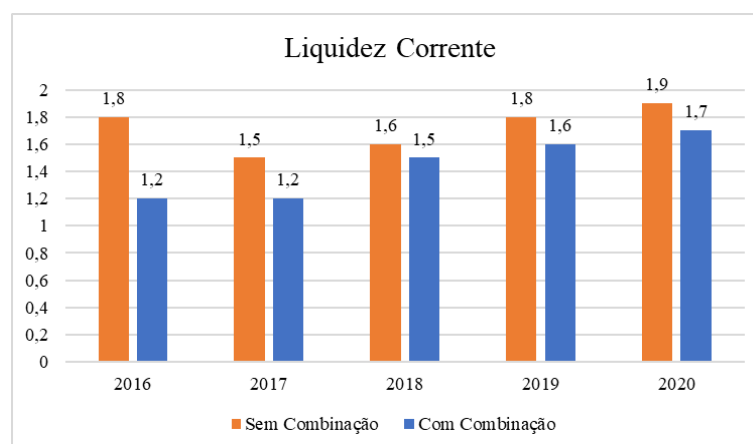


Figura 3.

**Média do índice de liquidez corrente das empresas que realizaram ou não combinações de negócios**

Fonte: dados da pesquisa

Na Figura 3, analisando o índice de liquidez corrente em todos os anos tanto para as empresas com ou sem combinações de negócios, o índice ficou acima de 1, sendo assim o Capital Circulante Líquido é positivo. Segundo Melo (2010, p. 42), “quanto maior a liquidez corrente, mais alta se apresenta a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro.”, logo observa-se que, novamente as empresas que não realizaram combinações de negócios estão com melhores índices em todos os anos. A Figura 4 apresenta as médias do índice de liquidez seca, das empresas que englobam o setor de saúde nos anos de 2016 a 2020.

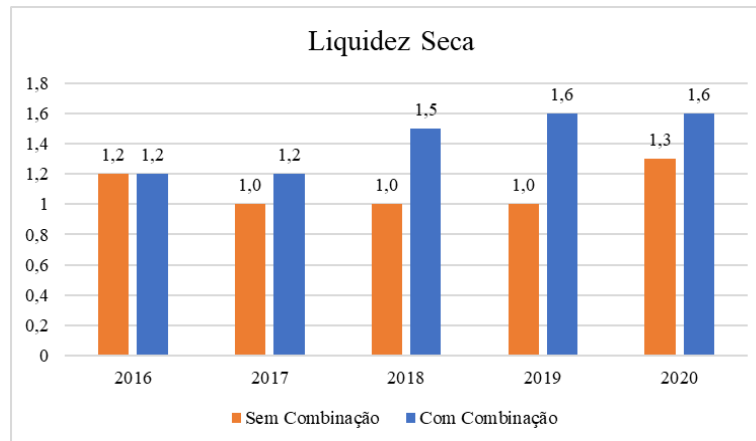


Figura 4.

**Média do índice de liquidez seca das empresas que realizaram ou não combinações de negócios**

Fonte: dados da pesquisa

Quanto ao índice de liquidez seca (Figura 4), revela-se que todos os anos analisados ficaram acima de 1, independente da ocorrência de combinações de negócios. Ou seja, em média as empresas do setor de saúde analisadas possuem mais ativos líquidos para cada real de dívida de curto prazo, sendo que, as empresas que realizaram combinações de negócios mostraram obter melhores resultados em capacidade para quitar suas dívidas de curto prazo. A Figura 5 apresenta as médias do EBITDA para as empresas que realizaram ou não combinações de negócios, no período de 2016 a 2020.

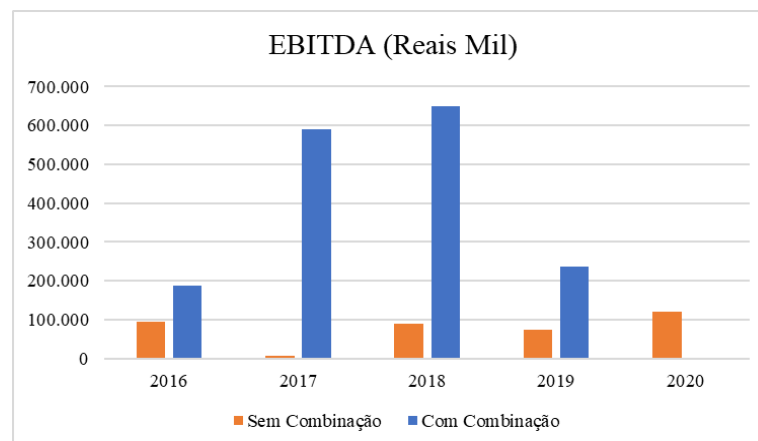


Figura 5.

