



**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)
INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA**

**ANÁLISE DA ESTRUTURA DE CAPITAL DOS HOSPITAIS
PORTUGUESES**

Liliana Costa Fenta

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do
Grau de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão Pública

Orientada por
Nuno Filipe Lopes Moutinho

Bragança, Outubro 2022



**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)
INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA**

**ANÁLISE DA ESTRUTURA DE CAPITAL DOS HOSPITAIS
PORTUGUESES**

Liliana Costa Fenta

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do
Grau de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão Pública

Orientada por
Nuno Filipe Lopes Moutinho

Bragança, Outubro 2022

Resumo

O endividamento dos hospitais tem sido identificado como um dos grandes problemas na administração pública. Os hospitais públicos são unidades autónomas com independência nas decisões tomadas, pelo que o endividamento afeta negativamente não só o desenvolvimento dos cuidados de saúde, mas também da qualidade dos serviços médicos prestados. O setor de saúde, enquanto área fundamental da economia nacional, releva a necessidade de assegurar um elevado desempenho das suas unidades de forma a garantir a satisfação dos utentes, bem como a manutenção das suas estruturas financeiras. Neste estudo, pretende-se analisar os fatores críticos na gestão da dívida das empresas no setor da saúde português, públicas e privadas, pelo que se propõe efetuar um estudo no âmbito do endividamento. Assim, o presente trabalho tem como objetivo de identificar os determinantes da estrutura de capitais dos hospitais portugueses, considerando diversos fatores financeiros e operacionais. Com base numa amostra de 77 hospitais e 588 observações para os anos entre 2010 e 2021, foi utilizada a metodologia Ordinary Least Squares (OLS), foi possível evidenciar que os hospitais com maior número de consultas são os que apresentam maior endividamento e que os hospitais com maior número de intervenções cirúrgicas urgentes são os que apresentam maior endividamento. No entanto, os hospitais com maior número de intervenções cirúrgicas programadas apresentam menor nível de endividamento, sendo que foi evidenciado que os hospitais com maior número de doentes saídos da especialidade cirúrgica apresentam maior nível de endividamento.

Palavras-chave: Estrutura de Capital, Endividamento, Atividade hospitalar

Abstract

The hospital debt was identified as one of the major problems in public administration. Public Hospitals are independent with units in the taken decisions. The debt negatively affects not only the development of health services, but also the quality of medical services provided. The health sector, as a fundamental area of national economy highlights the need to ensure the performance of its units in order to assure the satisfaction of its users, as well as the maintenance of the financial structures.

In this study we intend to analyze the critical factors in the debt management of companies in the Portuguese health sector, public and private, so it is proposed to carry an investigation in the scope of the debt. Thus, the present work aims to identify the determinants of the capital structure of Portuguese Hospitals, considering several financial and operational factors.

Based on the sample of 77 hospitals and 588 observations between the year of 2010 and 2020, this study follows the Ordinary Least Squares (OLS) methodology. The highest number of urgent surgical interventions are those with the highest indebtedness. However, hospital with greater number of scheduled surgical interventions have a lower level of indebtedness. Hence, it is also found that the hospitals with greater number of patients leaving the surgical specialty have higher level of indebtedness.

Keywords: Capital Structure, Debt, Hospital Activity

Agradecimentos

Sendo este o espaço dedicado a todos aqueles de qualquer forma contribuíram para a realização da presente dissertação, deixo o meu agradecimento a todos eles.

Contudo, não posso deixar de destacar alguns dos que estiverem sempre presentes, dando força e apoio para que o presente trabalho fosse levado concluído.

Ao meu orientador Professor Nuno Filipe Lopes Moutinho, pela disponibilidade demonstrada, pelas críticas, sugestões, pelos ensinamentos recebidos e por toda a ajuda.

À minha família, sobretudo aos meus pais, sem os quais nada disto teria sido possível. Jamais irei esquecer todos os sacrifícios que fizeram por mim. Agradeço o apoio constante, todas as palavras de incentivo e o alento quotidiano ao longo da minha vida pessoal e académica. Esta minha “vitória” também é vossa.

Ao meu irmão Daniel por estar sempre a torcer por mim, pelo carinho e ânimo ao longo deste percurso.

Aos meus tios e primos, um agradecimento muito especial pelo apoio diário, pelas palavras de incentivo e pela constante transmissão de confiança e de força.

Por fim, mas não menos importante a todos os meus amigos que sempre me incentivaram e acreditaram em mim.

Índice Geral

1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura	3
2.1 Caracterização do sistema hospitalar português	3
2.2 Teorias da estrutura de Capital e Endividamento	6
2.2.1 Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital.....	7
2.2.2 Teoria do Static Trade-off.....	8
2.2.3 Teoria do Pecking Order	9
2.2.4 Teoria da Agência	10
2.3 Fatores Explicativos do Endividamento dos Hospitais	11
2.4 Estudos Empíricos nos Hospitais.....	13
3. Metodologia	18
3.1 Hipóteses de Investigação	18
3.2 Modelo Estatístico e variáveis	19
3.3 Amostra	23
4. Análise e Discussão dos resultados obtidos.....	24
4.1 Estatísticas Descritivas	24
4.2 Matriz de Correlação	26
4.3 Análise Multivariada	28
4.4 Discussão dos resultados	31
Considerações Finais.....	33

Índice de Tabelas

Tabela 1. Estudos Empíricos	16
Tabela 2. Variáveis em Estudo.	21
Tabela 3. Análise Estatística.....	25
Tabela 4. Matriz de Correlações.....	27
Tabela 5. Fatores Determinantes do Endividamento.	30
Tabela 6. Resultados da Testagem de Hipóteses.....	32

Lista de Abreviaturas

ADSE Assistência à Doença dos Servidores do Estado

GRETL Gnu Regression, Econometric and Time-Series Library

OLS Ordinary Least Squares

SNS Serviço Nacional de Saúde

1. Introdução

Atualmente, a conjuntura social, política e económica no panorama mundial, afeta a competitividade dos mercados globais, exigindo a necessidade de encontrar fontes de investimento alternativas de forma a assegurar o desenvolvimento das organizações e da sociedade, em geral. Neste contexto macroeconómico, torna-se fundamental compreender quais os fatores críticos relativamente à organização das estruturas de capital das empresas, de forma a identificar um balanço equilibrado entre as fontes de financiamento disponíveis, a criação de valor acrescentado e o endividamento decorrente das atividades organizacionais (Prasad, Green, & Murinde, 2001). Nas últimas décadas, a definição das estruturas de capital nas organizações tem sido amplamente analisada, dado que permite compreender a relação entre as decisões afetas às estruturas de capital e o valor das empresas (Karadeniz, Kandir, Balcilar, & Onal, 2009). Como tal, diversos autores desenvolveram teorias alternativas de estrutura de capital a fim de identificar quais os fatores críticos que afetam as decisões estratégicas relativas a estruturas de capital nas organizações. Ainda assim, em Portugal, o desenvolvimento de estudos relativos à estrutura de capitais das organizações não tem sido amplamente investigado, dada a existência de um mercado de capitais com pouca maturidade, em particular no setor da saúde (Vergas, Cerqueira, & Brandão, 2015).

Como tal, o presente trabalho pretende investigar o endividamento, no sentido de analisar o conjunto de variáveis e fatores que promovem a tomada de decisão relativa à gestão do endividamento no setor da saúde português. Esta análise, pretende compreender de que forma se potencia o valor das entidades públicas hospitalares de acordo com a gestão de financiamento e investimento de capital. O trabalho tem como objetivo responder à seguinte questão de investigação: “Quais são os determinantes específicos dos hospitais que afetam as decisões de endividamento?”

