



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E**  
**CONTABILIDADE**  
**DEPARTAMENTO DE FINANÇAS**  
**CURSO DE FINANÇAS**

**LARISSA MONTEIRO FERREIRA**

**FINANÇAS COORPORATIVAS: UM ESTUDO SOBRE O COMPORTAMENTO DA**  
**ESTRUTURA DE CAPITAL DO HAPVIDA DESDE SUA ABERTURA DE CAPITAL.**

**FORTALEZA**

**2022**

LARISSA MONTEIRO FERREIRA

FINANÇAS COORPORATIVAS: UM ESTUDO SOBRE O COMPORTAMENTO DA  
ESTRUTURA DE CAPITAL DO HAPVIDA DESDE SUA ABERTURA DE CAPITAL.

Monografia apresentada ao Curso de Finanças da  
Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à  
obtenção do título de Bacharel em Finanças. Área de  
concentração: FinançasCoorporativas.

Orientador: Prof. Dr. Francisco Gildemir Ferreira da Silva

FORTALEZA

2022

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Universidade Federal do Ceará  
Biblioteca Universitária  
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

---

F441f Ferreira, Larissa Monteiro.

Finanças cooperativas : um estudo sobre o comportamento da estrutura de capital do HAPVIDA desde sua abertura de capital / Larissa Monteiro Ferreira. – 2021.  
57 f. : il. color.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Finanças, Fortaleza, 2021.  
Orientação: Prof. Dr. Francisco Gildemir Ferreira da Silva.

1. Saúde Suplementar. 2. Estrutura de Capital. 3. Abertura de Capital. 4. Finanças. I. Título.

CDD 332

---

LARISSA MONTEIRO FERREIRA

FINANÇAS COOPERATIVAS: UM ESTUDO SOBRE O COMPORTAMENTO DA  
ESTRUTURA DE CAPITAL DO HAPVIDA DESDE SUA ABERTURA DE CAPITAL.

Monografia apresentada ao Curso de Finanças da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Finanças. Área de concentração: Finanças Cooperativas.

Aprovada em: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_\_\_.

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Francisco Gildemir Ferreira da Silva (Orientador)  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Profa. Dra. Nagilane Parente Damasceno  
Universidade Estadual do Ceará (UECE)

---

Prof. Me. Roberto Carvalho Pinto de Mesquita  
Centro Universitário 7 de Setembro (UNI7)

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente a Deus. Em segundo, e de forma mais especial, aos meus pais Milene e Edilton, que sempre acreditaram no meu potencial, incentivaram-me, motivaram-me com seus inúmeros exemplos e mostraram-me a importância do estudo e do crescimento profissional. A todos os professores que tive no decorrer da graduação, que me passaram todo o conhecimento acadêmico que hoje possuo. Ao Prof. Dr. Francisco Gildemir Ferreira da Silva, pela ótima orientação ao meu trabalho de conclusão de curso, excelência em me passar o seu conhecimento no decorrer da graduação, reflexões e conselhos. Ao meu namorado Daniel, que sempre me apoiou, me ajudou e foi compreensivo nos momentos mais difíceis. E a Jully, companheira e amiga, cujo apoio emocional foi fundamental no decorrer de todo o processo.

*“Estratégia é fazer as coisas de forma diferente não apenas operacionalmente melhor que a concorrência.”*

*Alberto Besser*

## RESUMO

Primeiramente, falaremos sobre a criação de planos de saúde suplementar no Brasil e a importância de analisarmos e do que se trata o estudo da estrutura de capital de uma empresa. Em seguida, faremos a análise da empresa Hapvida, que é uma companhia cearense de plano de saúde suplementar com capital aberto. O objetivo do trabalho é analisar se houve mudança na estrutura de capital da empresa após a sua abertura de capital. Em seguida, na revisão de literatura, trataremos, primeiramente, do conceito e da importância em analisarmos a estrutura de capital de uma empresa. Posteriormente, mostraremos os conceitos de algumas das teorias mais relevantes acerca do tema, como: a Teoria Tradicional, a Teoria de Modigliani e Miller, a Teoria do *Pecking Order* e a Teoria do *Trade-off*. Adiante, aplicaremos a metodologia de cálculos dos indicadores de estrutura de capital, com base nos balanços patrimoniais apresentados pela empresa. Em específico, analisaremos o grau de endividamento da mesma, utilizando o Índice de Endividamento Geral, Índice de Endividamento com Terceiros, Índice de Composição do Endividamento, Índice de Imobilização de Recursos não Correntes e Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido. Com isso, aplicando os cálculos que apresentaremos em seguida, podemos concluir que a abertura de capital da Hapvida, em 2018, foi positivamente decisiva no Índice de Endividamento Geral, Índice de Endividamento com Terceiros e no Índice de Imobilização de Recursos não Correntes. Entretanto, em se tratando do Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido, notamos uma melhora logo de início, entretanto, isso não conseguiu se manter no decorrer dos anos. Assim, a abertura de capital pode ter ajudado a empresa nesse quesito em um primeiro momento, mas esse fato não se manteve no decorrer do tempo. Além disso, não podemos concluir que a abertura de capital do Hapvida, em 2018, foi um fator fundamental na alteração do Índice de Composição de Endividamento. Ademais, utilizando as análises desses índices, podemos afirmar que há ligação com os conceitos das teorias de estrutura de capital de *Pecking Order*, que é baseada na hierarquização das fontes de financiamento, e com a de *Trade-off*, que defende que devemos balancear o grau de endividamento até o ponto em que os benefícios fiscais não superem os custos de falência., ou seja, devemos sustentar a dívida até que obtenhamos um ponto que maximize o valor da empresa, e com a Tradicional, onde é afirmado que existe uma combinação ideal de capitais próprios e de terceiros que maximiza o valor da empresa.

**Palavras-chave:** Saúde Suplementar. Estrutura de Capital. Abertura de Capital. Índices de Endividamento de Estrutura de Capital.

## ABSTRACT

First, we will talk about the creation of supplementary health plans in Brazil and the importance of analyzing them and what the study of the capital structure of a company is about. Next, we will analyze the Hapvida company, which is a publicly traded supplementary health plan company from Ceará. The objective of the work is to analyze if there was a change in the company's capital structure after the capital opening. In the literature review, we will first deal with the concept and the importance of analyzing the capital structure of a company. Subsequently, we will show the concepts of some of the most relevant theories on the subject, as: the Traditional Theory, the Modigliani and Miller Theory, the Pecking Order Theory and the Trade-off Theory. Next, we will apply the methodology for calculating the capital structure indicators, based on the balance of financial statements presented by the company. Specifically, analyzing the company's indebtedness level, using the General Indebtedness Ratio, the Indebtedness to Third Parties Ratio, the Debt Composition Ratio, the Non-Current Assets Immobilization Ratio, and the Net Worth Immobilization Ratio. With this, applying the calculations that we will present below, we can conclude that Hapvida's capital opening in 2018, was positively decisive on the General Indebtedness ratio, Indebtedness to Third Parties ratio and the Non-Current Resources Immobilization ratio. However, when it comes to the Imobilization of Net Equity index, we noticed an improvement right at the beginning, however, this was not maintained over the years, so the capital opening may have helped the company in this aspect at first, but this fact was not sustained over the years. As well, we cannot conclude that Hapvida's capital opening in 2018 was a fundamental factor in changing the Debt Composition ratio. Furthermore, using the analysis of these indexes we can affirm that there is a connection with the concepts of the Packing Order capital structure theories, which is based on the hierarchy of financing sources. In Trade-off, which states that we must balance the level of indebtedness up to the point where fiscal benefits do not exceed bankruptcy costs, in other words, we must sustain debt until we reach a point that maximizes the value of the company, and in Traditional, which states that there is an ideal combination of own capital and third-party capital that maximizes the value of the company.

**Keywords:** Supplementary Health. Capital Structure. Capital Opening. Capital Structure Debt Ratios



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Evolução do Número de Beneficiários da Hapvida em milhares.

Figura 2: Taxa de crescimento anual composta (CAGR) em relação a adesão de beneficiários do plano de saúde Hapvida entre os anos 2014 e 2020.

Figura 3: Demonstração do crescimento de empresas que adotaram a verticalização.

Figura 4: Demonstração do crescimento no número de hospitais pós fusão entre as empresas Hapvida e NotreDame.

Figura 5: Demonstração do aumento de beneficiários e, conseqüentemente, do ticket médio das empresas Hapvida e NotreDame pós fusão.

Figura 6: Evolução do índice de endividamento geral da empresa Hapvida.

Figura 7: Evolução do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida.

Figura 8: Evolução do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida.

Figura 9: Evolução do índice de imobilização de recursos não correntes da empresa Hapvida.

Figura 10: Evolução do índice de imobilização do patrimônio líquido da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2022.

Figura 11: Resumo dos índices de estrutura de capital em relação ao endividamento da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

Figura 12: Total das despesas entre os anos de 2015 e 2018 (R\$ milhões).

Figura 13: Relação entre as receitas e despesas financeiras (R\$ milhões).

Figura 14: Número de operadoras e cooperativas médicas atuando no Brasil.

Figura 15: Beneficiários de planos médicos e hospitalares no Brasil.

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1: Valores, em média, das mensalidades pagas em planos de saúde, segmentado por sexo, idade e classe.

Tabela 2: Participação de mercado da Hapvida.

Tabela 3: Linha do tempo de acontecimentos marcantes da empresa Hapvida.

Tabela 4: Resumo dos valores de Balanço Patrimonial da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

Tabela 5: Resumo dos índices, fórmulas, significado e interpretação dos índices de estrutura de capital relacionado ao endividamento.

Tabela 6: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de endividamento geral da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

Tabela 7: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

Tabela 8: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de composição de endividamento da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

Tabela 9: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de imobilização de recursos não correntes da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

Tabela 10: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de imobilização do patrimônio líquido da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

FEAAC            Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

UFC              Universidade Federal do Ceará

## LISTA DE SÍMBOLOS

## SUMÁRIO

<b>RESUMO</b> .....	19
<b>ABSTRACT</b> .....	20
<b>LISTA DE FIGURAS</b> .....	21
Figura 1: Evolução do Número de Beneficiários da Hapvida em milhares.....	21
Figura 2: Taxa de crescimento anual composta (CAGR) em relação a adesão de beneficiários do plano de saúde Hapvida entre os anos 2014 e 2020.....	21
Figura 3: Demonstração do crescimento de empresas que adotaram a verticalização. ....	21
Figura 4: Demonstração do crescimento no número de hospitais pós fusão entre as empresas Hapvida e NotreDame. ....	21
Figura 5: Demonstração do aumento de beneficiários e consequentemente do ticket médio das empresas Hapvida e NotreDame pós fusão .....	21
Figura 6: Evolução do índice de endividamento geral da empresa Hapvida.....	21
Figura 7: Evolução do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida. ....	21
Figura 8: Evolução do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida. ....	21
Figura 9: Evolução do índice de imobilização de recursos não correntes da empresa Hapvida.....	21
Figura 10: Evolução do índice de imobilização do patrimônio líquido da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2022.....	21
Figura 11: Resumo dos índices de estrutura de capital em relação ao endividamento da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021 .....	21
Figura 12: Total das despesas entre os anos de 2015 e 2018 (R\$ milhões).....	21
Figura 13: Relação entre as receitas e despesas financeiras (R\$ milhões) .....	21
Figura 14: Número de operadoras e cooperativas médicas atuando no Brasil .....	21
Figura 15: Beneficiários de planos médicos e hospitalares no Brasil .....	21
<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	22
Tabela 1: Valores, em média, das mensalidades pagas em planos de saúde, segmentado por sexo, idade e classe .....	22
Tabela 2: Participação de mercado da Hapvida.....	22
Tabela 3: Linha do tempo de acontecimentos marcantes da empresa Hapvida .....	22
Tabela 4: Resumo dos valores de Balanço Patrimonial da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021. ....	22
Tabela 5: Resumo dos índices, fórmulas, significado e interpretação dos índices de estrutura de capital relacionado ao endividamento. ....	22
Tabela 6: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de endividamento geral da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.....	22
Tabela 7: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo, do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021. ....	22

Tabela 8: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo, do índice de composição de endividamento da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021. ....	22
Tabela 9: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo, do índice de imobilização de recursos não correntes da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.....	22
Tabela 10: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo, do índice de imobilização do patrimônio líquido da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021. ....	22
<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	14
Tabela 1: Valores, em média, das mensalidades pagas em planos de saúde particular, segmentado por sexo, idade e classe .....	15
Tabela 2: Participação de mercado da Hapvida.....	17
Figura 1: Evolução do Número de Beneficiários da Hapvida em milhares.....	18
Figura 2: Taxa de crescimento anual composta (CAGR) em relação a adesão de beneficiários do plano de saúde Hapvida entre os anos 2014 e 2020. ....	19
Figura 3: Demonstração do crescimento de empresas que adotaram a verticalização. ....	19
Figura 4: Demonstração do crescimento no número de hospitais pós fusão entre as empresas Hapvida e NotreDame. ....	20
Figura 5: Demonstração do aumento de beneficiários e conseqüentemente do ticket médio das empresas Hapvida e NotreDame pós fusão. ....	21
Tabela 3: Linha do tempo de acontecimentos marcantes da empresa Hapvida .....	21
<b>1.1 Hipótese</b> .....	22
A abertura de capital da empresa Hapvida mudou sua estrutura de capital .....	22
<b>1.2 Objetivo Geral</b> .....	22
<b>1.2.2 Objetivos específicos</b> .....	22
<b>1.2.3 Justificativa e estrutura do trabalho</b> .....	23
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA</b> .....	24
<b>2.1 Estrutura de Capital</b> .....	24
<b>2.2 Teoria Tradicional</b> .....	24
<b>2.3 Teoria de Modigliani e Miller</b> .....	25
<b>2.4 Teoria do <i>Pecking Order</i></b> .....	27
<b>2.5 Teoria do <i>Trade-Off</i></b> .....	28
<b>2.6 Considerações finais</b> .....	29
<b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA</b> .....	30
<b>3.1 Enquadramento metodológico</b> .....	30
<b>Hipóteses Investigadas</b> .....	30
Tabela 4: Resumo dos valores de Balanço Patrimonial da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021. ....	31
Tabela 5: Resumo dos índices, fórmulas, significado e interpretação dos índices de estrutura de capital relacionado ao endividamento. ....	31
<b>4 APLICAÇÕES E RESULTADOS</b> .....	32