**Média do EBITDA das empresas que realizaram ou não combinações de negócios**

Fonte: dados da pesquisa

A Figura 5 apresenta maior média do EBITDA nas empresas com combinações de negócios quando comparadas com as demais empresas, com exceção do ano de 2020. Esse resultado indica que o desempenho da atividade operacional (ICÓ, 2001) foi melhor para as empresas que realizaram combinações de negócios. Na Figura 6 é apresentado a médias do giro do ativo durante os anos de 2016 a 2020 para as empresas do setor da saúde que realizaram ou não combinações de negócios.

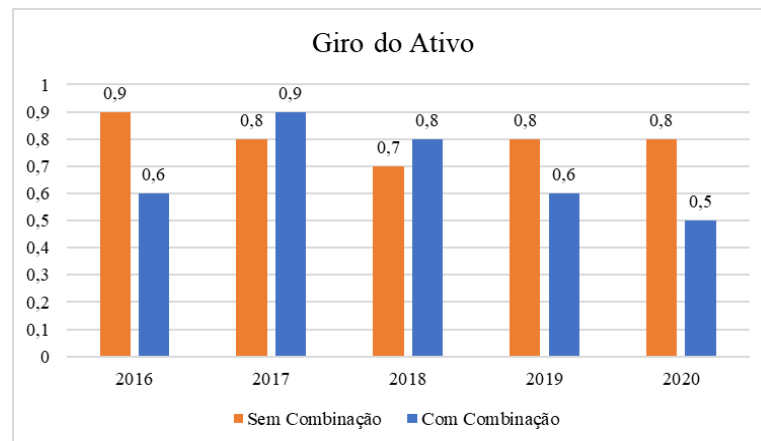


Figura 6.

**Média do giro do ativo das empresas que realizaram ou não combinações de negócios**

Fonte: dados da pesquisa

De acordo com Vieira *et al.* (2017), o giro do ativo é “uma medida de eficiência”, sendo assim na Figura 6 o giro do ativo do setor da saúde girou mais para as empresas sem combinações de negócios nos anos de 2016, 2019 e 2020 e as empresas com combinações nos anos de 2017 e 2018. Isso mostra que nos anos de 2016, 2019 e 2020 as empresas sem combinações foram mais eficientes na geração de receitas com seus ativos, se comparado com as empresas que realizaram combinações de negócios. A Figura 7 apresenta as médias da margem líquida para as empresas que realizaram ou não combinações de negócios entre os anos de 2016 a 2020.

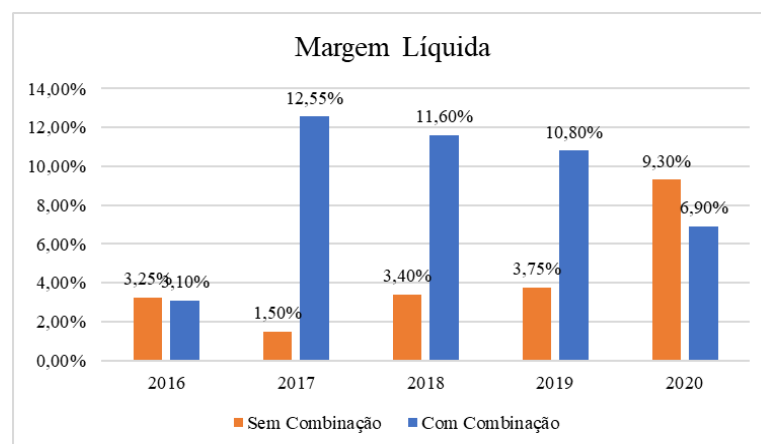


Figura 7.