Dada a relevância do tema no contexto nacional, esta investigação tem como objetivo identificar e compreender os fatores explicativos que determinam o endividamento dos hospitais portugueses. Com base nas teorias da estrutura de capitais existentes, pretende-se determinar quais os parâmetros críticos que influenciam a tomada de decisão no setor da saúde, relativamente à utilização de capitais nas suas atividades económicas.

Neste sentido, a principal motivação relativa à escolha do tema da presente dissertação prende-se com a escassez de estudos empíricos relativos à análise da estrutura de capital dos hospitais portugueses.

Desta forma, na secção seguinte é apresentada a revisão de literatura da temática em estudo, na qual são abordadas as principais características afetas ao setor da saúde português, em particular, o sistema hospitalar, bem como as principais teorias relativas à estrutura de capitais nas organizações. De seguida, é apresentada a metodologia de investigação, onde são descritas as hipóteses de investigação e as variáveis relativamente ao endividamento nos hospitais portugueses em amostra, com recurso ao modelo de regressão linear multivariada. Na terceira secção são abordados os resultados do estudo elaborado e a discussão dos mesmos de acordo com as teorias referentes à estrutura de capitais, sendo o trabalho concluído com o último capítulo, no qual são destacadas as principais conclusões e limitações.

2. Revisão de Literatura

2.1 Caracterização do sistema hospitalar português

Em Portugal, a organização dos serviços de saúde pública remete ao princípio do século XX, com a entrada em vigor do regulamento geral dos Serviços de Saúde e Beneficência Pública, em 1903. Neste período, a prestação dos cuidados tinha um caráter privado, no qual o papel do Estado apenas assegurava a assistência social no caso dos cidadãos financeiramente mais carenciados (Sousa, 2009).

Ainda assim, o direito de proteção à saúde para a totalidade dos cidadãos tem origem na criação de um serviço nacional de saúde universal, estabelecido em 1976, com a aprovação da Constituição da República Portuguesa (Lei n.º 56/79, de 15 de Setembro). Mais tarde, em 1990, o Sistema de Saúde Português foi regulado por dois diplomas fundamentais, a Lei de Bases da Saúde (Lei n.º 48/90, de 24 de Agosto) e o Estatuto do Serviço Nacional de Saúde (Lei n.º 11/93, de 15 de Janeiro), sendo este período considerado como um ano decisivo no panorama do Sistema Nacional de Saúde. De acordo com a Lei de Bases da Saúde, os cuidados de saúde são prestados por serviços

e estabelecimentos do Estado ou, sob fiscalização deste, por outras entidades públicas ou privadas, independentemente da sua finalidade lucrativa.

No contexto nacional, o sistema de cuidados de saúde é caracterizado por três dimensões distintas, designadamente, o Serviço Nacional de Saúde (SNS), os subsistemas de saúde (estruturas funcionais de saúde públicas e privadas) e os seguros voluntários de saúde. No caso dos subsistemas de saúde, a sua criação antecede a criação do SNS, em 1979 (Sousa, 2009). Estes subsistemas são caracterizados pela prestação de cuidados de saúde e pelo financiamento das despesas de saúde, no qual se destaca a ADSE (Assistência à Doença dos Servidores do Estado) cuja gestão é assegurada pelo Ministério das Finanças. Os subsistemas de saúde abrangem, maioritariamente, grupos profissionais sendo que o seu acesso se encontra adjacente ao conjunto de colaboradores do setor público e os familiares diretos. Relativamente aos seguros voluntários de saúde, estes foram introduzidos em Portugal, em 1978, representando a contribuição privada mais significativa sob o ponto de vista do financiamento do sistema de saúde (Baganha, Ribeiro & Pires, 2002).

No caso do Sistema Nacional de Saúde, este reflete “um conjunto ordenado e hierarquizado de instituições e de serviços oficiais prestadores de cuidados de saúde, funcionando sob a superintendência e tutela do Ministério da Saúde”. Contudo, recentemente, a estrutura do Sistema Nacional de Saúde sofreu algumas alterações com o objetivo de aumentar a eficiência no nível de serviço prestado à sociedade. Neste sentido, foram reforçadas as estruturas operacionais da 5 regiões administrativas (ARS – Administrações Regionais de Saúde): Norte, Centro, Lisboa e Vale do Tejo, Alentejo e Algarve. Assim, a importância deste reforço reside na gestão coordenada pela administração destas regiões, dado que são responsáveis pela implementação e coordenação regional das políticas nacionais de saúde, relativamente à gestão da rede de fornecimento de serviços, bem como o pagamento de fundos às entidades prestadoras de serviços.

Desta forma, Baganha, Ribeiro & Pires (2002) sublinham que a gestão dos hospitais e dos centros de saúde encontra-se sob a tutela das administrações regionais de saúde (ARS) que cobrem geograficamente todo o país. Na verdade, as ARS são responsáveis pela gestão do SNS a nível regional, compreendendo a gestão dos hospitais e dos centros de saúde. Segundo os autores, as ARS são também responsáveis pela a gestão estratégica da saúde da população, o estabelecimento de acordos e protocolos com entidades privadas, a ligação com as Santas Casas da Misericórdia e os diversos órgãos autárquicos, de forma a estabelecer parcerias e negociar a compra de serviços de cuidados de saúde com os hospitais na sua área de atuação.

Assim sendo, Portugal possui um sistema de saúde misto, no qual os residentes têm proteção automática da responsabilidade do Estado, podendo ainda, de forma voluntária, contratar proteção adicional através de seguradoras de saúde, públicas ou privadas (Baganha, Ribeiro. & Pires, 2002). Do ponto de vista da componente pública, os residentes estão automaticamente cobertos contra o risco financeiro associado a um episódio de doença, através do papel segurador do Estado. Nesta circunstância, o Estado assegura o direito à proteção da saúde através do Sistema Nacional de Saúde, com recurso ao conjunto de instituições e serviços oficiais prestadores de cuidados de saúde

dependentes do Ministério da Saúde. Assim sendo, de acordo com o carácter de cobertura universal do SNS, o conjunto de pessoas que realiza contribuições para algum subsistema de saúde ou paga prémios de risco a seguradoras de saúde privadas, fica duplamente coberta contra riscos financeiros associados a cuidados de saúde. Em termos organizacionais, o SNS é composto por uma rede de fornecimento de serviços que engloba as unidades de tratamento prolongado, os centros de cuidados primários (centros de saúde) e os hospitais.

Em Portugal, a rede hospitalar constitui uma unidade estruturante do sistema de saúde, uma vez que desempenha um papel fulcral na prestação de cuidados de saúde (Braun, & Centeno, 2018). Estas unidades destacam-se no sistema de cuidados de saúde por diversas razões, entre as quais, pelo facto de que o seu orçamento representa uma parcela muito significativa do orçamento global da saúde e pela adoção de as políticas na gestão hospitalar com impactos no SNS, em termos globais.

A estrutura organizacional hospitalar é reconhecida como um dos principais determinantes do desempenho ao nível da gestão. Ainda assim, segundo os autores, as necessidades relativas ao aumento da eficiência hospitalar revelam o impacto dos incentivos da envolvente externa, em particular pela ação de mecanismos de pagamentos, sendo que o desempenho é determinado pela interação dos incentivos externos e da estrutura organizacional. Como tal, a eficiência da gestão hospitalar é influenciada pela introdução de reformas ao nível da envolvente externa e da estrutura organizacional (Sousa, 2009). Assim, a interação entre a envolvente externa e a estrutura organizacional potenciam a criação de incentivos para o sucesso das alterações na forma de gestão.