<b>4.1</b>	<b>Índice de endividamento geral.....</b>	<b>32</b>
	Figura 6: Evolução do índice de endividamento geral da empresa Hapvida.....	33
	Tabela 6: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo, do índice de endividamento geral da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.....	34
<b>4.2</b>	<b>Índice de Endividamento com Terceiros .....</b>	<b>34</b>
	Figura 7: Evolução do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida. ....	36
	Tabela 7: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo, do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021. ....	36
<b>4.3</b>	<b>Índice de Composição do Endividamento .....</b>	<b>36</b>
	Figura 8: Evolução do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida. ....	37
<b>4.4.</b>	<b>Índice de Imobilização de Recursos não Correntes.....</b>	<b>38</b>
	Figura 9: Evolução do índice de imobilização de recursos não correntes da empresa Hapvida. ....	40
	Tabela 9: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo, do índice de imobilização de recursos não correntes da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.....	40
	<b>4.5. Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido .....</b>	<b>41</b>
	Figura 10: Evolução do índice de imobilização do patrimônio líquido da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2022.....	42
	Tabela 10: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo, do índice de imobilização do patrimônio líquido da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021. ....	43
	<b>5 RESULTADOS .....</b>	<b>44</b>
	Figura 11: Resumo dos índices de estrutura de capital em relação ao endividamento da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021 .....	45
	Figura 12: Total das despesas entre os anos de 2015 e 2018 (R\$ milhões) .....	46
	Figura 13: Relação entre as receitas e despesas financeiras (R\$ milhões) .....	46
	Figura 14: Número de operadoras e cooperativas médicas atuando no Brasil .....	47
	Figura 15: Beneficiários de planos médicos e hospitalares no Brasil .....	48
	<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>50</b>
	<b>6.1 SUGESTÕES .....</b>	<b>51</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>52</b>





## 1 INTRODUÇÃO

Antes da Constituição Brasileira de 1988, só tinha direito ao sistema público de saúde quem trabalhava e era vinculado à Previdência Social. O restante da população tinha que buscar atendimento na rede privada ou junto a instituições filantrópicas. Entretanto, após a criação da Constituição Brasileira de 1988, pautada no capítulo da Ordem Social, em especial no Artigo 196, a saúde se tornou um direito fundamental de todos. Portanto, o cidadão brasileiro tem direito de receber tratamento médico e hospitalar adequado fornecido pelo Estado. Com isso, foi criado um dos maiores sistemas públicos de saúde do mundo, que é o Sistema Único de Saúde (SUS), que tem por objetivo melhorar a qualidade de vida do cidadão, possibilitando o acesso a cuidados que vão desde a prevenção de doenças até o tratamento destas.

Todavia, mesmo que seja responsabilidade do governo assegurar amplo acesso à saúde, sempre houve barreiras e limitações para isso, o que tem feito com que o Brasil ainda não consiga disponibilizar estrutura suficiente para suprir a demanda exigida pela população, afetando, assim, principalmente a parcela da população que possui menor poder aquisitivo, que constitui justamente a maior parte da população brasileira.

Dessa forma, a assistência suplementar no Brasil tem por definição, de acordo com a Agência Nacional de Saúde (2000), “a atividade que envolve a operação de planos privados de assistência à saúde sob regulação do Poder Público através da ANS”. Portanto, aqueles que possuem renda maior acabam preferindo optar por um atendimento complementar de saúde privado, seja ele sendo prestado na assistência suplementar por meio de planos de saúde ou consultórios particulares, valendo ressaltar que mesmo ao escolher por esse tipo de atendimento, a pessoa não perde o direito de ser atendida pelo SUS.

Sabendo disso, a quantidade de indivíduos que aderem a esse tipo de serviço privado vem crescendo no decorrer dos anos, e esse tipo de gasto está comprometendo cada vez mais os orçamentos familiares. Para que possamos compreender um pouco melhor o nível de comprometimento desses gastos em relação ao nível socioeconômico dos indivíduos, nós iremos utilizar dados da pesquisa do SPC em parceria com a CNDL realizada em 2018.

Tabela 1: Valores, em média, das mensalidades pagas em planos de saúde particular, segmentado por sexo, idade e classe.

	SEXO			IDADE			CLASSE	
	GERAL	FEMININO	MASCULINO	18 a 34	35 a 54	55 ou mais	A/B	C/D/E
<b>MÉDIA (R\$)</b>	<b>R\$ 439,54</b>	<b>R\$ 473,31</b>	<b>R\$ 406,70</b>	<b>R\$ 254,26</b>	<b>R\$405,80</b>	<b>R\$ 648,29</b>	<b>R\$ 540,75</b>	<b>R\$ 332,77</b>
até R\$100,00	8,20%	8,60%	7,70%	10,20%	8,50%	5,70%	4,00%	12,40%
de R\$101 a R\$200,00	18,70%	12,40%	24,90%	25,40%	19,90%	10,80%	8,80%	28,80%
de R\$201,00 a R\$300	19,50%	23,80%	15,30%	25,10%	26,10%	7,00%	18,90%	20,10%
de R\$301,00 a R\$400,00	9,50%	6,60%	12,40%	12,50%	9,40%	6,60%	13,90%	5,10%
de R\$401,00 a R\$500,00	8,70%	7,50%	9,90%	9,50%	10,60%	6,10%	12,20%	5,30%
acima de R\$500,00	27,00%	32,60%	21,50%	1,50%	23,70%	56,40%	35,80%	18,10%

Fonte: CNDL (2018)

Analisando a tabela, a pesquisa aponta que a média de desembolso com planos de saúde é positivamente maior de acordo com a classe social do beneficiário e com a sua idade. Portanto, um dos fatores interligados ao acesso a saúde está ligado as desigualdades sociais.

Sabendo disso, o sistema de saúde suplementar brasileiro é composto por quase 1000 operadoras ativas de plano de saúde, contando com as seguradoras de saúde, medicina de grupos, cooperativas, instituições filantrópicas e autogestões. Para Fernandes (2004, p.36), por exemplo, as desigualdades regionais que mais se destacam estão ligadas diretamente às questões do nível de renda nas diferentes regiões. Portanto, o estudo do sistema de saúde sob uma perspectiva econômica, deve ser tratado de forma integrada, dado que depende da interação de diversos fatores, dentre eles: culturais, sociais e econômicos, sendo que um dos fatores importantes quanto a limitação ao acesso à saúde são as desigualdades sociais provocada pela região demográfica, socioeconômicas e financeiras entre a regiões do país. Diante disso, a região Nordeste do Brasil é uma das mais afetadas quanto a isso, pois comparando com outras regiões do país, é uma das que concentra uma grande parcela pobre da população do país, o que gera uma maior sobrecarga no sistema de saúde público.

Em 1979, o médico oncologista Cândido Pinheiro inaugurou a Clínica Antônio Prudente na cidade de Fortaleza – CE, que após alguns anos se tornou Hospital, o qual tinha como público

alvo as classes A e B. Em 1993, ele decide criar a operadora de saúde suplementar Hapvida, e em 1996 a direção decide, de forma estratégica, separar os negócios de hospital e operadora de plano de saúde, decisão a qual não se mostrou muito assertiva.

Com isso, no ano 2000, um novo planejamento foi feito, no qual a operadora se tornou a maior geradora de receitas, e os hospitais passaram a ser um meio de prestação de serviços para os beneficiários da operadora. Esse novo modelo se mostrou muito melhor, e em 2004 a Empresa iniciou o seu amplo processo de expansão, intensificando consideravelmente o processo de integração, aquisições e verticalização de suas atividades, para focar principalmente na sua rede própria de atendimentos, priorizando a maior parte dos seus investimentos na sua rede própria e na sua capacidade de atendimento.

Com o crescente número de aquisições, a fim de aumentar sua base de clientes e, em consequência, sua infraestrutura de atendimento, em 2011, o Hapvida Saúde se tornou uma operadora de Saúde Suplementar, iniciando também a operação no setor de planos odontológicos. Dessa forma, a partir de 2013, se tornou a marca Hapvida + Odonto.

Em 2017, a empresa redefiniu sua estrutura organizacional, que ocorreu em 3 etapas de incorporações e concentrações de atividades operacionais semelhantes, de modo a otimizar processos e aumentar o controle na gestão dos negócios, a fim de se adequar aos novos desafios de expansão acelerada da companhia.

O ano de 2018 foi, para o Hapvida, o de maior transformação da companhia, devido a sua abertura de capital na bolsa de valores, operação que movimentou cerca de R\$ 3,43 bilhões de reais, tornando-se o maior IPO da história da saúde suplementar brasileira. Essa operação alavancou a área de atendimento do plano de saúde, que a princípio focava suas operações apenas nas regiões Norte e Nordeste.

Durante bastante tempo, a Hapvida focou em atender a fatia de mercado dos mais ricos, até que o médico Jorge Pinheiro de Lima, filho do fundador, resolveu reformular o modelo de negócios, passando a empresa a se dedicar ao atendimento das classes C e D, que dificilmente sequer já tiveram um plano de saúde. Essa estratégia foi extremamente eficaz, não só porque eles souberam aproveitar a transformação socioeconômica, principalmente da região Nordeste,

com a classe C aumentando sua participação no mercado de trabalho, mas também com a falta de concorrência no segmento.

Portanto, enquanto em outras regiões do país as operadoras focam no atendimento da classe mais abastada, o Hapvida segue a passos largos insistindo na classe social mais baixa. E para isso ocorrer, há uma rigorosa gestão de custos, que se dá principalmente com o processo super acelerado de verticalização de toda a sua operação, ou seja, laboratórios, clínicas e hospitais. Além de utilização de softwares próprios, *call center* etc. Dito isso, com esse controle quase que absoluto dos serviços ofertados, evitando ao máximo a terceirização dos processos, a empresa consegue enxugar ao máximo os custos das intermediações, oferecendo planos de saúde com valores mais acessíveis, o que aumenta o desafio de fazer a conta fechar, gerando lucro para a empresa. Por conseguinte, centralizando suas operações, a empresa consegue ter controle de tudo que está sendo feito, com o menor custo possível, além de não dividirem os lucros com terceiros.

Sabendo disso, no setor de planos de saúde, não basta só um elevado número de beneficiários, ou seja, não basta oferecer um preço competitivo para um volume grande de pessoas. Sua lucratividade está proporcionalmente ligada ao seu controle de custos. O risco do negócio aumenta consideravelmente quando se trata de oferecer produtos a preços populares, já que a margem de lucro se torna menor. Além da estratégia já citada anteriormente de ampliação de sua rede própria, que, em média, consegue diminuir os seus custos totais em 30%, o Hapvida passou a adotar programas de prevenções de doenças crônicas, que acabam sendo os pacientes que geram os maiores custos para os planos de saúde suplementar. No decorrer do tempo, eles também passaram a focar no processo de aquisições em massa, a fim de expandir sua base de clientes e o controle dessa fatia de mercado.

Tabela 2: Participação de mercado da Hapvida.

Operadora	<i>Marked Share(%)</i>
Sistema Unimed	37%
Bradesco Saúde	6,9%
NotreDame Intermédica	6,8%
Amil Assistência Médica	6,1%

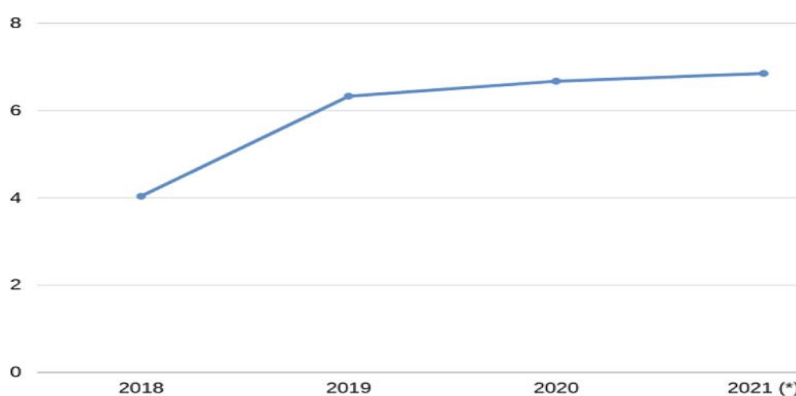
Hapvida	5,7%
SulAmérica	4,0%
Outras	33,5%
TOTAL	100%

Fonte: ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar)

Em um país tão grande como o Brasil, e com desigualdade social também elevada, conseguir oferecer um modelo de negócios de saúde complementar apropriado para as regiões que possuem as menores rendas familiares do país é um desafio, pois tentar equilibrar o oferecimento de um produto de qualidade a um valor sustentável para o público-alvo, e ainda conseguir lucrar com isso, é muito difícil. Além disso, no geral, quem precisa de mais assistência é quem menos pode pagar por ela, então, não existir um produto que se adeque às necessidades de pessoas mais vulneráveis socioeconomicamente é condenar boa parte da população e aumentar o risco de mortes evitáveis.