**Média da margem líquida das empresas que realizaram ou não combinações de negócios**

Fonte: dados da pesquisa

A partir da Figura 7, observa-se que nos anos de 2017 a 2019 as empresas que realizaram combinações de negócios tiveram melhores resultados, sendo assim foram mais lucrativas. A margem líquida, de acordo com Veloso (2010), indica que quanto maior for, melhor a medida de lucratividade da empresa. Quanto ao ROE, as médias das empresas que realizaram ou não combinações de negócios são encontradas na Figura 8.

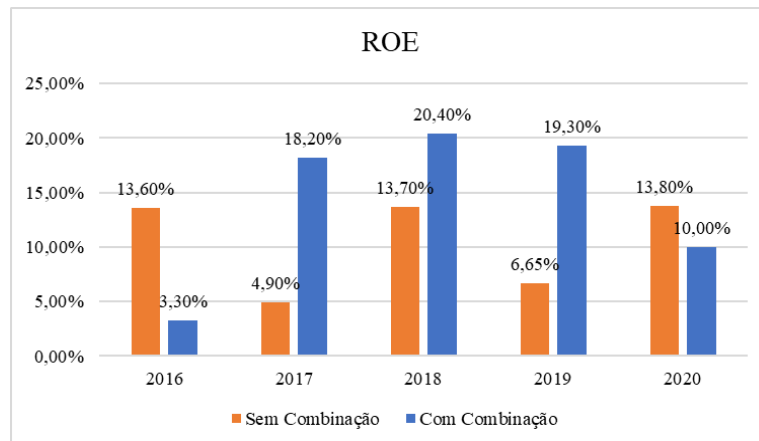


Figura 8.

**Média do ROE das empresas que realizaram ou não combinações de negócios**

Fonte: dados da pesquisa

Assim como a margem líquida, o ROE demonstrou resultados melhores para as empresas que realizaram combinações de negócios nos anos de 2017 a 2019, sendo assim, essas entidades possuem mais capacidade de agregar valor com os próprios recursos. Macohon *et al.* (2016, p. 208) destacam que “[...] após as operações de combinação de negócios o Patrimônio Líquido das empresas cresceu substancialmente e o Lucro Líquido não apresentou aumento proporcional. Esta afirmação é confirmada pelos resultados da margem líquida, que neste período, sofreu pequeno impacto positivo”. A Figura 9 apresenta as médias das empresas que realizaram ou não combinações de negócios entre os anos de 2016 a 2020 e estão situadas no setor da saúde.

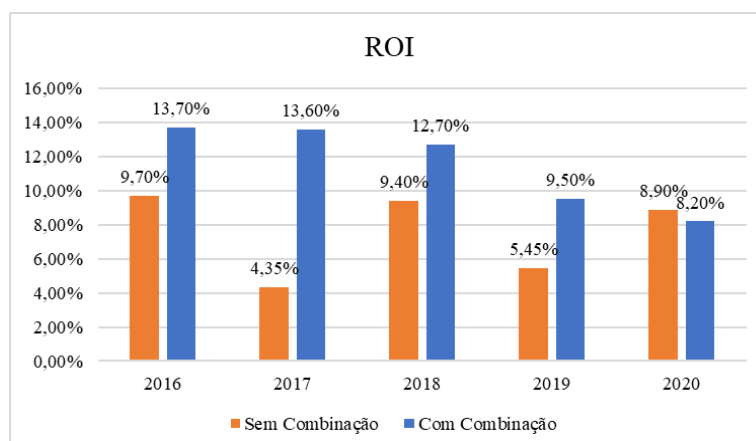


Figura 9.

**Média do ROI das empresas que realizaram ou não combinações de negócios**

Fonte: dados da pesquisa

De acordo com Veloso e Malik (2010) o ROI “[...] representa a produtividade da utilização dos recursos (Atkinson *et al.*, 2000), e quanto maior, melhor.”. Observa-se na

Figura 9 que de 2016 a 2019 as empresas com combinações de negócios aplicaram de forma mais eficaz seus recursos, enquanto as empresas sem combinação ficaram receosas de realizar aplicações comprometedoras. Por fim, a Figura 10 apresenta as médias da alavancagem financeira para as empresas que realizaram ou não combinações de negócios entre os anos de 2016 a 2020.