Posto isto, os fatores determinantes da estrutura organizacional podem ser agrupados em quatro dimensões: autonomia de decisão, exposição de mercado, autonomia financeira e funções sociais (McKee, Martin & Healy, 2002). Segundo os autores, o grau de autonomia de decisão representa a liberdade na tomada de decisões de gestão, na relação entre *shareholders* e *stakeholders*. No contexto hospitalar, este grau de autonomia inclui o controlo sobre os recursos existentes e os resultados obtidos, resultantes da diversidade de atividades desenvolvidas, nas vertentes de gestão financeira clínica e não clínica, a gestão estratégica, as vendas e o mercado estratégico. A exposição ao mercado, refere-se ao risco que os hospitais enfrentam no seu desempenho financeiro e profissional. Sendo que a existência de uma boa exposição no mercado permite orientar o alcance de resultados positivos, promovendo o bom desempenho e penalizando os fracos resultados obtidos. A autonomia financeira reflete o grau de responsabilidade e autonomia do hospital para gerir os seus excedentes gerados ou o reconhecimento de dívida. O aumento das dimensões de autonomia, permite que a capacidade de intervenção direta do Ministério da Saúde junto da organização hospitalar diminua. Este instrumento deve ser substituído pela implementação de mecanismos de responsabilização, nomeadamente através de contratos e regulação, combinados com processos de avaliação de desempenho.

Por fim, a definição das funções sociais asseguradas pelo hospital, como a prestação de cuidados a pessoas vulneráveis revelam extrema importância no que diz respeito à responsabilidade social

da estrutura organizacional. Pelo que o sucesso desta estratégia exige a implementação de responsabilidades e reformas complementares ao financiamento desses cuidados de saúde, incluindo subsídios de pobreza.

2.2 Teorias da estrutura de Capital e Endividamento

A estrutura de capital representa a forma como uma empresa financia os seus ativos e investimentos, podendo ser financiada com recurso a capitais próprios ou de terceiros, onde este tipo de financiamento pode ser feito apenas por um dos tipos de capital ou pela combinação dos dois tipos de capital existentes.

Em 1958, Modigliani e Miller publicaram o seu primeiro artigo relativo às estruturas de capital, a fim de demonstrar que a mesma estrutura de capital era irrelevante para a criação de valor da empresa, quando as mesmas atuam num mercado perfeito. Contudo, a definição da estrutura de capital das empresas permite identificar qual a forma de financiamento empresarial que mais se adequa às necessidades da organização. Na verdade, alguns fatores demonstraram, de modo consistente, ter influência nas decisões da estrutura de capital, como por exemplo a rentabilidade, a dimensão da empresa, as oportunidades de crescimento, a tributação, entre outros.

Mais tarde, em 1963, Modigliani e Miller efetuaram uma revisão relativa às observações iniciais, sendo que consideraram o efeito da tributação na estrutura de capitais, assumindo a existência de falhas de mercado, pelo que adaptaram a sua teoria a este fator, contrariando assim a sua primeira análise. Os autores referiram que as empresas beneficiavam no caso de recorrerem ao financiamento por capital alheio, uma vez que poderiam usufruir de benefícios fiscais provenientes do endividamento, fator este que tinha um impacto positivo no valor da empresa.

Posteriormente, surgiram inúmeros artigos sobre a estrutura de capital que contribuíram para a consolidação da literatura sobre esta temática, aumentando a sua abrangência. Segundo Gitman & Madura (2003), a estrutura de capital é composta “pela dívida de longo prazo e capital próprio mantida pela empresa, sendo uma das áreas mais complexas da tomada de decisão financeira devido à sua relação com outras variáveis consideradas como fundamentais na decisão financeira”. Ainda assim, existem várias teorias que procuram explicar a estrutura de capital das empresas. Neste sentido, Myers (2003) refere que as teorias existentes são de carácter condicional, uma vez que “as teorias diferem na importância atribuída aos fatores que podem afetar a escolha entre dívida e capital. Esses fatores incluem os custos da agência, os impostos, as diferenças de informações e os efeitos das imperfeições do mercado ou restrição institucional ou regulamentar. Cada fator pode ser crítico de acordo com o contexto das empresas em determinadas circunstâncias.”

Como tal, as diferentes teorias podem fazer sentido quando considerados apenas alguns fatores, contudo é difícil identificar um consenso na comunidade científica, na tentativa de escolher a estrutura ótima, considerando toda a diversidade de fatores envolvidos. Segundo o mesmo autor, existem quatro teorias da estrutura de capital principais, sendo elas:

- A Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital, na qual o valor da empresa e as decisões de investimentos não dependem do financiamento;
- A Teoria do Static Trade-off, na qual as empresas escolhem um endividamento como alvo principal, ponderando os benefícios da dívida contra os custos de dificuldade financeira e de falência;
- A Teoria do Pecking Order, na qual, quando necessário o endividamento, dá-se a preferência pelas fontes internas (lucros retidos) primeiramente e em último caso às fontes externas;
- A Teoria de Agência: que é a diferença entre os interesses dos administradores e dos acionistas.

2.2.1 Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital

De acordo com Myers (2003), “o formato de financiamento tem pouco relevância num mercado perfeito”. Assim, o valor de mercado da empresa não é alterado pela proporção entre a dívida e o capital próprio, uma vez que o valor da empresa é sempre o mesmo, não sendo possível afirmar que uma estrutura de capital é melhor do que outra. Assim, os autores identificaram algumas premissas de forma a formular duas proposições, a proposição I e a proposição II.

Damodaran (2004) refere que a proposição I se baseia num contexto livre de impostos, de custos de transação e da possibilidade do não cumprimento da obrigação no prazo estabelecido. Desta forma, Brealey & Myers (2006) acrescentam que a proposição I permite às empresas “a separação completa das decisões de investimento e de financiamento, sendo que qualquer empresa pode avaliar projetos de investimento independentemente da origem do dinheiro.”. Segundo Damodaran (2004), estas premissas permitem atuar num contexto livre dos custos de agenciamento e das incertezas a respeito das necessidades futuras de financiamento, fazendo assim, com que a dívida não se reflita em benefícios ou custos para a empresa. Neste caso, torna-se irrelevante a escolha da proporção entre capital próprio e dívida na escolha da estrutura de capital.

No caso da proposição II, Modigliani e Miller adicionaram o benefício tributário e a dívida às premissas da proposição I. Assim, de acordo com Ross, Westerfield & Jaffe (2015), o valor da empresa não é alterado, dado que o ganho com o endividamento é compensado com o aumento do custo do capital próprio, devido ao risco que o endividamento representa sobre o capital próprio. Neste sentido, os autores descreveram esta proposição fazendo a analogia à teoria da pizza, onde o valor total da empresa é definido pelo montante de dívida e o montante de capital próprio existentes na empresa, assim sendo, é irrelevante o tamanho de cada parte, pois a soma das duas partes é igual ao valor total da empresa. Ainda assim, Grinblatt & Titman (2011), demonstraram discordância, uma vez que os acionistas não estão interessados no tamanho total da pizza, mas sim na divisão das suas partes. Da mesma forma, Myers (2003) complementou a ideia referindo que o valor da pizza depende da forma como é dividida, pois existem pessoas dispostas a adquirir apenas algumas parcelas da pizza e não a sua totalidade. Neste exemplo da teoria pizza, Westerfield & Jaffe (2010), descreveram que a pizza representa os ativos, o fluxo de caixa e as oportunidades de crescimento de uma empresa, sendo que as suas fatias representam as combinações possíveis, formando assim a estrutura de capital.