Dessa forma, a maioria das aquisições feitas pelo Hapvida se concentra nas regiões Norte e Nordeste, mesmo que atualmente ela também esteja presente em outras regiões do país. Hoje, podemos dizer que ela é uma das maiores operadoras de planos de saúde do Brasil, possuindo cerca de 7,4 milhões de beneficiários, e, atrelado a isso, a empresa vem conseguindo obter resultados acima da média do setor. Isso pode estar relacionado às pesquisas realizadas pelo Data Popular, que apontaram que quanto menor é a renda da população, mais recente é a contratação dos planos de saúde, que é justamente o público-alvo principal da companhia. Vejamos a evolução do número dos beneficiários da Hapvida no decorrer dos anos, conforme apresentado na Figura 1.

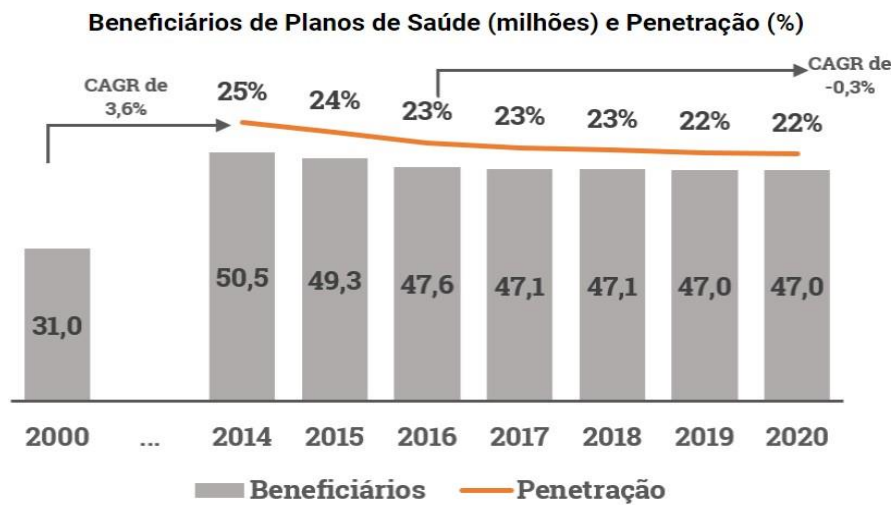
Figura 1: Evolução do Número de Beneficiários da Hapvida em milhares.



Fonte: The Capital Advisor.

O comportamento do mercado de saúde suplementar brasileiro está bastante estável no decorrer dos anos, pois a maioria dos beneficiários de planos de saúde privados são de empresas, portanto, o crescimento desse nicho está altamente relacionado com o PIB e com o índice de desemprego do país. Podemos ver essas informações na Figura 2 a seguir.

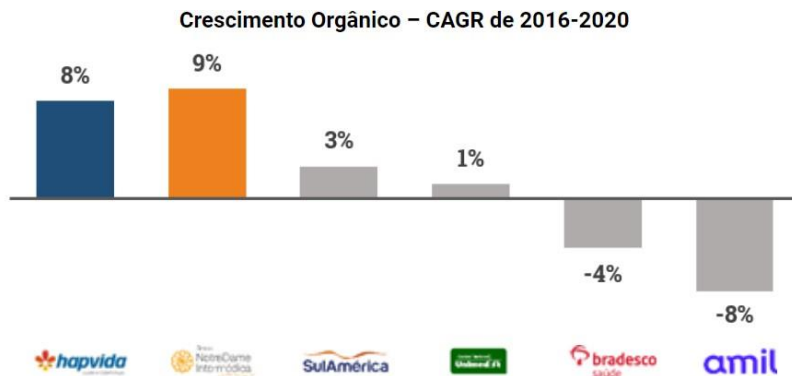
Figura 2: Taxa de crescimento anual composta (CAGR) em relação a adesão de beneficiários do plano de saúde Hapvida entre os anos 2014 e 2020.



Fontes: IBGE; ANS; XP Investimentos

Contudo, mesmo que esse mercado possua quase que o mesmo número de clientes desde 2016, os planos de saúde, que adotaram a verticalização e optaram pelo uso de rede própria de atendimento, conseguiram se destacar no cenário brasileiro. Vejamos a seguir na Figura 3.

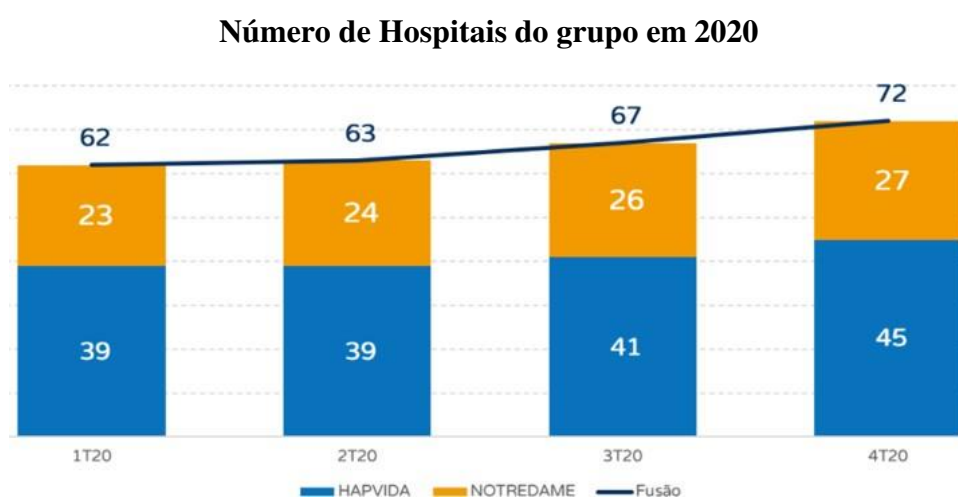
Figura 3: Demonstração do crescimento de empresas que adotaram a verticalização.



Fontes: ANS; XP Investimentos

Mesmo que 2020 tenha sido um ano desafiador por conta da pandemia do Covid-19, em 2021 ocorreu um dos grandes marcos no setor de saúde suplementar privada brasileira, que foi a fusão entre as duas gigantes Hapvida e NotreDame, operação que movimentou cerca de R\$ 110 bilhões, acarretando, assim, a criação da operadora com maior número de beneficiários do país. A Figura 4 mostra o crescimento de ambas as empresas, em relação ao número de leitos ofertado por cada uma delas antes e após a fusão:

Figura 4: Demonstração do crescimento no número de hospitais pós fusão entre as empresas Hapvida e NotreDame.



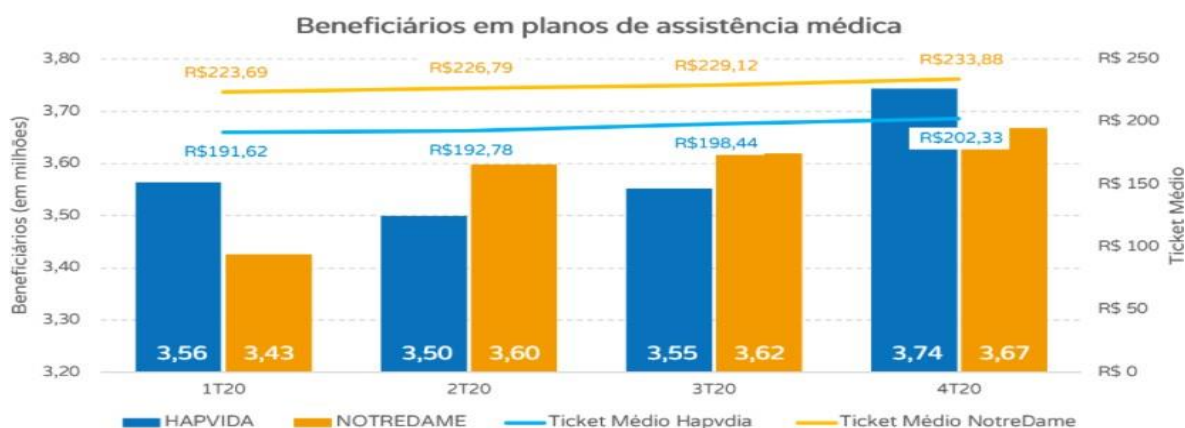
Fonte: XVI Finance.

Em se tratando de fusões, são muitos os fatores que levam grandes empresas a seguirem esse caminho, sendo os principais: a criação de barreiras de entrada de novos concorrentes; a expansão territorial; o acesso a inovações; a aquisição de novas tecnologias e produtos; a melhoria no desempenho operacional e financeiro, e a tentativa de eliminação da concorrência. No setor em análise, o foco é aumentar o número de beneficiários. Assim, aumentando a operação, com conseqüente ganhos de escala, menor são os seus custos, em função do poder de negociação e diluição dos riscos.

Um fato importante a ser destacado é que o mercado brasileiro teve uma redução de cerca de 31,4% no número de operadoras de planos de saúde atuantes no mercado, todavia, o número de beneficiários só caiu 3%. Portanto, esse fato não está vinculado ao desaquecimento econômico ou retração do setor, na verdade, houve uma expansão no setor, com a venda de hospitais, laboratórios de análises clínicas, distribuidoras de materiais médico-hospitalares e,

principalmente, como já mencionado anteriormente, podemos destacar a medicina de grupo com a fusão do Hapvida e da NotreDame. Com a Figura 5 do gráfico a seguir, podemos analisar essa relação entre beneficiários e empresas de planos de saúde no decorrer dos anos:

Figura 5: Demonstração do aumento de beneficiários e consequentemente do ticket médio das empresas Hapvida e NotreDame pós fusão.



Fonte: XVI Finance.

A opção por analisar a Hapvida no presente trabalho se deu, principalmente, por ser um grande caso de sucesso e crescimento de uma empresa cearense, a qual foi pioneira no seu nicho de mercado. Enquanto a maioria das empresas do setor olhava para o público A e B, ela preferiu focar seus esforços no público C e D. Para colocarmos em uma linha do tempo os principais acontecimentos ocorridos na empresa, podemos sintetizar na Tabela 3 a seguir:

Tabela 3: Linha do tempo de acontecimentos marcantes da empresa Hapvida

<b>LINHA DO TEMPO DA HAPVIDA</b>	
1979	Fundação da Hapvida
1993	Início das atividades da operadora de saúde suplementar por meio da Hapvida assistência médica
1996	Segmentação dos negócios de operadora e hospitais
2007	Aquisição do Hospital Layr Maia
2011	Aquisição da Santa Saúde e Dental Vida
2014	Aquisição do Hospital Luís França
2021	Anúncio da fusão entre Hapvida e NotreDame Intermédica

Fonte: The Capital Advisor.



## **1.1 Hipótese**

A abertura de capital da empresa Hapvida mudou sua estrutura de capital.

## **1.2 Objetivo Geral**

Descrever os determinantes da estrutura de capital, em específico em relação aos índices de endividamento da operadora de plano de saúde Hapvida, antes e depois da sua abertura de capital na bolsa de valores brasileira.

### **1.2.2 Objetivos específicos**

- a) Mostrar que, mesmo sendo direito do cidadão, previsto na Constituição de 1988, a dificuldade no acesso à saúde fornecido pelo governo gerou a necessidade da criação de planos de saúde suplementar no Brasil;
- b) Estudar a história da empresa Hapvida, desde sua decisão de investir na utilização de estrutura própria até sua decisão de abertura de capital;
- c) Estudar conceitos e pressupostos da Estrutura de Capital;
- d) Catalogar e estudar as teorias de determinantes de estruturas de capital, em específico nos índices que medem o endividamento de empresas;
- e) Coletar e estruturar as bases de dado das demonstrações contábeis da Hapvida;
- f) Modelar a estrutura de capital do Hapvida com base nas teorias estudadas, e
- g) Calcular e demonstrar se a estrutura de capital, no que se diz respeito aos índices de endividamento, sofreu mudança após a abertura de capital da empresa estudada.

### **1.2.3 Justificativa e estrutura do trabalho**

A opção pelo estudo de estrutura de capital se deu em função deste ser um fator importante de análise quando se deseja conhecer a saúde financeira de uma empresa, observando como ela se financia; qual seu grau de endividamento; o quanto ela depende de recursos de terceiros, etc, o que é fundamental para a elaboração de um planejamento estratégico e para a tomada de decisões por parte dos gestores e até de eventuais investidores.

No presente trabalho, foi realizado o estudo da estrutura de capital tendo como base os indicadores de endividamento da empresa Hapvida, que foi escolhida para análise por se tratar da mais recente empresa de plano de saúde que abriu seu capital na bolsa de valores, além do fato dela ser uma empresa cearense.

Para a concepção deste trabalho, considerando os objetivos delimitados e as justificativas apontadas, dividiu-se o mesmo em mais quatro pontos: revisão da literatura; metodologia; resultados, e, por fim, conclusão.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

No primeiro item, serão abordados os conceitos e pressupostos da Estrutura de Capital aplicada em empresas de capital aberto. No segundo, será apresentada a Teoria Tradicional de estrutura de capital. No terceiro item, será tratada a Teoria de Modigliani e Miller. O quarto irá abordar a Teoria do *Pecking Order*. No quinto item, será apresentada a Teoria do *Trade-Off*.