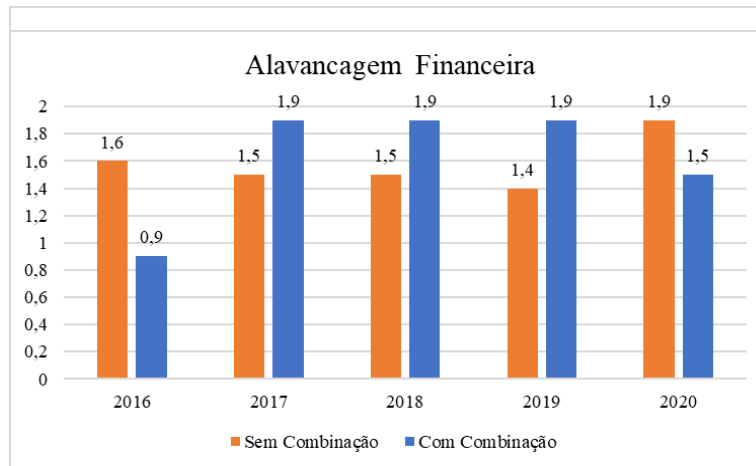


Figura 10.

### Média da alavancagem financeira das empresas que realizaram ou não combinações de negócios

Fonte: dados da pesquisa

Nos anos de 2017 a 2019 as empresas com combinações de negócios mostraram maiores resultados para o indicador de alavancagem financeira, por se tratar de um período de alta no mercado as empresas conseguiram se manter estáveis e seus recursos de terceiros estão impulsionando os lucros, consequentemente alavancando o ROE. Já no ano de 2016 as empresas com combinações de negócios ficaram com o indicador desfavorável abaixo de 1, sendo assim os recursos de terceiros estão prejudicando o ROE.

## 4.2 Análise estatística das combinações de negócios

Com o objetivo de analisar a relação das combinações de negócio e dos indicadores das empresas do setor da saúde no mercado acionário brasileiro, realizou-se uma análise de estatística descritiva considerando cada indicador, conforme apresentado na Tabela 4.

Tabela 4.

### Estatística descritivas das variáveis de empresas do setor de saúde

Variáveis	Mínimo		Máximo		Média estatística		Desvio padrão	
	C/C	S/C	C/C	S/C	C/C	S/C	C/C	S/C
Liquidez geral	0,5	0,4	3,4	2,1	0,91	1,13	0,5	0,44
Liquidez corrente	0,8	0,5	5,8	3,1	1,8	1,79	0,97	0,63
Liquidez seca	0,5	0,2	5,7	2,9	1,68	1,29	0,98	0,68
EBITDA (Reais Mil)	1.152	-47.994	985.315	979.972	420.575	160.530	348.580	245.072
Giro do ativo	0,3	0	1,7	2,6	0,79	0,93	0,37	0,63
Margem líquida	-1,2	-370,18	0,21	0,36	0,06	-7,02	0,23	49,1

ROE	-1,4	-0,69	1,38	1,15	0,17	0,09	0,39	0,28
ROI	0,01	-0,15	0,95	0,72	0,17	0,1	0,22	0,16
Alavancagem financeira	-2,3	-13,4	6,7	17,9	1,65	1,75	1,58	3,31

Nota: \* C/C refere-se a período com combinação. \*\*S/C refere-se a período sem combinação.  
Fonte: dados da pesquisa

Por meio da Tabela 4, expõe-se a estatística descritiva das empresas que realizaram ou não combinações de negócios no período estudado. É possível verificar que no índice de liquidez seca as empresas que realizaram combinações de negócios mostraram melhores resultados. Porém, quando analisados os índices geral e corrente (Figuras 2 e 3), as empresas que não realizaram combinações parecem possuir mais capacidade para sanar suas dívidas e uma saúde financeira melhor. Esse resultado deve-se aos elevados valores que são geralmente desembolsados para se efetivar uma operação de obtenção de controle de um negócio. Quanto à variável EBITDA, a Tabela 4 mostra uma discrepância se comparado às mínimas das empresas com e sem combinação.