2.2.2 Teoria do Static Trade-off

No caso da teoria do *Static Trade-off*, afirma-se que as empresas devem procurar uma estrutura de capital ótima que maximize os benefícios e minimize os custos do endividamento. Esta abordagem, refere que “a utilização endividamento promove dois efeitos opostos, o benefício fiscal, dado pela dedutibilidade fiscal dos juros pagos, e por outro lado, aumentam os custos de dificuldades financeiras.” Segundo Myers (2003), a teoria do *Static Trade-off* reforça a determinação de um endividamento, que depende do valor dos juros pagos e das consequências de dificuldades financeiras. Brealey & Myers (2006) complementam que “o ponto ótimo teórico é alcançado quando o valor presente da economia fiscal que se deve a empréstimos adicionais é exatamente compensado pelos aumentos no valor presente dos custos de dificuldades financeiras.” Segundo os mesmos autores, o índice de endividamento pode variar de empresa para empresa, pois de acordo com Myers (2003) “empresas grandes e seguras, com ativos tangíveis tendem a endividar-se mais do que pequenas empresas com ativos de risco na maior parte intangíveis.” e que “as empresas com alta rentabilidade e oportunidades de crescimento valiosas tendem a endividar-se menos.” Como tal, o autor refere que é possível determinar o benefício fiscal com o valor dos juros pagos, sendo que “a teoria não especifica a probabilidade de dificuldades financeiras em função da alavancagem e não quantifica os custos de dificuldades financeiras”.

Ross, Westerfield & Jaffe (2015) destacam que as dificuldades financeiras acontecem devido à pressão que o capital de terceiros exerce sobre a empresa, dado que o endividamento exige o pagamento de juros. No caso de incumprimento nos pagamentos, a empresa pode entrar em dificuldades financeiras, podendo apresentar uma situação de falência técnica que acontece na impossibilidade do pagamento da dívida, no qual todos os ativos são passados legalmente dos acionistas para os credores. Desta forma, Myers (2003) sublinha que os custos de dificuldades financeiras “ocorrem quando a ameaça ou ocorrência de incumprimento, reduz o valor de mercado dos ativos da empresa, operações ou oportunidades de crescimento.”

Como tal, Ross, Westerfield & Jaffe (2015) descrevem a existência de dois tipos de custos de dificuldades financeiras, os custos diretos e os indiretos. Os custos diretos, envolvem o conjunto de custos legais e administrativos, sendo que “o custo direto de falência é o custo no qual se verifica a sua ocorrência em termos de fluxos de saída de caixa no momento da falência” (Damodaran, 2004).

Por outro lado, os custos indiretos são mais difíceis de identificar, levando o autor a referir que o custo indireto representa a perda em receitas brutas, que pode ser entendido pelos clientes como uma ameaça de falência, resultando na perda de confiança na empresa por parte dos clientes. Assim, Myers (2003) complementa que os “custos indiretos de dificuldades financeiras são, na sua maioria, atribuídos aos custos gerados pelos conflitos de agência entre credores e acionistas. Sendo que, na possibilidade de existir uma obrigação, os acionistas podem ganhar à custa dos credores”. Neste contexto de conflito de interesses, os acionistas pretendem adotar estratégias com segundos interesses de forma a prejudicar os credores, permitindo obter um benefício direto.

De acordo com Ross, Westerfield & Jaffe (2015) existem três estratégias possíveis:

- O incentivo a assumir riscos elevados, que acontece quando os acionistas selecionam projetos de alto risco;
- O incentivo ao subinvestimento, quando os acionistas realizam projetos com valor presente líquido negativo;
- O despejo de propriedade, que acontece quando os acionistas decidem pagar dividendos extraordinários ou fazer distribuições em situações de dificuldade.

Em qualquer caso, estas estratégias são prejudiciais para a empresa, pois podem dificultar a obtenção de capital e também diminuir o valor da empresa. Contudo, os credores podem proteger-se através da elaboração de acordos, com as devidas cláusulas protetoras. Segundo Ross, Westerfield & Jaffe (2015), estas as cláusulas são integradas no contrato de empréstimo e são assinadas por ambas as partes, acionistas e credores, com o objetivo de “reduzir os custos de falência, elevando em última instância o valor da empresa”. Assim, os custos de agência explicam porque é que as empresas em crescimento e com projetos rentáveis utilizam, maioritariamente, o capital próprio para realizar os projetos, uma vez que os riscos de perda evitam a ocorrência de dívidas (Myers, 2003).

2.2.3 Teoria do Pecking Order

A Teoria do *Pecking Order* representa uma hierarquia nas fontes de financiamento das empresas, de forma a evitar prejuízos na discrepância de informação da empresa. Assim, é dada a preferência às fontes internas e depois a emissão de ações, sendo esta diferença entre a existência de prejuízos, dado que as ações emitidas seriam subavaliadas pelo mercado.

Segundo Myers (2003), Teoria do *Pecking Order*, explica que a maior parte do financiamento externo provém da dívida. No caso das empresas mais lucrativas, estas são menos endividadas, porque as empresas têm financiamentos internos mais rentáveis. Assim, as empresas menos rentáveis necessitam de mais financiamento externo e, conseqüentemente, incorrem numa maior acumulação de dívidas. De acordo com Medeiros & Daher (2008), Teoria do *Pecking Order* deve-se à assimetria de informações, dado que na possibilidade de uma nova emissão de ações, os atuais acionistas seriam prejudicados pela subavaliação dos ativos por parte do mercado e os novos acionistas iriam ser beneficiados, pelo facto de adquirirem ações com preços subavaliados. Nesta circunstância, existiria uma transferência de valor entre os atuais acionistas e os novos, na qual, os primeiros sairiam prejudicados. Para Ross, Westerfield & Jaffe (2015), as fontes de financiamento internas “provêm do fluxo de caixa gerado pelas operações, e são definidas de acordo com o somatório do lucro líquido e a depreciação menos os dividendos”, enquanto que as fontes externas “são representadas pelo somatório do valor líquido do capital novo de terceiros, o valor líquido do capital novo de terceiros e o valor das emissões de novas ações menos recompras de ações”). Posto isto, as empresas procuram, na sua maioria fontes internas de financiamento, antes de ponderarem a atualização de fontes de financiamento externas. Os autores referem ainda que existem dois fatores que justificam a hierarquia de fontes, entre eles, o financiamento externo, com

um elevado custos, devido às comissões pagas aos bancos de investimento e a dificuldade dos acionistas em avaliar as novas ações devido à discrepância informacional.

Assim sendo, o *Pecking Order*, possui pelo menos duas implicações, a disponibilidade financeira e a opção de não incorrer em endividamentos elevados. A disponibilidade financeira, reflete que as empresas irão acumular caixa para períodos difíceis. Sendo que Brealey & Myers (2006) afirmam que “ter folga financeira significa ter caixa, títulos negociáveis, ativos reais prontamente vendáveis e acesso imediato aos mercados de dívida ou ao financiamento bancário.” Ross, Westerfield & Jaffe (2015), destacam ainda que a “teoria *Pecking Order* não conduz a um quociente desejado e bem definido entre capital de terceiros e capital próprio.”. Pelo que não existe uma fórmula que apoie os fatores e as implicações que o *Pecking Order* apresenta, tornando esta abordagem abstrata na tomada de decisões financeiras.

2.2.4 Teoria da Agência

A teoria de agência, previamente vista na teoria do *Static Trade-off*, explica os conflitos de interesse entre os acionistas e os credores. Nesta teoria, destaca-se a relação entre os agentes envolvidos na teoria, dado que representa a forma como um contrato entre ou mais pessoas, envolve delegação de competências na tomada de decisão do agente (Jensen & Meckling, 1976).

Nesta relação entre o gerente e o proprietário podem existir uma diferenças entre os interesses das duas partes. No caso, o gerente pode agir de acordo com seus próprios interesses, e para evitar tais problemas, o proprietário pode implementar um conjunto de mecanismos de monitorização e controlo, ficando dependente de recursos financeiros suportados pela agência.