### **2.1 Estrutura de Capital**

Estrutura de Capital é um dos principais temas abordados em finanças corporativas, pois ela influencia diretamente no custo de capital e no valor de uma empresa. Uma estrutura de capital mal elaborada pode gerar alto custo de capital para a empresa, diminuindo o seu valor presente líquido e, conseqüentemente, o seu valor de mercado, enquanto boas estruturas de capital podem diminuir o custo de capital e aumentar o valor da companhia.

A estrutura de capital determina como a empresa irá realizar a combinação de capital próprio, que é a parte de capital que pertence a sócios ou acionistas, e de terceiros, que representa as dívidas e suas fontes de financiamento, no seu orçamento. Ou seja, determina a forma como uma empresa se financia e aplica os seus capitais.

Desse modo, encontrar uma estrutura de capital ótima, onde o custo total é minimizado e o valor da empresa e do investimento para acionistas é maximizado, é um grande desafio.

Outro ponto importante a respeito de estrutura de capital é estudar a respeito do financiamento das empresas e se isso afeta ou não o seu valor. Com isso, serão abordadas algumas teorias, a fim de catalogar e estudar esse tema, para assim, aplicar os conceitos em empresas de plano de saúde de capital aberto no Brasil.

### **2.2 Teoria Tradicional**

A Teoria Tradicional, representada principalmente por Durand (1952), afirma que há uma estrutura ótima de capital que maximiza o valor da empresa. Ou seja, que existe uma combinação perfeita de capitais próprios e de terceiros que maximize esse valor, onde o custo

médio ponderado de capital, resultado da média ponderada entre os custos de capital de terceiros e próprios, é minimizado.

Brito, Corrar e Batistella (2006) abordam que, na corrente tradicional, o custo de capital de terceiros se mantém estável até certo ponto de endividamento, e a partir daí ele aumenta devido ao risco de falência. Com isso, estrutura de capital ótima, que leva a maximização do valor da empresa, se dá no ponto onde o custo de capital atinge o seu valor mínimo, partindo do pressuposto que o custo de capital de terceiros é menor do que o custo de capital próprio.

De acordo com Gitman (1987, p. 523-529), em seu livro “Princípios da Administração Financeira”, existem alguns princípios nos quais a Teoria Tradicional está baseada. O primeiro diz respeito ao financiamento através de debêntures e ações; o segundo, que a empresa distribua todos os seus lucros em formas de dividendos; o terceiro, que haja inexistência de imposto de renda; o quarto, que o risco do negócio seja constante, e o quinto, que há variações na alavancagem financeira das empresas.

Já Brealey e Myers (1998) mostram dois argumentos em favor da visão tradicional. O primeiro é que existe a possibilidade de os investidores classificarem o risco gerado pelo endividamento. Portanto, dependendo do grau de endividamento, os investidores podem aceitar uma taxa de rentabilidade mais baixa de uma empresa com menor grau do que a de uma empresa com o nível maior de endividamento. O segundo é que o mercado é imperfeito. Assim, no mercado de capitais pode ocorrer das ações serem vendidas a um preço maior do que o seu real valor, por conta do processo de alavancagem financeira.

Desse modo, sendo considerado que há imperfeições de mercado, como a assimetria de informação, pode ocorrer dos agentes substituírem o capital próprio pelo de terceiros, aumentando seu grau de endividamento, que, se ignorado pelos investidores, pode se tornar um grande problema.

### **2.3 Teoria de Modigliani e Miller**

A Teoria de Modigliani e Miller (MM) foi elaborada em 1958 e baseia-se no artigo de Franco Modigliani e Merton Miller intitulado “*The cost of Capital, Corporation Finance, and*

*the Theory of Investment*”, de 1958, e se contrapõe à teoria tradicional. Essa teoria, que também é conhecida como Teoria Moderna, afirma que a estrutura de capital é irrelevante para maximizar o valor da empresa, tendo demonstrado que empresas idênticas teriam o mesmo valor de mercado, independentemente da forma de como ela se financia, seja por capital próprio ou de terceiros.

Essa teoria parte de algumas premissas geradas a partir de condições teóricas associadas a um mercado de capitais perfeito.

Junior (2012) lista algumas dessas premissas. A primeira diz respeito a inexistência de impostos e de custos de insolvência financeira; a segunda diz que as expectativas dos investidores são homogêneas; a terceira, que os ativos das empresas são perfeitamente divisíveis e que são financiados por ações e obrigações; a quarta, que as empresas e os indivíduos aderem ao mercado de crédito com a mesma facilidade e à mesma taxa, e a quinta, que todas as empresas podem ser agrupadas em classes de “rendimentos equivalentes”, sendo que empresas de mesma classe tem o seu rendimento proporcional aos títulos uma das outras.

Gomes (2012) cita três proposições que estão no artigo publicado por Modigliani e Miller acerca do tema, com base nas premissas citadas. A primeira é “*O ponto de corte para investimento na empresa será em todos os casos de  $P_k$  e não será completamente afetado pelo tipo de título usado para financiar o investimento.*”, onde  $k$  é taxa de retorno esperada para qualquer ação na classe  $k$ . Dessa forma, essa proposição afirma que a proporção de capital de terceiros e próprio utilizadas no financiamento de uma empresa não influencia no seu valor de mercado. Assim, a decisão de se endividar não iria afetar nem os resultados operacionais e nem o valor de mercado dessa empresa.

A segunda proposição diz que “*O rendimento esperado de uma ação é igual à taxa de capitalização apropriada  $P_k$  para um fluxo de ações puro na classe, mais um prêmio relacionado ao risco financeiro igual à razão dívida/capital vezes o spread entre  $P_k$  e  $r$ .*”, onde  $P_k$  é a taxa de retorno esperada para qualquer ação na classe  $k$ , e  $R$  é a taxa de retorno esperada da Dívida. Desse modo, a rentabilidade das ações de uma empresa cresceria de acordo com o seu endividamento, ou seja, o aumento de rentabilidade esperada pelos acionistas é compensado pelo aumento do risco das ações.

A terceira proposição diz que “*O ponto de corte para o investimento na empresa será  $P_k$  e não será completamente afetado pelo tipo de título usado para financiar o investimento.*”, onde  $P_k$  é a taxa de retorno esperada para qualquer ação na classe  $k$ . Com isso, essa proposição nos diz que o tipo de instrumento utilizado para financiamento é irrelevante na questão da viabilidade dele, entretanto, isso não irá significar que o gestor não tem preferências de financiamento.

Dessa forma, mesmo que a teoria de Modigliani e Miller afirme que a estrutura de capital não altera o valor ou forma de financiamento das empresas, no caso do mercado brasileiro, o endividamento poderia ser vantajoso, pois costuma ser mais barato se financiar com capital de terceiros do que com o próprio, que é o retorno esperado pelos acionistas. Além disso, aumentando o capital de terceiros, se reduziria o imposto de renda e o custo de capital. Outro ponto que vale ressaltar é que essa teoria se aplicaria em um mercado perfeito, que é quase impossível de se ver na prática.

## **2.4 Teoria do *Pecking Order***

A Teoria do *Pecking Order* foi proposta por Donaldson (1961) e desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Ela é uma teoria de estrutura de capital baseada na hierarquização das fontes de financiamento, onde primeiramente a empresa se utilizaria dos fundos de capital próprio para depois usarem o de capital de terceiros e, como último recurso, emitir novas ações. Além disso, ela discorre que não exista uma estrutura de capital ótima que maximize o valor da empresa.

Segundo Mota (2012), essa teoria tem alguns pressupostos. O primeiro é que as empresas têm preferência a se financiarem com capital próprio em vez de fontes de financiamento externas; o segundo é que as empresas adaptam gradualmente os seus objetivos de distribuição de dividendos para evitar que haja alterações bruscas nos mesmos; o terceiro que quando o financiamento externo é exigido, primeiro as empresas recorrem ao endividamento, depois à emissão de títulos híbridos e por último à emissão de novas ações.

Para que a Teoria do *Pecking Order* possa ser colocada em prática é necessário que ocorra assimetria de informação, já que isso afeta qual decisão será tomada pelos agentes. Além

disso, a deficiência na comunicação entre gestores e acionistas faria com que a empresa diminuísse os lucros dos novos acionistas quando emitisse novas ações, já que isso pode não ser bem-visto pelo mercado, acarretando diminuição de valor das novas ações e consequentemente transferindo riqueza dos acionistas mais antigos para os mais novos (MEDEIROS; DAHER, 2006). Com isso, Segundo Myers e Majluf, utilizar o financiamento interno não mostra ao mercado que há problemas na empresa, não alterando o valor das suas ações, já a emissão de novas ações faz com que o preço delas baixe. Dessa forma, empresas que possuem maiores lucros acumulados têm menos chances de necessitarem da utilização de capital de terceiros, o que evita que ocorra endividamento. Em suma, empresas mais lucrativas são menos endividadas.

## **2.5 Teoria do *Trade-Off***

A Teoria do *Trade-Off*, também conhecida por teoria do equilíbrio, foi desenvolvida por Merton Miller em 1977 e ela afirma que existe uma estrutura ótima de capital que maximiza o valor da empresa.

De acordo com essa corrente, a empresa deveria buscar o equilíbrio dos custos que incidiriam em caso de falência e as vantagens da emissão de dívida. Já que à medida que a empresa aumenta o seu grau de endividamento, ela também aumenta ganhos fiscais associados a ele, bem como ganhos com alavancagem financeira, o que faz com que a empresa aumente o seu valor. Entretanto, o aumento de dívidas também traz prejuízo, pois incorrem os juros e aumenta o risco financeiro da empresa. Portanto, a empresa deve balancear esse grau de endividamento, até o ponto em que os benefícios fiscais não superem os custos de falência e esse mecanismo seja um procedimento positivo. Ou seja, devemos sustentar a dívida até que obtenha um ponto que maximize o valor da empresa.

Segundo Costa (2015) “taxa marginal de impostos; separação entre acionistas e gestores; volatilidade dos *cash-flows* operacionais (risco de negócio); dificuldade por parte dos credores em monitorizar os investimentos da empresa e a sua performance; necessidade de flexibilidade para períodos futuros” são alguns dos fatores que devemos analisar para conseguir obter essa estrutura ótima de capitais.

Segundo Junior (2012), apesar de se haver vantagens proporcionadas pelo endividamento, através da poupança fiscal, a partir de certo nível o endividamento leva a um aumento no risco de insolvência financeira, acarretando perda de valor da empresa. Segundo Mira e Gracia (2003), esse aumento de endividamento também pode acarretar aparecimento de custos de agência da dívida, pois há uma relação conflituosa entre credores e investidores. Portanto, é um processo delicado e arriscado conseguir obter esse nível ótimo de endividamento sem que a empresa deixe de assumir os seus compromissos financeiros e venha a entrar em falência.

## **2.6 Considerações finais**

Esse capítulo abordou as teorias de estrutura de capital: Teoria Tradicional, que afirma que há uma estrutura de capital ótima que combina de forma ideal os capitais próprios e de terceiros que maximiza o valor da empresa. A Teoria de Modigliani e Miller, que se contrapõe à teoria tradicional, pois ela afirma que a estrutura de capital é irrelevante para maximizar o valor da empresa. A Teoria do *Pecking Order*, que se baseia na hierarquização das fontes de financiamento, e a Teoria do *Trade-Off*, que diz que a empresa deve balancear o seu nível de endividamento, até o ponto em que os benefícios fiscais não superem os custos de falência e isso seja positivo para a empresa.

Dessa forma, comentando os seus respectivos pontos, premissas e abordagens conseguimos justificar o próximo capítulo que irá tratar dos resultados obtidos a partir dos indicadores financeiros de endividamento do Hapvida.



### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

#### 3.1 Enquadramento metodológico

No presente trabalho foi utilizado os conceitos de índices de endividamento de estrutura de capital e utilização das informações contidas nos balanços patrimoniais fornecidos pela empresa Hapvida para construção dos modelos, para elaboração dos gráficos e auxílio nas análises propostas.

Para obter as conclusões deste trabalho, foi utilizada uma análise descritiva, que “tem como principal objetivo descrever, analisar, calcular as variáveis necessárias e suas relações com as teorias apresentadas acerca do tema para conseguirmos descrever, de acordo com valores dos balanços patrimoniais fornecidos pela própria empresa, se houve quaisquer mudanças na sua estrutura de capital pós abertura de capital, bem como a relação entre as variáveis apresentadas” (PALMERI; AMBROZINI, 2016). Neste caso, buscamos descrever por meio de cálculos, modelos matemáticos e técnicas estatísticas, se a estrutura de capital, de acordo com o endividamento da empresa estudada, sofreu mudanças pós abertura de capital.

Neste contexto, o trabalho também pode ser considerado como uma pesquisa de caráter quantitativo, que tem como pressuposto “quantificar os dados para responder um problema ou questionamento da pesquisa. “(D'ANGELO, 2020).

#### **Hipóteses Investigadas**

Se houve mudança de estrutura de capital utilizando os aspectos das teorias estruturas de capital estudadas no dado trabalho: Tradicional, Modigliani e Miller, *Pecking Order e Trade-Off*.