O giro do ativo teve 14% de diferença entre as médias estatísticas, sendo que a máxima desta variável foi de 2,60 registrado para as empresas sem combinações de negócios, ou seja, mesmo não realizando combinações de negócios essas empresas ainda assim se mostraram eficientes na geração de receitas com seus ativos. A margem líquida mostrou uma média de 0,06 para as empresas com combinações de negócios e de -7,02 para as empresas sem combinações de negócios, ou seja, as empresas com combinações de negócios possuem melhor porcentagem de lucro em relação às receitas.

As variáveis ROE e ROI apresentaram máximas melhores para as empresas com combinações de negócios, sendo elas 1,38 para o ROE e 0,95 para o ROI e média de 0,17 para ambas as variáveis. Sendo assim, essas empresas possuem melhores chances de valorização dos seus ativos. Por fim, a alavancagem financeira, que seguindo o padrão dos outros indicadores, mostra que as empresas que não realizaram combinações financeiras possuem maior endividamento se comparado com as empresas com combinações de negócios.

Foi realizado o teste de *Kolmogorov-Smirnov* e *Shapiro-Wilk* para verificar a normalidade dos dados.

Tabela. 5  
**Teste de normalidade**

Variáveis	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Estatística	gl	Sig.	Estatística	gl	Sig.
Liquidez geral	0,148	91	<0,001	0,864	91	<0,001
Liquidez corrente	0,147	91	<0,001	0,866	91	<0,001
Liquidez seca	0,139	91	<0,001	0,856	91	<0,001
EBITDA	0,195	91	<0,001	0,812	91	<0,001
Giro do ativo	0,169	91	<0,001	0,913	91	<0,001
Margem líquida	0,499	91	<0,001	0,094	91	<0,001
ROE	0,196	91	<0,001	0,797	91	<0,001
ROI	0,268	91	<0,001	0,73	91	<0,001
Alavancagem financeira	0,264	91	<0,001	0,605	91	<0,001

Fonte: dados da pesquisa

O teste de normalidade apresentado na Tabela 5 mostra que as variáveis não possuem distribuição normal, portanto adota-se um teste não paramétrico.

Tabela. 6

**Testes não paramétrico de Mann-Whitney**

	Liquidez geral	Liquidez corrente	Liquidez seca	EBITDA (Reais Mil)	Giro do ativo	Margem líquida	ROE	ROI	Alavancagem financeira
Mann-Whitney U	626,000	877,500	705,000	577,000	892,500	769,000	726,000	699,000	941,500
Wilcoxon W	1256,000	1507,500	2358,000	2230,000	1522,500	2422,000	2379,000	2352,000	2594,500
Z	-3,001	-0,957	-2,357	-3,382	-0,848	-1,838	-2,184	-2,215	-0,451
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,003	0,333	0,018	0,001	0,397	0,066	0,029	0,027	0,652

Fonte: dados da pesquisa

Após a aplicação do teste de *Mann-Whitney*, verifica-se na Tabela 6 que o valor-p da liquidez geral e do EBITDA é menor que 0,01, sendo assim, possui significância de 1%, comprovando a diferença entre as medianas da população para empresas que realizaram ou não combinações de negócios no período de tempo estipulado na pesquisa.

O índice de liquidez seca, o ROE e o ROI apresentaram um valor-p menor que 0,05 sendo que seu nível de significância é de 5%. Isso indica uma diferença significativa entre as empresas com e sem combinações de negócios.

As demais variáveis, sendo elas liquidez corrente, giro do ativo, margem líquida e alavancagem financeira não apresentaram diferença das medianas. Tais resultados já eram esperados de acordo com a análise descritiva realizada no estudo, onde ficou exposto que em alguns indicadores as empresas tiveram resultados parecidos.

O teste de *Mann-Whitney* corroborou a análise descritiva evidenciando que as empresas que realizaram combinações de negócios obtiveram um aumento considerável nas suas dívidas de curto e longo prazo, resultando na diminuição dos índices de liquidez.

## 5. Conclusão e Recomendações

A presente pesquisa teve como objetivo comparar os indicadores econômico-financeiros das empresas do setor da saúde do mercado acionário brasileiro que realizaram combinações de negócios. Foram analisadas companhias com ações negociadas na B3, sendo que a amostra totalizou 19 empresas.