De acordo com Ross, Westerfield & Jaffe (2015), os custos de agência resultam dos conflitos entre gestores e proprietários, sendo que “podem ser considerados como o conjunto de custos com os quais a organização deve incorrer de forma a evitar que os gestores priorizem seus interesses em detrimento dos interesses dos proprietários.” Por outro lado, Jensen & Meckling (1976) referem que os custos da agência “surgem em qualquer situação que envolva esforço cooperativo por duas ou mais pessoas, mesmo que não exista uma relação entre agente-principal.”, sendo esta teoria crítica na definição da estrutura de capital. Os mesmos autores identificaram a existência dois tipos de custos de agência, de acordo com a relação entre os interesses dos acionistas e dos gestores, e, considerando os conflitos entre os credores e os acionistas. Estes conflitos acontecem num contexto em que os credores não recebem todos os lucros que proporcionaram à empresa, sendo que recorrem a outras formas de se beneficiarem, através de gratificações e salários acima da média. Assim, Harris & Raviv (1991) apontam a existência de duas formas de diminuir os conflitos de interesse entre acionistas e gestores, através da integração dos gestores da empresa ou aumentando o nível de endividamento. A participação acionista dos gestores pode reduzir os conflitos, pelo que o gerente seria recompensado de acordo com seu desempenho, sendo que a alternativa de aumentar o nível de endividamento, com a finalidade de diminuir os recursos disponíveis permite evitar possíveis desperdícios de recursos. Adicionalmente, Myers (2003) reforça que “na consideração dos custos de agência, as teorias do *Trade-off* e *Pecking order* podem ter

pouca relevância, uma vez que os gerentes agem unicamente de acordo com os interesses dos acionistas da empresa.” Desta forma, para a obtenção de uma estrutura ótima de capital é necessário ponderar os custos de agência com o benefício obtido com o endividamento.

2.3 Fatores Explicativos do Endividamento dos Hospitais

De acordo com o Observatório Português dos Sistemas de Saúde (2012), a situação económica e financeira dos hospitais portugueses tem vindo a deteriorar-se, registando um agravamento do défice e do nível de endividamento, com prejuízo da estabilidade e da segurança financeira necessária a um bom desempenho. A grande incerteza quanto à evolução das receitas e despesas publicas, associada à dívida crescente a fornecedores, em particular na indústria farmacêutica, aliada ao crescente agravamento dos prazos médios de pagamento, produz um elevado risco de cortes de fornecimento aos hospitais, potenciando a existência de constrangimentos nas operações hospitalares. Por outro lado, "a dimensão da dívida a curto prazo é superior a 80% da soma dos contratos-programa negociados com os hospitais, promovendo uma inegável debilidade financeira".

A situação negativa do setor, apontada como consequência de uma gestão ineficiente, tem conduzido à realização de comparações relativamente aos níveis de desempenho na dimensão nacional perante diferentes métodos de gestão, abrangendo os vários sistemas de saúde como forma de aferir fatores determinantes para a performance do setor e das suas organizações. Na verdade, Rego, Nunes & Costa (2010) referem que o sistema de saúde português possui uma qualidade deficitária, dada a sua ineficácia no alcance dos objetivos e na garantia de uma utilização adequada dos recursos disponíveis.

Atualmente, o endividamento dos hospitais representa um dos grandes problemas da administração pública. Os hospitais, enquanto unidades autónomas de saúde, constituem unidades públicas que não se encontram sujeitas aos mecanismos de mercado. Como tal, os regulamentos legais determinam a sua independência, contudo limitam a responsabilidade na sua concretização, provocando um endividamento descontrolado. Posto isto, o endividamento afeta negativamente não só o desenvolvimento dos cuidados de saúde, mas também da qualidade dos serviços médicos prestados. O setor de saúde, representa uma parcela fundamental no desenvolvimento da economia do país, pelo que o desempenho eficiente das unidades de saúde é crucial não apenas da perspetiva da satisfação dos pacientes, mas também da perspetiva dos gestores. Neste sentido, os investidores consideram o endividamento como um sinal de qualidade das empresas, sendo que as empresas com maiores dificuldades financeiras apresentam por regra, níveis mais baixos de endividamento.

Nos hospitais portugueses, os fatores principais do endividamento assentam na Dimensão, Risco, Rentabilidade, Composição do Ativo, Outros Benefícios Fiscais, Crescimento e a Idade. Estes fatores foram considerados em diversos estudos, sendo aplicados em várias amostras, no âmbito das empresas portuguesas, tal como em empresas de outros países. No caso, dos hospitais públicos portugueses, estes são reconhecidos como uma das organizações mais complexas na

estrutura e na administração pública, devido à utilização de uma política de contenção de custos e o uso racional dos recursos existentes (Jacobs, 1974). Assim sendo, de acordo com o autor, os gestores hospitalares tomam decisões que no âmbito de três dimensões da gestão financeira podem-se identificar como sendo: a decisões de investimento, financiamento e de operações.

As principais teorias, *Trade-Off* e *Pecking Order*, defendem de forma convergente que o fator dimensão detém uma relação positiva com o endividamento. De outra perspetiva, Titman & Wessels (1988) destacam que capacidade de endividamento aumenta no mesmo sentido que a empresa cresce, sendo que as empresas tendem a ser mais diversificadas quanto ao risco e menos propensas a falência. Desta forma, a dimensão pode ainda determinar-se como um ponto crítico na teoria do *Pecking Order*, uma vez que quanto maior o tamanho da empresa, menor será a assimetria de informação entre os *insiders* e os investidores, facilitando o acesso a capitais próprios da empresa, reduzindo assim a quantidade de dívida utilizada.

O fator risco encontra-se associado ao nível de incerteza e volatilidade de negócio sendo, conseqüentemente, maior a probabilidade da empresa entrar em incumprimento da dívida. Esta medida serve de indicação relativa ao grau de incerteza e de que forma este afeta o endividamento.

De acordo com a teoria do *Pecking Order*, Myers (1984), estabelece uma relação negativa entre a Rentabilidade e o Endividamento, constatando que as empresas com maior capacidade de autofinanciamento, salvaguardam uma posição menos vulnerável através de uma diminuição da necessidade de se recorrer a financiamento externo. Como tal, Titman & Wessels (1988) destacam que, apesar dos hospitais públicos constituírem entidades sem fins lucrativos, o recurso a indicadores de rentabilidade é frequente no setor.

Por outro lado, Rajan & Zingales (1995) e Harris & Raviv (1991) verificam a existência de uma relação positiva entre a Composição do Ativo e o Endividamento, assumida tanto pela teoria *Pecking Order* e *Trade off*. Da mesma forma, pela análise dos outros benefícios fiscais, o valor de uma empresa não depende só de fatores económicos, mas também da estrutura de capital, dado que o benefício fiscal proporcionado é limitado (DeAngelo & Masulis, 1980). Segundo Myers (1977) existe uma relação negativa entre a variável outros benefícios fiscais para além da dívida e o rácio de endividamento. Assim, quanto maior o nível dos outros benefícios fiscais para além da dívida, menor é o nível de endividamento registado pela empresa.

Face ao elevado crescimento dos gastos com a saúde, a um ritmo muito superior ao do crescimento económico, esta variável tem sido amplamente analisada, no contexto nacional e internacional. Sendo que, tanto o Crescimento e o Endividamento são positivamente relacionados, de acordo com a teoria *Pecking Order*, no que respeita à hierarquia das fontes de financiamento (Myers, 1984). Segundo Baskin (1989), o crescimento está relacionado com a oportunidade de investimento, pois aponta uma relação positiva entre o endividamento e o crescimento, na necessidade de fundos para realizar investimentos de existir ou não uma estrutura de capitais ótima.