Por exemplo, se tratando da Teoria do *Trade-Off*, onde a empresa deve balancear seus custos analisando o seu grau de endividamento, até o ponto em que os benefícios fiscais não superem os custos de falência e esse mecanismo seja um procedimento positivo. Ou seja, devemos sustentar a dívida até que obtenhamos um ponto que maximize o valor da empresa. Desse modo, aplicando isso no caso da empresa Hapvida, podemos concluir que foram balanceados após a abertura de capital.

**Tipo de teste utilizado de hipótese utilizado:** Visual, Testes Paramétricos

Tabela 4: Resumo dos valores de Balanço Patrimonial da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

RESUMO DO BALANÇO PATRIMONIAL DA EMPRESA HAPVIDA ENTRE OS ANOS DE 2017 E 2021					
	2017	2018	2019	2020	2021
ATIVO TOTAL	R\$ 2.336.148,00	R\$ 4.876.674,00	R\$ 12.453.683,00	R\$ 13.519.719,00	R\$ 17.404.288,00
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	R\$ 472.003,00	R\$ 3.605.855,00	R\$ 7.261.885,00	R\$ 7.830.987,00	R\$ 10.619.921,00
PASSIVO CIRCULANTE	R\$ 1.539.996,00	R\$ 987.496,00	R\$ 1.745.423,00	R\$ 2.120.613,00	R\$ 3.267.099,00
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	R\$ 324.149,00	R\$ 283.323,00	R\$ 3.446.378,00	R\$ 3.568.119,00	R\$ 3.517.268,00
ATIVO NÃO CIRCULANTE	R\$ 1.097.170,00	R\$ 3.600.720,00	R\$ 10.292.384,00	R\$ 10.017.628,00	R\$ 13.693.775,00
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	R\$ 760.590,00	R\$ 3.071.098,00	R\$ 2.886.209,00	R\$ 2.253.792,00	R\$ 3.675.316,00
ATIVO DE INVESTIMENTO	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
ATIVO IMOBILIZADO	R\$ 290.622,00	R\$ 414.528,00	R\$ 2.100.319,00	R\$ 2.241.533,00	R\$ 2.603.532,00
ATIVO INTANGÍVEL	R\$ 1.097.170,00	R\$ 115.094,00	R\$ 5.305.856,00	R\$ 5.522.303,00	R\$ 7.414.927,00

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Tabela 5: Resumo dos índices, fórmulas, significado e interpretação dos índices de estrutura de capital relacionado ao endividamento.

ESTRUTURA DE CAPITAL			
ÍNDICE	FÓRMULA	INDICA	INTERPRETAÇÃO
<b>Endividamento geral (EG)</b>	$EG = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não-circulante}}{\text{Ativo Total}}$	O quanto a empresa deve em relação ao total aplicado.	Quanto menor, melhor.
<b>Endividamento com Terceiros (ET)</b>	$ET = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não-circulante}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Quanto a empresa usou de capital de terceiros para cada unidade de capital próprio.	Quanto menor, melhor.
<b>Composição do Endividamento (CE)</b>	$CE = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo não-circulante} + \text{Passivo Circulante}}$	Qual o percentual de dívidas a curto prazo em relação às dívidas totais.	Quanto menor, melhor.
<b>Imobilização de Recursos não Correntes (IRNC)</b>	$IRNC = \frac{\text{Ativo de investimento} + \text{Ativo Imobilizado} + \text{Ativo Intangível}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo não-circulante}}$	Qual o percentual de recursos não correntes a empresa aplicou no ativo permanente.	Quanto menor, melhor.
<b>Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL)</b>	$IPL = \frac{\text{Ativo não-circulante} - \text{Realizável a Longo prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	O quanto a empresa aplica do seu patrimônio líquido no seu ativo permanente ou não circulante.	Quanto menor, melhor.

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

## 4 APLICAÇÕES E RESULTADOS

### 4.1 índice de endividamento geral

O Índice de Endividamento Geral (EG) é capaz de calcular o valor da dívida total de uma instituição em comparação ao montante do seu ativo, ou seja, o quanto a instituição deve em relação ao total aplicado. Ele é mais utilizado no tipo de análises fundamentalistas, que verifica o cenário financeiro, econômico e mercadológico de uma instituição para tentar analisar suas expectativas para o futuro.

Para ser calculado basta dividir o valor total das dívidas, - de curto e longo prazo, ou seja, passivo circulante e não circulante respectivamente - pelo total do ativo. Isto é, ele é determinado pela relação dos valores devidos por uma companhia e seu capital próprio ou patrimônio.

Desse modo, esse indicador nos auxilia a analisar se uma empresa está utilizando mais de recursos próprios ou de terceiros, o que nos indica o seu potencial de se encarregar de pagar juros, mobilizar ativos, entre outros.

No geral, quanto maior o índice de endividamento geral pior está a saúde financeira da empresa, já que isso pode ocorrer por dois motivos principais. O primeiro, é quando os seus ativos totais estão baixos, acarretando uma dificuldade em liquidar seus deveres menores. O segundo, seria um problema de maior proporção, já que envolveria dívidas de quantias maiores.

Entretanto, vale ressaltar que um índice de endividamento geral elevado de uma empresa nem sempre caracteriza que a empresa está indo mal, pois isso pode ser um indicativo de que ela está comprometendo boa parte do seu fluxo de caixa para arcar com dívidas e juros preexistentes. Em contrapartida, uma empresa com índice de endividamento geral baixo também não significa que ela esteja bem, principalmente se formos fazer uma análise mais abrangente comparando com outras empresas do mesmo seguimento, já que isso pode significar que ela não está utilizando da melhor forma os seus recursos próprios e oportunidades externas para aumentar sua lucratividade e, conseqüentemente, melhorar seus resultados.

Dessa forma, mesmo que o ideal seja ter um índice de endividamento geral baixo, nem sempre essa informação isolada nos dá a noção completa sobre a saúde financeira da empresa em questão.

Em suma, esse tipo de indicador é uma ferramenta de análise da situação financeira de uma empresa, verificando seu potencial e perspectivas para o futuro, entretanto, ele, de forma isolada, não consegue nos passar de forma completa e robusta as suas projeções de desempenho, riscos de investimento e potencial a longo prazo, considerando que uma empresa pode apresentar um baixo índice e ter problema de gestão, por exemplo, ou ter um índice alto, mas pode ter utilizado recursos financeiros para realizar investimentos que serão rentáveis a longo prazo.

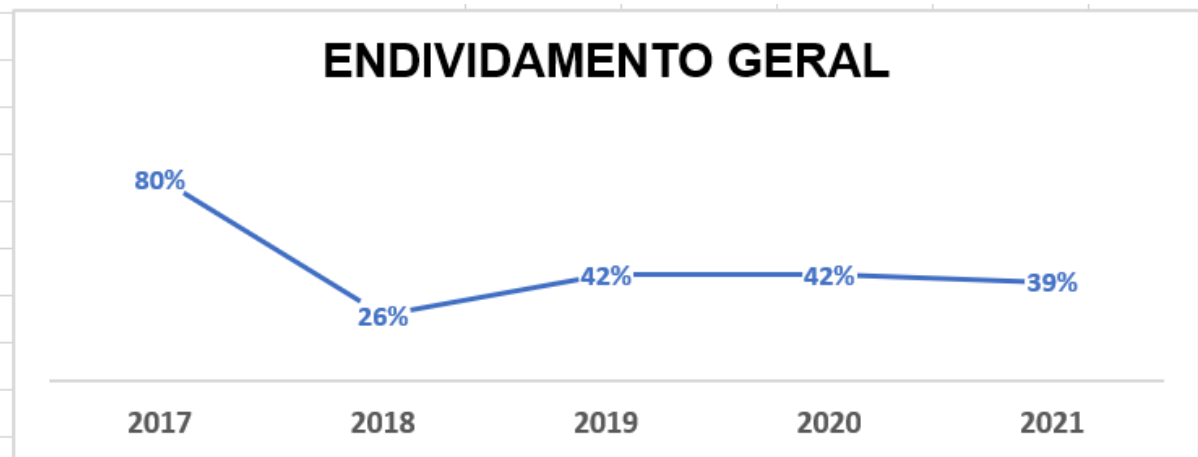
Então, o ideal é que ele não seja analisado puramente pelo cálculo isolado em si, e sim, juntamente com outros marcadores e em comparação com outras companhias do mesmo setor, para uma tomada de decisão mais acertada.

$$EG = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não-circulante}}{\text{Ativo Total}} \quad (1)$$

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

(1)

Figura 6: Evolução do índice de endividamento Geral da empresa Hapvida.



Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Tabela 6: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de endividamento geral da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

<b>ENDIVIDAMENTO GERAL</b>		
<b>DESVIO PADRÃO</b>	<b>MÁX</b>	<b>MÍN</b>
20,23%	80%	42%

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Como dito anteriormente, a abertura de capital do Hapvida se deu em 2018. Portanto, com as informações aqui apresentadas, podemos concluir que, primeiramente, ao analisarmos o comparativo entre o índice de endividamento geral de 2017 com o de 2018, houve uma melhora desse resultado. Após 2018, deu uma ligeira piorada, mas no decorrer dos anos ele se mostrou praticamente estável. Dessa forma, de acordo com esse índice, a empresa que já possuía recursos para se financiar antes mesmo da sua abertura de capital, melhorou ainda mais após esse acontecimento.

#### **4.2 Índice de Endividamento com Terceiros**

O índice que mede o grau de endividamento com terceiros (ET) mensura a relação existente entre passivo circulante, acrescido do passivo não-circulante e o seu patrimônio líquido.

Esse índice é capaz de mensurar o quanto de capital de terceiros a empresa utilizou para cada unidade de capital próprio. Mostrando assim, o quanto a instituição é dependente de capitais de terceiros, já que mostra a relação do quanto ela deve, com o quanto ela possui e se está conseguindo se comprometer a liquidar dívidas preexistentes.

Com isso, esse cálculo consegue mostrar o nível de endividamento de dada instituição em detrimento do seu próprio capital, ou seja, mostra a garantia que os capitais de terceiros possuem em relação aos capitais próprios da companhia.

Em suma, o índice mostra o valor da dívida que é garantida por uma unidade monetária do patrimônio que a empresa já possui, ou seja, compara o quanto a empresa possui, com o quanto ela deve e o quanto desse capital já está comprometido para pagamento de dívidas

preexistentes. Dessa forma, o resultado total do cálculo quantifica o valor de unidade monetária total que é comprometido com uma unidade de capital próprio. Por exemplo, se de acordo com um cálculo o nível de endividamento dá igual a 4, isso corresponde que a cada R\$ 1,00 de capital próprio, a companhia possui R\$ 4,00 de dívida. Com isso, se a relação for superior a unidade, a empresa está comprometida, pois os capitais próprios não são suficientes para pagar as dívidas da empresa. Logo, quanto menor o índice, melhor a saúde financeira e econômica da empresa.

Em vista disso, esse índice costuma ser mais utilizado para quem empresta dinheiro a empresas e, além disso, ele é muito comum em ser utilizado junto ao indicador de dependência financeira para análises.

O indicador de dependência financeira é calculado fazendo a razão entre a soma do passivo circulante com o passivo não-circulante e seu ativo total. Esse resultado indica a porcentagem de capital que está financiada com o de terceiros. Ou seja, se o valor do cálculo total de dependência financeira for igual a 0,80, isso significa que 80% do seu ativo é financiado por capital de terceiros.

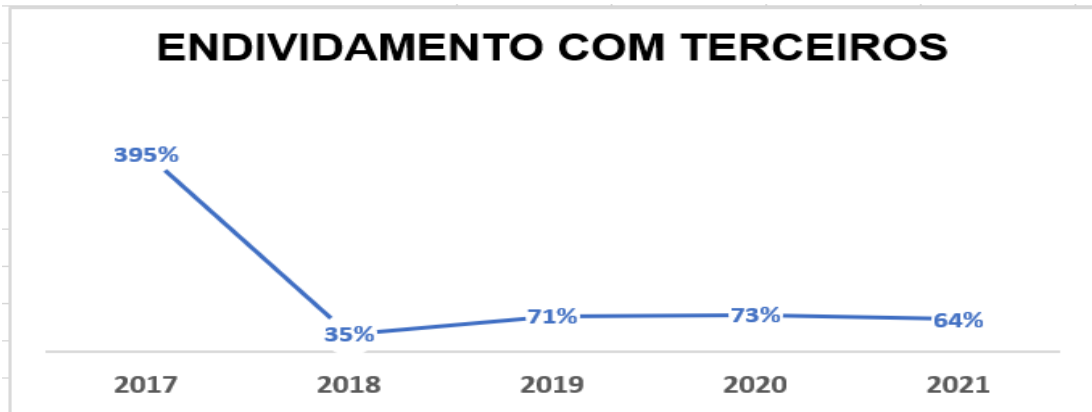
Entretanto, embora esse índice colabore de forma interessante para análise de uma empresa, é importante que ele seja associado a outros conjuntos de fatores para uma tomada de decisão mais acertada e uma análise mais criteriosa, pois dependendo do porte da empresa, maturidade, solidez de mercado e modelo de negócio, por exemplo, uma estrutura de capital baseada na captação de recursos de terceiros não é algo tão prejudicial e relevante.

$$ET = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não-circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

(2)

Figura 7: Evolução do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida.



Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Tabela 7: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

ENDIVIDAMENTO COM TERCEIROS		
DESVIO PADRÃO	MÁX	MÍN
150,26%	395%	35%

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Ao analisarmos os resultados apresentados, no que se diz respeito ao Índice de Endividamento com Terceiros, primeiramente vemos que, antes da sua abertura de capital em 2018, a Hapvida necessitava utilizar mais recursos de terceiros do que dos seus próprios para se financiar. Entretanto, em 2018, vemos que a situação melhorou substancialmente e no decorrer do tempo, mesmo havendo uma piora no cenário de início, vemos que o índice se mantém praticamente estável e, com isso, podemos concluir que, após a abertura de capital, a empresa diminuiu muito a sua dependência de recursos financeiros externos.

### 4.3 Índice de Composição do Endividamento

O índice de composição de endividamento (CE) mede a relação entre a dívida de curto prazo e a dívida total da empresa. Ele é calculado fazendo a razão do seu passivo circulante com a soma de seu passivo circulante e não-circulante, possibilitando, assim, saber qual o valor da sua dívida total que precisa ser quitada e o prazo necessário para essa liquidação.

Dessa forma, quanto menor o índice, melhor está a saúde financeira da empresa, pois isso significaria que o tempo para quitação de dívidas é maior, havendo mais tempo para a elaboração de um planejamento por parte dos gestores e não necessitando de desembolso de capital a curto prazo. Em suma, o fator primordial, nesse caso, é a existência de um passivo não-circulante alto, já que ele que vai definir a variação do indicador.

Nesse sentido, quando percebemos que a quantidade de dívidas está concentrada no curto prazo, a situação acaba sendo mais onerosa para a empresa, pois torna-se mais caro de liquidar esses haveres e aumenta a chance da não realização disso, até mesmo por conta das imprevisões do mercado. Já quando é de longo prazo, além de se ter mais tempo para planejamento por parte dos gestores, como já citado anteriormente, ainda seria algo mais barato para a empresa, pois ela poderia ter a possibilidade de utilizar capital proveniente de investimentos, por exemplo, em vez de tomar decisões mais onerosas.

Desse modo, o índice de composição de endividamento é uma ferramenta utilizada por gestores na tomada de decisões financeiras, especialmente em relação ao gerenciamento da dívida e nos seus prazos de vencimento, e por investidores, para decidir em quais empresas aportar seus recursos. Entretanto, ele de forma isolada não nos traz informações completas sobre o grau de endividamento de uma empresa, pois se o endividamento geral estiver sob controle, por exemplo, não há muito com o que se preocupar em relação a composição de endividamento. Entretanto, se o índice de endividamento geral também não estiver satisfatório, aí sim seria interessante a verificação da composição dessas dívidas e dos seus respectivos prazos para saber se a empresa conseguirá ou não cumprir com suas obrigações financeiras.

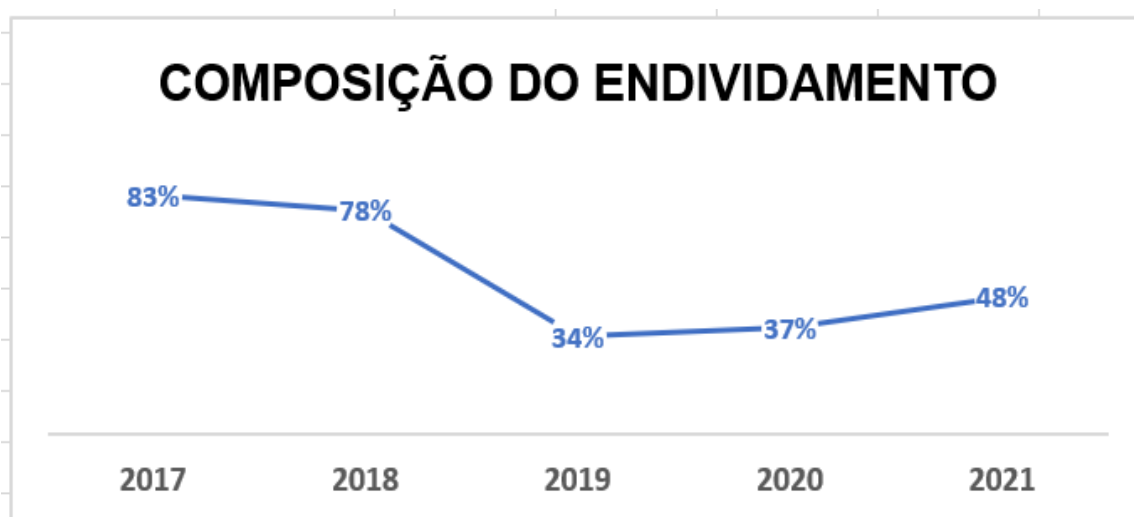
$$CE = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo não-circulante} + \text{Passivo Circulante}}$$

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

(3)

Figura 8: Evolução do índice de endividamento com terceiros da empresa Hapvida.





Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Tabela 8: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de composição de endividamento da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO		
DESVIO PADRÃO	MÁX	MÍN
23,03%	83%	34%

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Ao fazermos a análise do Índice de Composição do Endividamento, vemos que comparando 2017 com 2018, que foi o ano de abertura de capital da empresa, a alteração no índice foi baixa. Entretanto, no ano seguinte, ele baixou consideravelmente e se manteve sem mudanças consideráveis ao longo do período analisado. Isso pode ter ocorrido pelo fato de antes, a Hapvida possuir mais dívidas com vencimentos a curto prazo e no decorrer dos anos a situação foi melhorando, mostrando que houve um melhor gerenciamento dos vencimentos dos haveres financeiros da companhia. Dessa forma, apenas por essa ótica, não podemos afirmar que esse progresso se deu pela sua abertura de capital.

#### 4.4 Índice de Imobilização de Recursos não Correntes

O Índice de Imobilização de Recursos Não Correntes (IRNC), que também é conhecido como Índice de Imobilização de Recursos Permanentes (IRP), calcula o percentual de capital não recorrente da empresa que foi investido nos ativos permanentes dela, ou seja, ele consegue representar o capital que a empresa investiu na aquisição de recursos permanentes ou fixos. O seu cálculo é dado pela razão da soma dos ativos de investimento, ativos imobilizados e ativos intangíveis, pela soma do seu patrimônio líquido e passivo não-circulante. O resultado desse cálculo nos mostra o nível de imobilização do capital próprio e de terceiros.

Dessa forma, quanto menor o indicador, melhor a situação financeira da empresa. Com isso, o resultado desejável seria menor do que 1, pois isso mostraria que os recursos não-correntes conseguem financiar o ativo fixo da instituição. Já quanto maior o resultado, ou seja, muito perto ou acima de 1, implicaria que os capitais não-correntes não são suficientes para financiar seu ativo fixo, acarretando desequilíbrio financeiro.

Quando falamos de ativos fixos, estamos falando de ativos que não podem ser convertidos em dinheiro de forma mais rápida, ou seja, possuem menor liquidez financeira e são considerados direitos mais duradouros. Eles são classificados em ativos imobilizados, ativos intangíveis e ativos diferidos, isto é, terrenos, maquinário, veículos, ações de outras companhias, mobílias, marcas e patentes, direitos autorais etc.

Dessa forma, esse índice de diagnóstico financeiro é geralmente utilizado no tipo de análise fundamentalista, que é um tipo de análise financeira mais abrangente, que procura determinar o potencial de crescimento de uma empresa, e nos permite estabelecer o quanto a empresa necessita investir do seu capital próprio ou de terceiros para manter seu ativo fixo, fazendo com que eles não precisem ser liquidados em curto prazo. Logo, conseguimos prever o quando de recurso permanente é usado para financiar todo o seu ativo fixo.

Desse modo, a imobilização de recursos não correntes se mostra uma importante ferramenta de análise mais detalhada da saúde financeira e econômica de uma empresa. Ela é utilizada pelos gestores da companhia para a análise da necessidade de ajuste financeiro, com elaboração de estratégias empresariais, fazendo com que a empresa possua uma vida financeira equilibrada e aumentando a possibilidade de crescimento dela. Mas também é um índice muitas vezes analisado por investidores, pois uma empresa que mostra a necessidade de alocação de recursos próprios muito grande para manter seus ativos fixos, acaba se tornando não muito atraente para investimento, por se mostrar uma alternativa mais arriscada de alocação de

recursos, pois no futuro isso poderia significar que eles próprios precisassem alocar capital próprio na empresa em questão.

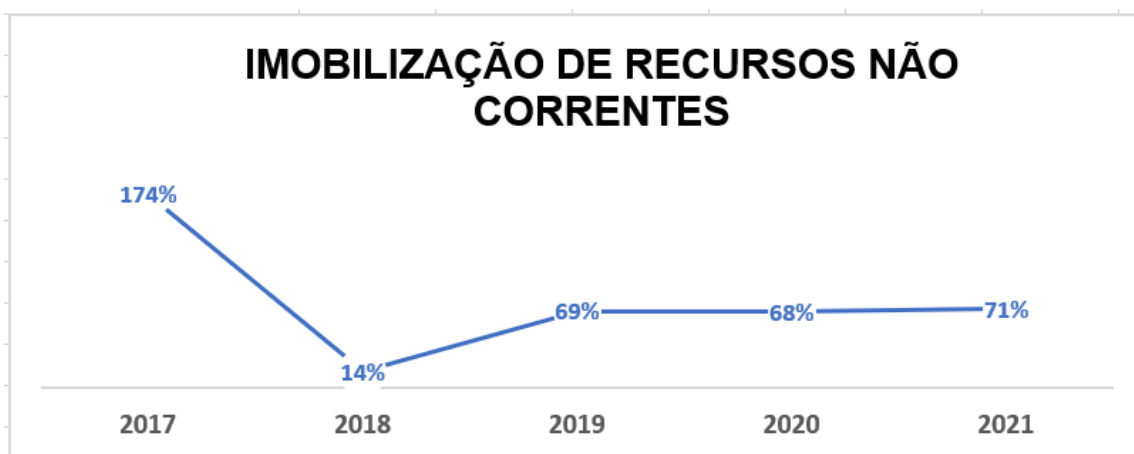
Em suma, o cálculo nos mostra a relação da variação de imobilização do patrimônio líquido da instituição e conclui-se que quanto maior o índice, maior o risco financeiro atrelado a empresa em análise. Entretanto, não é recomendado que seja analisado de forma isolada, ele é apenas mais um índice que ajuda na tomada de decisão de investir ou não em uma empresa e o quanto isso pode gerar de retorno.

$$\text{IRNC} = \frac{\text{Ativo de investimento} + \text{Ativo Imobilizado} + \text{Ativo Intangível}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Passivo não-circulante}}$$

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

(4)

Figura 9: Evolução do índice de imobilização de recursos não correntes da empresa Hapvida.



Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Tabela 9: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de imobilização de recursos não correntes da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

IMOBILIZAÇÃO DE RECURSOS NÃO CORRENTES		
DESVIO PADRÃO	MÁX	MÍN
58,17%	174%	14%

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Como podemos verificar, após a abertura de capital do Hapvida em 2018, o seu índice de Imobilização de Recursos não Correntes caiu expressivamente, melhor dizendo, houve uma diminuição brusca do valor que a empresa utilizou de seus recursos não-correntes e imobilizou do seu patrimônio líquido para manter os seus ativos permanentes, seja ele vindos de recursos próprios ou de terceiros. Analisando os dados apresentados, antes da sua abertura de capital, o Hapvida sequer conseguia financiar seus ativos fixos, fato que mudou após a sua abertura de capital. Mesmo que após o ano de 2018 os valores tenham subido, ainda assim, a empresa consegue manter uma saúde financeira equilibrada. Portanto, a abertura de capital pode ser considerado um fator determinante na melhoria desse quesito.

#### **4.5 Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido**

O indicador de endividamento de imobilização do patrimônio líquido (IPL) ou Imobilização do Capital Próprio demonstra o quanto a empresa imobilizou do total do seu patrimônio líquido, ou seja, ele indica o quanto a empresa aplica do seu patrimônio líquido no seu ativo permanente ou não circulante, melhor dizendo, o quanto do ativo permanente da empresa é financiado pelo seu patrimônio e isso determina o quanto a empresa necessita de capital de terceiros para a manutenção de seu negócio. Desse modo, ele é calculado fazendo a razão entre a subtração do ativo não-circulante e do realizável a longo prazo pelo patrimônio líquido.

Dito isso, com o resultado do cálculo, conseguimos ver o quanto do patrimônio líquido está aplicado no ativo não circulante investimentos, imobilizável ou intangível. Dessa maneira, se o índice estiver abaixo de uma unidade, isso significa que a empresa possui recursos de sobra em seu patrimônio líquido para arcar com todo o seu ativo de investimento, imobilizado e intangível. Se o índice der exatamente igual a uma unidade, é possível afirmar que a instituição possui recursos necessários e suficientes para aquisição desses ativos. Já se o índice for maior que uma unidade, podemos dizer que o patrimônio líquido da empresa não é suficiente para financiar todo o seu ativo de investimentos, imobilizado e intangível e torna-se necessário que seja recorrido a capital de terceiros como empréstimos, por exemplo, para que a empresa consiga liquidar pelo menos esses haveres.

Dessa maneira, empresas são criadas, no geral, com a finalidade de gerarem patrimônio, lucro e riqueza aos seus donos e esse cálculo acaba nos permitindo analisar se a empresa teria

que se desfazer de bens que fazem parte do subgrupo do ativo não circulante, exceto o realizável a longo prazo, que são bens que ela provavelmente não gostaria de liquidar. Portanto, é aconselhável que ela não possua haveres financeiros em relação a eles para que se mantenha uma situação financeira confortável para a empresa.