A partir da análise descritiva dos indicadores econômico-financeiros classificados Miranda (2003) como financeiros tradicionais, constata-se que as empresas que realizaram combinações de negócios agregam maior valor a suas companhias e uma maior capacidade na geração de renda, aplicando seus recursos de forma mais eficaz. Em contrapartida, as empresas que não realizaram combinações de negócios mostraram ter maior capacidade para sanar suas dívidas e financiar suas necessidades de capital de giro.

Por meio da análise estatística, foi constatado que a amostra não segue distribuição normal. Portanto, foi adotado o teste não paramétrico de *Mann-Whitney* para avaliar se a diferença entre as medianas da população é estatisticamente significativa. A análise dos dados indicou que os indicadores de liquidez geral, liquidez seca, EBITDA, ROE e ROI possuem níveis de significância entre 1% e 5%. Sendo assim, essas variáveis apresentaram diferenças de medianas entre as empresas que realizaram ou não combinações de negócios. Já a liquidez corrente, o giro do ativo, a margem líquida e a alavancagem financeira não mostraram nível expressivo de significância para a pesquisa.



Dessa forma, conclui-se que no período em que as empresas realizaram combinações, foram apresentados melhores desempenhos quanto a geração de lucros, capacidade de alavancagem, retorno sobre seus investimentos e aumento em seus ativos líquidos. Enquanto que, nos períodos em que as empresas não realizaram combinações de negócios, os resultados não foram tão bons quanto os das empresas que efetuaram transações de combinações de negócios. Porém, mantiveram seus indicadores estáveis ao longo do período, apesar das transações ocorridas no setor que favoreceram a alavancagem das empresas concorrentes.

A pesquisa tem como limitação o efeito de variáveis externas não controladas na análise perante os indicadores econômico-financeiros das empresas. Como sugestão para futuros estudos, recomenda-se que sejam analisados os reflexos antes e depois da realização das combinações de negócios, conciliando metodologias quantitativas e qualitativas, de maneira a entender melhor os reflexos que tais transações provocam nas empresas.

## Referências

- Anhesini, V. (2022, agosto 8). SulAmérica (SULA11): ações do setor de saúde disparam; veja por quê. Suno Notícias.  
<https://www.suno.com.br/noticias/sulamerica-sula11-rede-dor-rdor3-aco-es-setor-saude-disparam/>
- Assaf Neto, A. (2010). Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico - financeiro. 9. Ed. São Paulo: Atlas.
- Camargos, M. A. D., & Barbosa, F. V. (2009). Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 49, 206-220. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902009000200007>
- de Mello, G. R. (2015). A influência da liquidez na rentabilidade das empresas listadas no Índice Bovespa. *Revista de Contabilidade e Controladoria (RC&C)*, 7(2). Recuperado de <https://revistas.ufpr.br/rcc/article/viewFile/35308/26681>
- Decloedt, C. (2019, 18 de março). Volume de operações de fusões e aquisições cresce 28% em 2018, diz Anbima. UOL Economia: encontre orientações e notícias sobre economia.  
<https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2019/03/18/volume-de-operacoes-de-fusoes-e-aquisicoes-cresce-28-em-2018-diz-anbima.htm>
- Fasolin, L. B., Brizolla, M. M. B., da Silva, A., & Klann, R. C. (2020). Características de companhias: práticas de combinação de negócios. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 11(2). <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v11i2.57691>
- Icó, J. A., & Braga, R. P. (2001). EBITDA: lucro ajustado para fins de avaliação de desempenho operacional. *Revista Contabilidade e Informação Conhecimento e Aprendizagem*, 3, 39-47. Recuperado de <http://peritocontador.com.br/heber/Ebitda2.pdf>
- Koike, B., & Figueiredo, M. L. (2021, abril 1). Hapvida e Intermédica acertam fusão e criam grupo de R\$ 110,5 bi. Valor Econômico.  
<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/03/01/hapvida-e-intermedica-acertam-fusao-e-criam-grupo-de-r-1105-bi.ghtml>
- Kouser, R., & Saba, I. (2011). Effects of business combination on financial performance: Evidence from Pakistan's banking sector. *Australian Journal of Business and Management Research*, 1(8), 54. Recuperado de [https://www.researchgate.net/profile/Irum-Saba-4/publication/228448391\\_Effects\\_of\\_business\\_combination\\_on\\_financial\\_performance\\_Evidence\\_from\\_Pakistan's\\_Banking\\_Sector/links/5646153a08ae9f9c13e73612/Effects-of-business-combination-on-financial-performance-Evidence-from-Pakistans-Banking-Sector.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Irum-Saba-4/publication/228448391_Effects_of_business_combination_on_financial_performance_Evidence_from_Pakistan's_Banking_Sector/links/5646153a08ae9f9c13e73612/Effects-of-business-combination-on-financial-performance-Evidence-from-Pakistans-Banking-Sector.pdf)