No caso da idade, esta fator não se observa em muitos estudos, contudo Harris & Raviv (1991) e Gama (2000), referem que este fator é composto pelo logaritmo do número de anos de vida da

empresa. Segundo a teoria *Trade off*, existe uma influência positiva sobre o endividamento total, dado que as empresas mais antigas têm melhor reputação no mercado, o que favorece um maior acesso a este, com custos reduzidos (Harris & Raviv, 1991). Assim, a idade encontra-se associada à reputação de uma empresa, ou seja, quanto maior for o número de anos da empresa, maior é a reputação no mercado, facilitando o acesso ao endividamento, pelo que a reputação transmite fiabilidade e confiança.

Da perspetiva da teoria do *Pecking Order*, as empresas com mais anos de atividade têm capacidade de emitir ações próprias com maior facilidade, dado que esta relação indica que empresas com menos anos se encontram mais endividadas (Gama, 2000).

No que diz respeito à produção hospitalar e à prestação de serviços de saúde hospitalares, a gestão do financiamento hospitalar assenta na atividade contratualizada com base nos contratos de produção. Neste sentido, Ribeiro, J. M. (2004) refere que a contratualização de técnicas e serviços prestados constitui o modelo de produção da atividade hospitalar, cuja atividade caracteriza uma fonte de receita com base no número internamentos, consultas externas, episódios de urgência, entre outros, que podem afetar o endividamento dos hospitais. Estas bases contratuais, refletem a necessidade de identificar detalhadamente o volume de produção contratada de acordo com a capacidade existente uma vez que o desvio na procura pode implicar a penalização de pagamentos, afetando os custos fixos planeados (Mateus, E., 2014)

2.4 Estudos Empíricos nos Hospitais

No decorrer dos últimos anos, foram realizados inúmeros estudos empíricos sobre a estrutura de capitais presente nos hospitais, com o objetivo de se identificar uma estrutura de capital ideal, que potencie a maximização do valor da empresa. Contudo, diversos autores defendem a existência de algumas limitações teóricas relativas a fatores externos e internos, que não permitem a convergência relativa a uma estrutura de capitais ótima (Mokhova & Zinecker, 2014).

Ainda assim, a circulação de capital constitui um fator preponderante para a existência de um crescimento económico saudável, a nível mundial, cujos investimentos a médio/longo prazo permitem assegurar a prosperidade económica das organizações (Khaki & Akin, 2020). Segundo Mokhova & Zinecker (2014), no processo de tomada de decisão relativa ao financiamento organizacional, é necessário considerar um conjunto de fatores relacionados com estrutura de capitais existentes, dado que estas decisões estratégicas possuem um impacto significativo no futuro das organizações. Neste sentido, a abordagem aos estudos empíricos nas empresas, são utilizadas diversas variáveis como a rentabilidade, dimensão da organização, vendas, tangibilidade dos ativos, liquidez e *cashflow*, enquanto variáveis tradicionais, de forma a determinar a influência das variáveis independentes no crescimento das organizações (Serghiescu & Văidean, 2014). Como tal, a identificação das variáveis em análise constitui assim um critério fundamental para definição do conjunto de fatores determinantes na afetação das estruturas de capital das empresas (Alipour, Mohammadi & Derakhsan, 2015). Pelo que, muitos estudos foram desenvolvidos com o objetivo de

testar as teorias da estrutura de capitais, onde foram analisadas as relações entre o endividamento e os fatores sugeridos pelas teorias, como possíveis determinantes da estrutura de capitais.

Neste sentido, de acordo com a Tabela 1, foi possível verificar que, no estudo de Eldomiaty (2007) relativo a uma amostra de 99 empresas no Egito, foram analisadas as dívidas a curto e longo prazo, enquanto variáveis dependentes, e diversos fatores de acordo com as teorias da estrutura de capitais. Nesta análise, concluiu-se que as decisões relativas a estruturas de capital se centram nas Teorias de *Trade Off* e *Pecking Order*, sendo que não se identifica uma estrutura de capital ótima segundo uma única orientação. Ainda assim, a adoção de uma estratégia de estrutura de capital segundo uma qualquer teoria existente, deverá considerar as condições abrangidas pela mesma, tais como a dimensão da empresa, crescimento, risco do negócio, entre outras. No caso do estudo de Bandyopadhyay & Barua (2016), analisaram-se 1594 empresas Indianas, de acordo com as suas dívidas a longo prazo, tamanho da empresa, ativos tangíveis, crescimento, liquidez, lucros e estruturas de propriedade, enquanto variáveis dependentes e independentes, respetivamente. Neste sentido, concluiu-se que o desempenho das organizações depende da sua capacidade de operar de acordo com a sua estrutura de capital existente, sendo que a sua ampliação deve considerar uma combinação de ferramentas de forma a otimizar o seu custo de capital, resultante do seu endividamento a longo prazo e as mais valias associadas às atividades económicas desenvolvidas pelas empresas.

Por outro lado, Silva (2014), refere o estudo de 41 empresas em Portugal, nas quais foram analisadas o endividamento total, enquanto variável dependente, e a tangibilidade dos ativos, dimensão da empresa, benefícios fiscais não decorrentes do uso da dívida, crescimento e rentabilidade, enquanto variáveis independentes. Nesta análise, foi possível analisar os fatores que influenciam o nível de endividamento das empresas segundo as teorias *Trade Off*, *Pecking Order* e *Market Timing*. Nesta abordagem, verificou-se que as empresas com maior rentabilidade tendem a manifestar um menor endividamento, sendo que a relação entre endividamento e o crescimento é negativa, dada a rentabilidade existente e capacidade de autofinanciamento. Contudo, o estudo verificou limitações na relação do endividamento com a tangibilidade dos ativos, dimensão da empresa e benefícios fiscais não decorrentes do uso da dívida. Da mesma forma, Gomes (2013) analisou cerca de 40 empresas a atuar em Portugal, sendo possível investigar a variável do endividamento total nas empresas e a sua relação com as variáveis de benefícios fiscais, dimensão da empresa, riscos, crescimento e rentabilidade, segundo as teorias *Trade Off*, *Pecking Order* e Custos de Agência. Nesta análise, foi possível verificar uma redução do endividamento com o aumento dos outros benefícios fiscais para além da dívida, bem como a relação positiva entre o endividamento das empresas e a sua dimensão, dada a maior facilidade de acesso a crédito. Por outro lado, verificou-se uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade, uma vez que o aumento da rentabilidade permite reduzir a tendência de endividamento. Finalmente, Romão (2013), observou a realidade de 7984 empresas em Portugal, com a análise da variável dependente do défice financeiro e análise do fundo maneio, fluxo de caixa, variação de capital e investimento líquido, enquanto variáveis independentes, segundo as teorias do *Pecking Order* e *Trade Off*. Nesta observação, o autor refere a dificuldade em estabelecer uma relação linear entre a tomada de

decisão estratégica das organizações na identificação de alternativas de financiamento, dado que não se verificou uma relação direta com as teorias de estrutura de capital.

No caso dos hospitais, o estudo de Etyang (2012) permitiu efetuar uma análise à realidade estratégica das estruturas de capital nos hospitais privados do Quênia. Neste estudo, observou-se que o crescimento dos hospitais não afeta o seu endividamento, dada a capacidade de autofinanciamento, ainda assim a dimensão dos hospitais privados verifica uma relação negativa com o endividamento, ou seja, quanto maior a dimensão do hospital, maior é a tendência de endividamento. Por outro lado, também se verificou que a liquidez se relaciona negativamente com o crescimento, sendo que a única variável que se observou enquanto fator crítico para a estruturas de capital nos hospitais privados foram os ativos tangíveis, existindo uma relação linear positiva entre o endividamento e ativos tangíveis.