Diante disso, quanto maior for a imobilização do seu patrimônio líquido feito por uma instituição, menos recursos próprios ela terá, aumentando assim, a sua dependência de recursos externos para se manter. Logo, os recursos a serem aplicados nesse tipo de ativo deve ser o estritamente necessário, ou seja, a empresa deve evitar ao máximo aplicar nos ativos investimentos, imobilizável e intangível, para não alienar recursos que ela não gostaria e não comprometer a sua finalidade própria. Portanto, no geral, é correto afirmar que quanto menor o valor do índice, melhor está a saúde financeira da empresa.

Entretanto, esse índice que é muito utilizado no tipo de análise fundamentalista de empresas, não consegue sozinho mostrar o nível de dependência da empresa de recursos de terceiros, pois dependendo do segmento do negócio, como o de empresas de plano de saúde, o seu índice de Imobilização de Patrimônio Líquido tende a ser mais alto e isso pode não significar que ela esteja mal financeiramente, principalmente, quando essa empresa possui uma rede de hospitais próprios e não terceirizados.

$$\text{IPL} = \frac{\text{Ativo não-circulante-Realizável a Longo prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

(5)

Figura 10: Evolução do índice de imobilização do patrimônio líquido da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2022.



Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Tabela 10: Valores do desvio padrão, máximo e mínimo do índice de imobilização do patrimônio líquido da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021.

IMOBILIZAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
DESVIO PADRÃO	MÁX	MÍN
35,88%	99%	15%

Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Ao estudar os dados apresentados acerca do Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido, analisamos o valor do patrimônio líquido que está aplicada no ativo permanente e o quanto a Hapvida precisa de capital de terceiros para manter seu negócio. Dessa forma, como já dito anteriormente, o cálculo nos permite definir se a empresa possui recursos suficientes em seu patrimônio líquido para arcar com todo o seu ativo de investimento, imobilizado e intangível. Nesse estudo de caso, é possível verificar que em 2018, logo após a sua abertura de capital, a empresa conseguiu melhorar significativamente nesse quesito. Entretanto, isso não se manteve ao longo dos anos, já que os valores foram aumentando no decorrer do tempo. Desse modo, podemos afirmar que, de início, a abertura de capital pode até ter contribuído para uma diminuição dessa imobilização de patrimônio, no entanto, isso não conseguiu se manter no decorrer dos anos. Então, a abertura de capital da empresa não pode ser considerada como um fator determinante que influenciou na Imobilização do Patrimônio Líquido da companhia estudada.

## 5 RESULTADOS

A seguir, serão apresentados os principais resultados a respeito do estudo de caso em questão, que busca relacionar a mudança na estrutura de capital com base em índices de endividamento da empresa Hapvida após a sua abertura de capital em 2018.

Primeiramente, foi feito o cálculo do índice de endividamento geral, o qual nos auxilia a calcular o valor da dívida total de uma instituição em comparação ao montante do seu ativo, ou seja, o quanto a instituição deve em relação ao total aplicado. Portanto, possibilita que seja feita uma análise se a instituição se utiliza de recursos mais próprios ou de terceiros, o que mostra o seu potencial de se encarregar de pagar juros, mobilizar ativos, entre outros.

Em seguida, foi feita a inspeção visual dos gráficos plotados com essas informações, o que nos ajudou a constatar, que a empresa antes mesmo da sua abertura de capital, já possuía recursos financeiros para se manter, ou seja, já possuía uma boa saúde financeira. Entretanto, após a abertura de capital, a situação melhorou ainda mais, então é correto afirmar que esse processo impactou de forma positiva no índice de endividamento geral da Hapvida.

Depois, foi repetido o mesmo processo de aplicação de fórmula matemática para cálculo do índice de endividamento com terceiros, que mensura o quanto a instituição é dependente de capitais de terceiros para se manter, mostrando a relação do quanto ela deve, com quanto ela possui e se está conseguindo se comprometer a liquidar dívidas preexistentes. Com os resultados obtidos nos cálculos, foi feito um gráfico, a fim de sintetizar esses dados para facilitar a análise e, com isso, foi verificado que antes da abertura de capital a empresa não conseguia se financiar sozinha sem a utilização de recursos externos, mas após esse processo, a situação melhorou. Portanto, podemos afirmar que a abertura de capital impactou positivamente no grau de endividamento com terceiros da empresa Hapvida.

Em seguida, fazer os cálculos para análise do índice de composição do endividamento, o qual conseguimos analisar a relação entre a dívida de curto prazo e a dívida total da empresa. Após obter o resultado dos índices entre 2017 e 2021, os valores foram colocados em gráfico para melhor análise visual e a conclusão tirada foi que mesmo com a abertura de capital da

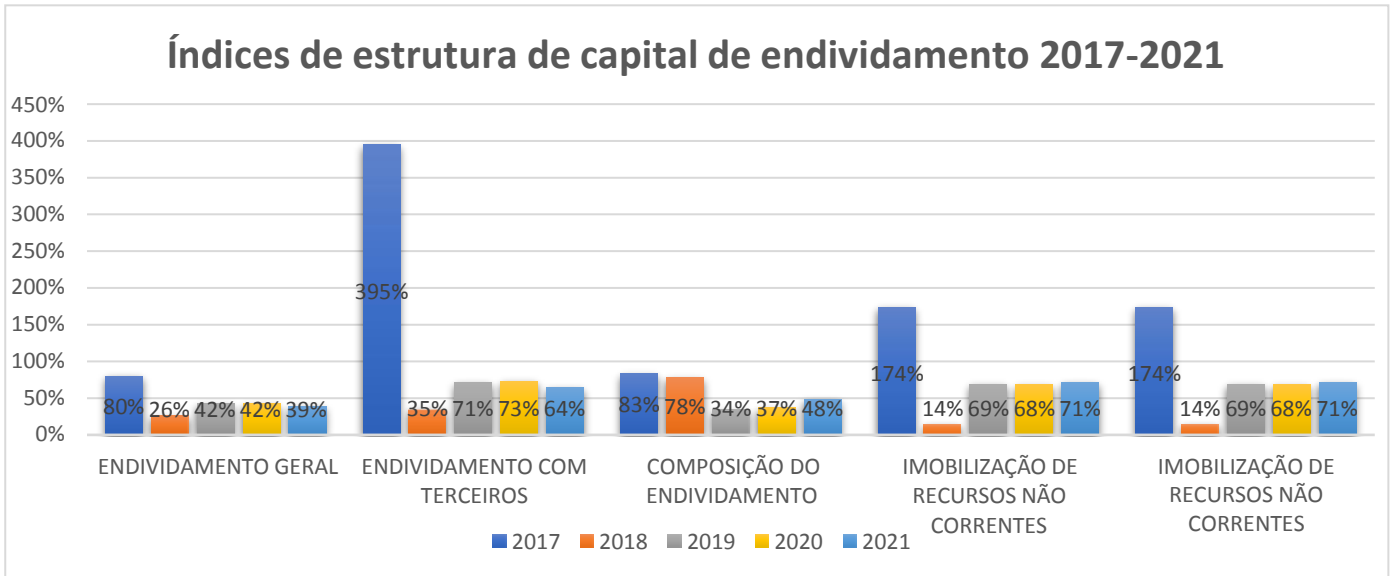
empresa, não houve mudanças significativas nesse quesito, portanto não podemos afirmar que foi um processo que beneficiou a empresa pela ótica dessa análise.

Posteriormente, foi feita a análise por meio do índice de recursos não correntes, que mensura o percentual de capital não recorrente que foi investido nos ativos permanentes da empresa, ou seja, o quanto a empresa investiu na aquisição de recursos permanentes ou fixos. Sabendo disso, primeiramente, foi aplicada a fórmula matemática adequada para cálculo dos valores e em seguida um gráfico foi plotado com esses resultados e, com essa análise visual, foi constatado que a princípio o índice caiu drasticamente. Ao passar dos anos, ele deu uma subida, mas ainda se manteve dentro dos padrões do que é considerado para uma empresa saudável financeiramente. Dessa forma, podemos concluir que a abertura de capital teve impacto positivo quanto ao índice de imobilização de recursos não correntes da empresa Hapvida.

Logo após, foi feito o estudo acerca do índice de imobilização do patrimônio líquido, que indica o quanto do ativo permanente da empresa é financiado pelo seu patrimônio próprio e isso determina o quanto a empresa necessita de capital de terceiros para a manutenção de seu negócio. Além de mostrar o quanto do patrimônio líquido está aplicado no ativo não circulante investimentos, imobilizável ou intangível. Diante disso, foi aplicada a equação que determina os valores dos índices do período estudado e com esses resultados foi feito um gráfico, onde se tirou a conclusão que no primeiro momento, após a abertura de capital, a empresa melhorou consideravelmente nesse quesito. Entretanto, isso não conseguiu se manter no decorrer dos anos, o que nos leva a concluir que a abertura de capital pode até ter ajudado de início a Hapvida, no entanto, com o passar dos anos, não podemos mais fazer a mesma afirmação. Um dos motivos desse acontecimento pode ter sido pelo processo acelerado de investimentos que a empresa passou e vem passando, principalmente na verticalização e centralização dos seus negócios e serviços.

Figura 11: resumo dos índices de estrutura de capital em relação ao endividamento da empresa Hapvida entre os anos de 2017 e 2021





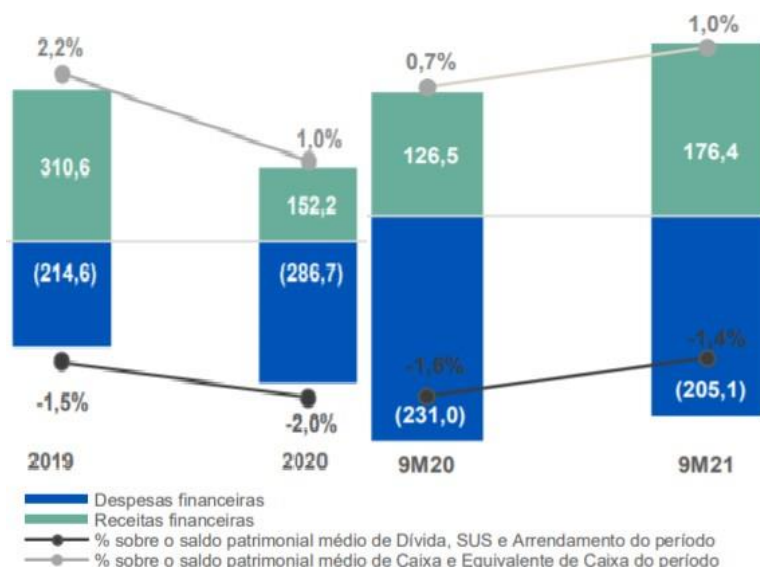
Fonte: elaborada pelo próprio autor (2022).

Figura 12: Total das despesas entre os anos de 2015 e 2018 (R\$ milhões)



Fonte: RI.Hapvida

Figura 13: Relação entre as receitas e despesas financeiras (R\$ milhões)



Fonte: RI.Hapvida

No geral, de acordo com os conceitos, pressupostos, cálculos e análises apresentados anteriormente, podemos dizer que até então a empresa Hapvida possui uma estrutura de capital sólida, principalmente após a sua abertura de capital. Um dos pontos principais que podem ser apontados como motivo para isso é o alto grau de concentração dos seus negócios, principalmente com o processo acelerado de verticalização de sua rede de atendimento, o que gera grandes ganhos de escala para a empresa. Esse movimento de verticalização de estrutura de atendimento teve o Hapvida como um dos pioneiros e, hoje em dia, se tornou uma tendência de mercado, pois os outros planos perceberam que concentrar o atendimento em sua própria rede diminui muito os seus custos e aumenta muito os seus lucros, pois não existem intermediários lucrando entre os processos, além da empresa conseguir garantir que tudo está sendo feito da forma mais eficiente e barata possível.

O processo de concentração dos planos de saúde suplementares ocorre principalmente pelo processo de fusões e aquisições por parte das grandes companhias. Na figura 14, nós podemos observar essa tendência de diminuição da quantidade de operadoras de planos de saúde, fato que pode ser justificado por isso.

Figura 14: Número de operadoras e cooperativas médicas atuando no Brasil



Fonte: XVI Finance

No caso do Hapvida, o processo de aquisições é tão acelerado, que alguns especialistas discutem qual seria o limite de investimento que ela possui e até onde isso não começaria a comprometer a sua saúde financeira, pois, segundo Higgins (1977), existe uma taxa adequada de crescimento sustentável para uma empresa.

Em 2021, a Hapvida se fundiu com outra gigante do ramo, a NotreDame Intermédica (GNDI), movimento que movimentou mais de R\$ 100 bilhões e criou a maior operadora de plano de saúde suplementar do Brasil, com cerca de 8 bilhões de beneficiários. Ambas as empresas já possuíam características mercadológicas parecidas, mas a Hapvida focou mais no mercado da região Norte e Nordeste, enquanto a NotreDame focou na Sudeste e Sul. Portanto, a fusão entre elas colabora para que elas consigam cobrir praticamente todas as regiões do Brasil. Na figura 15, a seguir, podemos ver melhor essa tendência da diminuição das cooperativas médicas e aumento da medicina de grupo nos anos mais recentes.

Figura 15: Beneficiários de planos médicos e hospitalares no Brasil



Fonte: ANS (2019)

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho tem como hipótese principal averiguar se a abertura de capital da empresa Hapvida mudou a sua estrutura de capital. Dessa forma, nosso objetivo é mostrar se a hipótese é verdadeira ou falsa coletando os dados das demonstrações contábeis fornecidos pela própria empresa, realizando cálculos dos Índices de Estrutura de Capital relacionados ao endividamento com esses dados e por fim, correlacionar com as teorias de estrutura de capital estudadas.