- Macohon, E. R., Zittei, M. V. M., & Klann, R. C. (2016). Análise da variância dos indicadores de desempenho das empresas que passaram por operações de combinação de negócios. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 14(2), 199-211. <https://doi.org/10.19094/contextus.v14i2.852>
- Martinez, A. L., & Martins, V. A. M. (2016). Alavancagem financeira e agressividade fiscal no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 4-22. <https://doi.org/10.9771/rc-ufba.v10i3.18383>
- Matarazzo, D. C. (2003). Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial. 6. Ed. São Paulo: Atlas.
- Melo, I. C. A. (2010). Combinação de Negócios no Brasil em empresas de capital aberto no período de 2005 a 2008: Identificação dos Impactos nas Demonstrações Financeiras. Recuperado de <https://tede.unisantos.br/handle/tede/496>
- Miranda, L. C., de Meira, J. M., de Araújo Wanderley, C., & da Silva, A. C. M. (2003). Indicadores de desempenho empresarial divulgados por empresas norte-americanas. *Contabilidade Vista & Revista*, 14(2), 85-103. Recuperado de <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=197018215006>
- Nery, C.; Britto, V. (2022, out 26) Apesar da pandemia, saldo de empresas no mercado permanece positivo em 2020. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/35262-apesar-da-pandemia-saldo-de-empresas-no-mercado-permanece-positivo-em-2020>
- Neves, Sérgio das; Viceconti, Paulo Eduardo Vilchez. (2003). Contabilidade Avançada: e análise das demonstrações financeiras. 12. Ed. São Paulo: Editora Frase.
- Pereira, V. (2020, mai 05) Por que o coronavírus afeta tanto o dólar e a Bolsa? 2020. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2020/03/05/coronavirus-dolar-bolsa.htm>
- Veloso, G. G., & Malik, A. M. (2010). Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas de saúde. *RAE eletrônica*, 9. <https://doi.org/10.1590/S1676-56482010000100003>
- Vieira, L. B., Brito, S. S., Santana, J. R. B., Sanches, S. L. R., & Galdamez, E. V. C. (2017). Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. *REGE—Revista de Gestão*, 24(3), 235-246. <https://doi.org/10.1016/j.rege.2016.08.003>

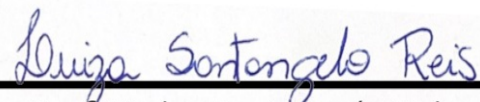


**CONGRESSO UFSC**  
DE CONTROLADORIA E FINANÇAS  
**6º UFSC INTERNATIONAL ACCOUNTING CONFERENCE**  
**13º CONGRESSO UFSC**  
DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE

**18 a 20 de setembro de 2023**  
Florianópolis - SC

# CERTIFICADO

Certificamos que o trabalho intitulado **COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS E INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS: UMA ANÁLISE DO SETOR DE SAÚDE DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO** de autoria de **Jenifer Voges Pereira, Bárbara Carvalho Borges, Suliani Rover**, foi apresentado por **Jenifer Voges Pereira, Bárbara Carvalho Borges, Suliani Rover** no **13o. Congresso UFSC de Controladoria e Finanças & 6o. UFSC International Accounting Conference & 13o. Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade**, realizado na cidade de Florianópolis - SC, Brasil, de 18/09/2023 a 20/09/2023, contabilizando carga horária de 2hs.



Prof.<sup>a</sup> Luiza Santangelo Reis  
Coordenadora Geral