Da mesma forma, Turner, Broom, Elliott & Lee (2015), analisaram o caso de hospitais sem fins lucrativos (HSFL), segundo a Teoria do *Trade Off*. Neste estudo, os autores verificaram que os hospitais privados constituíam maiores volumes de dívida em comparação com os HSFL, sendo que os últimos demonstraram menor sensibilidade ao risco e maior sensibilidade para com a rentabilidade. Por outro lado, o crescimento dos HSFL e o aumento dos ativos fixos tangíveis resultam numa maior constituição de dívida, enquanto que, os hospitais privados, com o aumento da dimensão e da sua rentabilidade diminuem o seu endividamento. Contudo, pela análise dos casos relativos aos hospitais, verifica-se a importância na definição das suas estruturas de capital, dado que as diferentes variáveis analisadas verificam comportamentos distintos no endividamento destas instituições no caso de serem privadas ou públicas. Desta forma, e perante a realidade dos hospitais em Portugal, o sistema de saúde requer a cobertura dos serviços que assegurem o bem-estar e qualidade de vida da população, pelo que se torna fundamental identificar os mecanismos de financiamento e aquisição de recursos para o melhor desempenho destas unidades de saúde, tanto no setor privado como público (Braun & Centeno, 2018). Segundo os autores, atualmente, o Sistema Nacional de Saúde (SNS) é, na sua maioria, financiado através dos impostos dos contribuintes, pagamentos voluntários de prémios de risco e pagamentos diretos. Assim, verifica-se a necessidade de encontrar alternativas que assegurem a qualidade dos serviços prestados, sem comprometer o endividamento, e, conseqüente, estrangulamento destes serviços, considerando o conjunto de fatores que podem integrar a estrutura de capital das unidades hospitalares.

Desta forma, a seguinte tabela resume a informação recolhida dos estudos que serviram de base à realização desta dissertação, sobretudo, a amostra, a metodologia, as variáveis utilizadas e as conclusões retiradas. Neste sentido, a variável dependente mais utilizada nos modelos é o endividamento total e a utilização simultânea do endividamento total, endividamento de curto prazo e endividamento de médio longo prazo. Enquanto fatores independentes das empresas, os determinantes da estrutura de capital mais frequentemente estudados são a lucratividade da empresa, o tamanho, a tangibilidade, a liquidez, o crescimento, o risco do negócio e a flexibilidade financeira (Sakr & Bedeir, 2019). A Tabela 1 apresenta um resumo de alguns estudos empíricos relacionados.

Tabela 1. Estudos Empíricos

Autor	Amostra	Determinantes Examinados	Teorias Abordadas	Resultados
Eldomiaty (2007)	Egipto 99 empresas 1998-2004	<u>Variável Dependente:</u> Dívida de Curto e Longo Prazo <u>Variáveis Independentes:</u> examinou um número abrangente de determinantes da estrutura de capital para cobrir as três teorias da estrutura de capital	Trade Off: Impostos, Índice dívida/património e risco de falência. Teoria da Hierarquização das fontes de capital (pecking order)	Estruturas de capital se centram nas Teorias de Trade Off e Pecking Order, sendo que não se identifica uma estrutura de capital ótima
Bandyopadhyay & Barua (2016)	India 1594 empresas 1998-2011	<u>Variável Dependente:</u> Dívida de Longo Prazo <u>Variável Independente:</u> Tamanho da empresa, idade e qualidade da empresa, tangibilidade, crescimento, liquidez, lucros retidos e estrutura de propriedade	Lucratividade da empresa e tangibilidade dos ativos, tamanho, idade e opção de crescimento.	O desempenho das organizações depende da sua capacidade de operar de acordo com a sua estrutura de capital existente
Silva (2014)	Portugal 41 empresas 2011	<u>Variável Dependente:</u> endividamento total <u>Variável Independente:</u> Crescimento, dimensão, poupança fiscal, rentabilidade, reputação, risco, ciclo de vida	Teoria dos custos de falência (teoria do Trade off estático) Teoria dos custos da agência. Teoria da pecking order	Maior rentabilidade associada a menor endividamento. Limitações na relação do endividamento com a tangibilidade dos ativos, dimensão e benefícios fiscais não decorrentes do uso da dívida.
Gomes (2013)	Portugal 40 empresas 2008-2011	<u>Variável Dependente:</u> endividamento total <u>Variável Independente:</u> Outros benefícios fiscais, risco, dimensão, composição do ativo, rentabilidade, crescimento.	Teoria do efeito fiscal Teoria dos custos de falência (Teoria do trade off estático) Teoria dos custos de agência Teoria da hierarquização das fontes de capital (pecking order)	Redução do endividamento com o aumento dos benefícios fiscais para além da dívida. Relação positiva entre o endividamento das empresas e a sua dimensão. Relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade, uma vez que o aumento da rentabilidade permite reduzir a tendência de endividamento
Romão (2013)	Portugal 7984 empresas 2005-2009	Análise de dados em painel, método dos mínimos quadrados (OLS). <u>Variável Dependente:</u> deficit financeiro. <u>Variáveis Independentes:</u> variação do fundo de maneio, fluxo de caixa, variação de capital, investimento líquido	Teoria da Hierarquização das fontes de capital (pecking order)	Dificuldade em estabelecer uma relação linear entre a tomada de decisão estratégica das organizações na identificação de alternativas de financiamento, dado que não se verificou uma relação direta com as teorias de estrutura de capital
Etyang (2012)	Hospitais Privados no Quénia	<u>Variável Dependente:</u> endividamento total <u>Variável Independente:</u> dimensão, ativos fixos tangíveis, rentabilidade, crescimento	Teoria Pecking Order; Teoria Trade Off	Quanto maior a dimensão do hospital, maior é a dívida. Ativos tangíveis é fator crítico para a estrutura de capital nos hospitais privados.
Turner, Broom, Elliott, & Lee (2015)	Hospitais Privados e Hospitais sem fins lucrativos	<u>Variável Dependente:</u> endividamento <u>Variável Independente:</u> dimensão, ativos fixos tangíveis, rentabilidade, crescimento	Teoria Trade Off	Hospitais privados com maiores volumes de dívida em comparação com os HSFL, sendo que os últimos mostraram menor sensibilidade ao risco e maior sensibilidade à rentabilidade.

Fonte: Elaboração própria

Segundo a teoria da Pecking Order, existe uma relação negativa entre liquidez e endividamento (Bastos & Nakamura, 2009), dado que as empresas preferem financiar primeiro os seus investimentos com capital interno, recorrendo a capital externo apenas em caso de necessidade (Myers & Majluf, 1984).

Segundo Jorge & Armada (2001), a teoria do Trade-Off sustenta uma relação significativa e positiva entre o endividamento e a estrutura do ativo e quanto maior o valor dos ativos fixos tangíveis, maior será o valor do financiamento (Gaud et al., 2005). São vários os estudos que abordam a relação entre a estrutura do ativo e o endividamento, os quais suportam uma relação positiva. Ferri & Jones (1979), com base num estudo aplicado nos EUA, verificam a existência de uma relação positiva

entre a estrutura do ativo e o endividamento. Os autores Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995), Jorge & Armada (2001) e Frank & Goyal (2007) encontraram uma relação positiva entre as mesmas variáveis. Titman & Wessels (1988) aplicaram o estudo às empresas norte-americanas, Rajan & Zingales (1995) às empresas dos países G7 (Japão, Alemanha, França, Itália, EUA, Reino Unido e Canadá), Jorge & Amanda (2001) às empresas portuguesas e Frank & Goyal (2007) às empresas americanas no período de 1950 a 2003 e concluem que a teoria do Trade-off é explicativa para a relação positiva entre a estrutura do ativo e o endividamento.

Vanacker & Manigart, (2010) referem que, segundo a teoria de Pecking Order, as empresas preferem o financiamento interno, mesmo em empresas com taxas de crescimento elevadas, cuja retenção pode limitar a capacidade de reinvestimento.