Primeiramente, em relação ao Índice de Endividamento Geral, nós podemos concluir que houve uma melhora na sua estrutura de capital quando correlacionamos com as premissas da Teoria Tradicional, Teoria de do *Pecking Order* e Teoria de *Trade-Off*, pois o valor do seu índice melhorou consideravelmente logo após a sua abertura de capital, o que pode ter ocorrido pela injeção de dinheiro que houve com a venda de ações. Depois de um tempo, a situação piorou um pouco, mas nada preocupante, já que se manteve praticamente estável.

Em seguida, se tratando do Índice de Endividamento com Terceiros, nós podemos afirmar que houve uma melhora considerável na sua estrutura de capital correlacionando com as teorias do *Pecking Order* e Tradicional, pois antes da sua abertura de capital a Hapvida sequer conseguia se financiar sem a utilização de recursos externos. Entretanto, logo após sua entrada na bolsa de valores, esse índice despencou e, mesmo que tenha aumentado um pouco nos anos seguintes, a empresa conseguiu se manter com uma saúde financeira bem mais saudável nesse quesito.

Se tratando do Índice de Composição de Endividamento, nós podemos concluir que não houve melhora na estrutura de capital da Hapvida após a sua abertura de capital, o que podemos correlacionar com a Teoria de Modigliani e Miller.

Quanto ao Índice de Imobilização de Recursos não Correntes, nós podemos correlacionar ele com as teorias do *Pecking Order* e Teoria de *Trade-Off*, e podemos concluir que após a abertura de capital houve uma melhora na estrutura de capital da empresa em estudo, pois, antes desse fato, a Hapvida sequer tinha recursos não-correntes suficientes para financiar seu ativo fixo, entretanto, logo após a abertura de capital, houve uma queda drástica do índice,

e, mesmo que tenha aumentado nos anos seguintes, a empresa conseguiu se manter bem financeiramente ao longo do tempo.

Por último, se tratando do Índice do Patrimônio Líquido, nós podemos atrelar ele, a princípio, com as teorias Tradicional, *Pecking Order* e *Trade-Off*, pois logo após a sua abertura de capital houve uma melhora considerável no índice, entretanto, esse fato não conseguiu se manter ao decorrer dos anos e a empresa voltou a necessitar de mais capital de terceiros para a manutenção de seu negócio e, com isso, podemos correlacionar com a Teoria de Modigliani e Miller.

## **6.1 SUGESTÕES**

Que sejam feitos estudos futuros no impacto na estrutura de capital pós fusão entre as empresas Hapvida e NotreDame Intermédica.

## REFERÊNCIAS

API.MZIQ.COM. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2019**. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/6bbd1770-f9f4-44e8-a1b1-d26b7585eec1/b260af00-f13c-33a4-501b-ef3facef4b09?origin=1>. Acesso em: 31 jan. 2022.

API.MZIQ.COM/. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2020**. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/6bbd1770-f9f4-44e8-a1b1-d26b7585eec1/6871da8a-743d-1d4a-5663-ec706cbd10e5?origin=1>. Acesso em: 1 fev. 2022.

API.MZIQ.COM/. **Demonstrações financeiras intermediárias individuais e consolidadas em 30 de setembro de 2021**. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/6bbd1770-f9f4-44e8-a1b1-d26b7585eec1/a7571b5e-04f1-00a7-fcbc-289a74346ee3?origin=1>. Acesso em: 1 fev. 2022.

COMOINVESTIR.THECAP.COM.BR/. **O que são Indicadores de Estrutura de Capital e Como Calcular**. Disponível em: <https://comoinvestir.thecap.com.br/o-que-sao-indicadores-estrutura-capital>. Acesso em: 31 jan. 2022.

EMPRESAS.SERASAEXPERIAN.COM.BR. **Entenda o que é o índice de endividamento geral e como calcular**. Disponível em: [https://empresas.serasaexperian.com.br/blog/indice-de-endividamento-geral/?idcmp=:c05:m01:google:sp:CR222:ADG252:AD01:TRLCY65:d&gclid=Cj0KCQiAip-PBhDVARIsAPP2xc2RcIipjceR\\_D9pqpq\\_LFHhYTZRhWfi56wUiEcZFn3BoBhXfQDOOsYaAhOeEALw\\_wcB](https://empresas.serasaexperian.com.br/blog/indice-de-endividamento-geral/?idcmp=:c05:m01:google:sp:CR222:ADG252:AD01:TRLCY65:d&gclid=Cj0KCQiAip-PBhDVARIsAPP2xc2RcIipjceR_D9pqpq_LFHhYTZRhWfi56wUiEcZFn3BoBhXfQDOOsYaAhOeEALw_wcB). Acesso em: 31 jan. 2022.

LUME-RE-DEMONSTRACAO.UFRGS.BR/. **Indicadores de estrutura**. Disponível em: [https://lume-re-demonstracao.ufrgs.br/analista-contabil/indicadores\\_estrutura.php](https://lume-re-demonstracao.ufrgs.br/analista-contabil/indicadores_estrutura.php). Acesso em: 30 jan. 2022.

RI.HAPVIDA.COM.BR. **Central de resultados.** Disponível em: <https://ri.hapvida.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 31 jan. 2022.

RI.HAPVIDA.COM.BR/. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2018 e 2017.** Disponível em: [https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/b80d6626-708a-46b2-a2b4-dd14f1f4e227/central-de-resultadoscentral-de-downloads/273850beee7b0a3eceda2bb996b34683b1cc399f98825cd598a0ec15c555c41/itr\\_4t18.pdf](https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/b80d6626-708a-46b2-a2b4-dd14f1f4e227/central-de-resultadoscentral-de-downloads/273850beee7b0a3eceda2bb996b34683b1cc399f98825cd598a0ec15c555c41/itr_4t18.pdf). Acesso em: 30 jan. 2022.

SUNO.COM.BR. **Indicadores de estrutura de capital: saiba o que são e como são calculados.** Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/indicadores-estrutura-capital/>. Acesso em: 1 fev. 2022.

WWW.ANDREBONA.COM.BR/. **Índice de endividamento geral, o que é e como usar esse indicador ao investir.** Disponível em: <https://andrebona.com.br/indice-de-endividamento-geral-o-que-e-e-como-usar-esse-indicador-ao-investir/>. Acesso em: 1 fev. 2022.

WWW.COGNITIOGESTAO.COM.BR. **Indicadores de Estrutura de Capital.** Disponível em: <https://cognitiogestao.com.br/indicadores-estrutura-de-capital/>. Acesso em: 1 fev. 2022.

WWW.COMOINVESTIR.THECAP.COM.BR. **Imobilização de Recursos não Correntes - IRC.** Disponível em: [https://comoinvestir.thecap.com.br/imobilizacao-de-recursos-nao-correntes-irc#:~:text=Imobiliza%C3%A7%C3%A3o%20de%20Recursos%20n%C3%A3o%20Correntes%20\(IRC\)%20%C3%A9%20um%20indicador%20cont%C3%A1bil,e%20os%20recursos%20n%C3%A3o%20correntes..](https://comoinvestir.thecap.com.br/imobilizacao-de-recursos-nao-correntes-irc#:~:text=Imobiliza%C3%A7%C3%A3o%20de%20Recursos%20n%C3%A3o%20Correntes%20(IRC)%20%C3%A9%20um%20indicador%20cont%C3%A1bil,e%20os%20recursos%20n%C3%A3o%20correntes..) Acesso em: 31 jan. 2022.

WWW.COMOINVESTIR.THECAP.COM.BR. **O que Faz Hapvida (HAPV3) e os Diferenciais da Empresa.** Disponível em: <https://comoinvestir.thecap.com.br/o-que-faz-hapvida-hapv3-e-os-diferenciais-da-empresa>. Acesso em: 27 jan. 2022.



WWW.CONTABEIS.COM.BR. **Os Principais Indicadores de Investimento da Análise Financeira.** Disponível em: <https://www.contabeis.com.br/artigos/3261/os-principais-indicadores-de-investimento-da-analise-financeira/>. Acesso em: 29 jan. 2022.

WWW.CONTASOONLINE.COM.BR. **Índices de endividamento: conheça os principais e como utilizar esse indicador.** Disponível em: <https://www.contasonline.com.br/blog/135/indices-de-endividamento-conheca-os-principais-e-como-utilizar-esse-indicador>. Acesso em: 1 fev. 2022.

WWW.CONTEUDOS.XPI.COM.BR. **Hapvida (HAPV3) e GNDI (GNDI3): Um olho no crescimento e o outro na fusão. Iniciando com Compra.** Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/hapvida-hapv3-e-gndi-gndi3-um-olho-no-crescimento-e-o-outro-na-fusao-iniciando-com-compra/>. Acesso em: 2 fev. 2022.

WWW.DIARIODEINVESTIMENTOS.COM.BR/. **Estrutura de capital de uma empresa: 4 cálculos simples para dominar os índices.** Disponível em: <https://www.diariodeinvestimentos.com.br/estrutura-de-capital-de-uma-empresa-4-calculos-simples-para-dominar-os-indices/>. Acesso em: 30 jan. 2022.

WWW.ECONETEDITORA.COM.BR/. **Análise de balanço.** Disponível em: [http://www.econeteditora.com.br/links\\_pagina\\_inicial/calculos/contabil/analise\\_balanco/Modelo\\_de\\_Analise\\_do\\_Balanco\\_Patrimonial.pdf](http://www.econeteditora.com.br/links_pagina_inicial/calculos/contabil/analise_balanco/Modelo_de_Analise_do_Balanco_Patrimonial.pdf). Acesso em: 31 jan. 2022.

WWW.EHOW.COM.BR. **Como calcular estrutura de capital.** Disponível em: [https://www.ehow.com.br/calcular-estrutura-capital-como\\_25117/](https://www.ehow.com.br/calcular-estrutura-capital-como_25117/). Acesso em: 30 jan. 2022.

WWW.INVESTSITE.COM.BR/. **Principais Indicadores.** Disponível em: [https://www.investsite.com.br/principais\\_indicadores.php?cod\\_negociacao=HAPV3](https://www.investsite.com.br/principais_indicadores.php?cod_negociacao=HAPV3). Acesso em: 28 jan. 2022.

WWW.MAISRETORNO.COM. **Imobilização de Recursos não Correntes (IRC).** Disponível em: <https://maisretorno.com/portal/termos/i/imobilizacao-de-recursos-nao-correntes-irc>. Acesso em: 2 fev. 2022.

WWW.MAISRETORNO.COM. **Imobilização do Patrimônio Líquido**. Disponível em: <https://maisretorno.com/porta/termos/i/imobilizacao-do-patrimonio-liquido>. Acesso em: 31 jan. 2022.

WWW.PORTALDEAUDITORIA.COM.BR. **Análise de balanço**. Disponível em: <https://portaldeauditoria.com.br/analise-de-balanco/>. Acesso em: 28 jan. 2022.

WWW.S3.AMAZONAWS.COM/. **Índices de estrutura de capitais ou endividamento**. Disponível em: [https://s3.amazonaws.com/ead\\_casa/ead\\_casa/Aula/11329-indicadores-de-endividamento-e-estrutura-fernando-aprato.pdf](https://s3.amazonaws.com/ead_casa/ead_casa/Aula/11329-indicadores-de-endividamento-e-estrutura-fernando-aprato.pdf). Acesso em: 30 jan. 2022.

WWW.SUNO.COM.BR. **Composição do Endividamento: como interpretar esse indicador?**. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/composicao-do-endividamento/>. Acesso em: 2 fev. 2022.

WWW.SUNO.COM.BR. **O que é e como funciona a imobilização dos recursos não correntes**. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/imobilizacao-dos-recursos-nao-correntes/>. Acesso em: 2 fev. 2022.

WWW.VBMC.COM.BR. **Conheça os 4 principais indicadores de endividamento**. Disponível em: <https://vbmc.com.br/principais-indicadores-de-endividamento/>. Acesso em: 2 fev. 2022.

WWW.XVIFINANCE.COM.BR. **Os números da consolidação na saúde suplementar e o futuro do setor**. Disponível em: <https://xvifinance.com.br/os-numeros-da-consolidacao-no-setor-da-saude-suplementar/>. Acesso em: 26 jan. 2022.

WWW.XVIFINANCE.COM.BR. **Por que as operadoras de saúde se verticalizam?**. Disponível em: <https://xvifinance.com.br/verticalizacao-ops/>. Acesso em: 1 fev. 2022.

SLONGO, Tatiana. **O desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do município de Caxias do Sul**: Uma análise no período de 2005 a 2014. Caxias do sul: 2015.

SILVA, Alexandre A. da. **Estrutura, Análise e Interpretação das Demonstrações Contábeis**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, José. P. **Análise financeira das empresas**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

REIS, Arnaldo C. de R. **Demonstrações Contábeis: Estrutura e Análise**. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Básica e Gerencial**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1998.

SANT'ANA, Ícaro da Silva. **Análise da estrutura de capital e rentabilidade das empresas de transporte metropolitano das cidades de São Paulo e Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: 2018.

MARION, José Carlos. *Análise das Demonstrações Contábeis: contabilidade empresarial*. Atlas, 3a. Ed., 2010

MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise financeira de balanços*. Atlas. 6a. Ed., 2010