3. Metodologia

O presente estudo tem como principal objetivo analisar os determinantes das estruturas de capital referentes ao endividamento dos hospitais portugueses. Assim, através da aplicação da metodologia Ordinary Least Squares (OLS) foram analisados os impactos das variáveis financeiras e operacionais sobre a dívida das empresas do setor hospitalar, com recurso ao software econométrico Gretl, seguido da testagem de hipóteses .

3.1 Hipóteses de Investigação

A definição das hipóteses de investigação permite, após a sua testagem, conhecer melhor o endividamento dos hospitais portugueses, no sentido de que este possa ser previsto com mais precisão, possibilitando um maior controlo sobre o mesmo.

Dado que os estudos têm por bases a análise de aspetos financeiros, neste trabalho o foco é em aspetos relacionados com a atividade dos hospitais.

H₁: Os hospitais com mais atividade ao nível das consultas externas apresentam maior endividamento

H₂: Os hospitais com mais atividade ao nível das cirurgias apresentam maior endividamento

H₃: Os hospitais com mais atividade ao nível dos internamentos apresentam maior endividamento

H₄: Os hospitais públicos têm mais endividamento do que os hospitais privados

H₅: Os hospitais localizados no interior têm mais endividamento do que os hospitais localizados no litoral

H₆: Os hospitais em períodos de crise financeira apresentam maior endividamento

3.2 Modelo Estatístico e variáveis

Para o desenvolvimento do estudo foi decidido seguir com o método dos mínimos quadrados (OLS). Tendo por base o referido anteriormente o modelo tem a seguinte especificação:

$$\begin{aligned} END_{it} = & \alpha_{it} + \beta_1 CONSL_{it} + \beta_2 CIR\ PRO_{it} + \beta_3 CIR\ URG_{it} + \beta_4 SAID\ CIR_{it} \\ & + \beta_5 SAD\ MED_{it} + \beta_6 INT_{it} + \beta_7 PUB_{it} + \beta_8 CRI_{it} + \beta_9 DIM_{it} \\ & + \beta_{10} TANG_{it} + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} IMP_{it} + \beta_{13} IDA_{it} + \beta_{14} RIS_{it} \\ & + \beta_{15} CRES_{it} + \beta_{16} HOSP_{it} + \mu_{it} \end{aligned}$$

Em que as variáveis são definidas da seguinte forma:

END_{it} – rácio entre as dividas totais e o ativo liquido total do hospital i no ano t; Fonte: SABI.

CONSL_{it} – logaritmos do número de consultas médias total do hospital i no ano t; Fonte: transparencia.sns.gov.pt.

CIR PRO_{it} – logaritmos do número de intervenções cirúrgicas programadas do hospital i no ano t; Fonte: transparencia.sns.gov.pt.

CIR URG_{it} – logaritmos do número de intervenções cirúrgicas urgentes do hospital i no ano t; Fonte: transparencia.sns.gov.pt.

SAID CIR_{it} – logaritmos do número de doentes saídos da especialidade cirúrgica do hospital i no ano t; Fonte: transparencia.sns.gov.pt.

SAD MED_{it} – logaritmos do número de doentes saídos da especialidade médica do hospital i no ano t; Fonte: transparencia.sns.gov.pt.

INT_{it} – variável *dummy* que assume o valor 1 se o hospital i se situa numa região do interior, e assume o valor 0 caos contrário; Fonte: construído pelo autor.

PUB_{it} – variável *dummy* que assume o valor 1 se o hospital i é público, e assume o valor 0 caos contrário; Fonte: Serviço Nacional de Saúde.

CRit – variável *dummy* que assume o valor 1 se os dados respeitam a um período de crise económica ou financeira (anos 2011, 2012, 2013, 2014, 2020 e 2021), e assume o valor 0 caso contrário; Fonte: construído pelo autor.

DIMit – logaritmo dos rendimentos do hospital *i* no ano *t*; Fonte: SABI;

TANGit – rácio entre os ativos fixos tangíveis e o total dos ativos líquidos do hospital *i* no ano *t*; Fonte: SABI.

ROAit – rentabilidade operacional do ativo do hospital *i* no período *t*, calculada como a divisão do resultado operacional pelo ativo líquido total do hospital *i* no período *t*; Fonte: SABI.

IMPit – taxa efetiva de imposto do hospital *i* no período *t*, calculada como a divisão dos impostos sobre os lucros pelo resultado antes de imposto do hospital *i* no período *t*; Fonte: SABI.

IDAit – logaritmo do número de anos desde o início do hospital *i* até ao ano *t*; Fonte: SABI.

RISit – desvio padrão dos resultados operacionais do hospital *i* dos últimos três anos antes do ano *t*; Fonte: SABI.

CRESit – taxa de crescimento das vendas do hospital *i* no ano *t*; Fonte: SABI.

HOSPit – Número de hospitais geridos pela empresa *i* no período *t*; Fonte: SNS.

α it - é a constante do modelo;

β - parâmetro do modelo associado a cada uma das variáveis explicativas, as quais são explicadas mais abaixo;

μ it - termo erro.

A variável dependente neste estudo é o endividamento, que é medido pela razão entre o total do passivo e o total de ativos (Kim, *et. al*, 1998 e Opler, *et. al*, 1999). O rácio de endividamento indica a dimensão com que a empresa utiliza capital alheio no financiamento, sendo que, quanto maior o seu valor, maior o peso dos capitais alheios no financiamento dos ativos da empresa e maiores os respetivos encargos financeiros (Maio da Nova Monteiro, 2018). Assim, através deste indicador, é possível estimar a intensidade da dependência de terceiros através do grau de utilização que a empresa faz do seu passivo, permitindo medir a capacidade de a empresa fazer face aos compromissos financeiros de curto e medio/longo prazo.

Os investidores tendem a ver no endividamento um sinal de qualidade das empresas, sendo que as empresas com maiores dificuldades financeiras apresentam níveis mais baixos de endividamento.

As variáveis independentes são a causa do efeito produzido na variável dependente. À semelhança dos estudos internacionais as variáveis independentes mais estudadas são a Dimensão, o Risco, a Rentabilidade, a Tangibilidade, os Impostos, o Crescimento, a Idade e a Crise (Tabela 2).

No caso dos Hospitais, foram observados o número de hospitais, os hospitais do interior e os hospitais públicos enquanto variáveis independentes para o presente estudo, tal como o número de

consultas, o número de intervenções cirúrgicas programadas, número de intervenções cirúrgicas urgentes, o número de doentes saídos da especialidade cirúrgica e o número de doentes saídos da especialidade médica (Tabela 2).

Tabela 2. Variáveis em Estudo.

Variáveis Independentes	Descrição
RIS	Risco
IDA	Idade
IMP	Impostos
ROA	Rentabilidade Operacional do Ativo da Empresa
TAN	Tangibilidade
DIM	Dimensão
CRES	Crescimento
HOSP	Número de Hospitais
CONSL	Número de Consultas Médias Totais
CIR PROG	Número de Intervenções Cirúrgicas Médias Programadas
CIR URG	Número de Intervenções Cirúrgicas Médias Urgentes
SAID CIR	Número de doentes saídos da Especialidade Cirúrgica
SAID MED	Número de doentes saídos da Especialidade Médica
CRI	Crise
PUB	Hospitais Públicos
INT	Hospitais do Interior
Variável Dependente	
END	Endividamento

Existe uma assimetria de informação nos mercados financeiros, entre devedores e credores. Esta assimetria poderá ser mais evidente para empresas pequenas, pois os credores são mais propensos a conhecer as grandes empresas e vice-versa. Isso leva a um hiato financeiro entre pequenas e grandes empresas, de tal forma que as primeiras precisam de contar com financiamento de dívida de curto prazo como substituto do financiamento de dívida de longo prazo. Isso é consistente com a previsão da Teoria de Trade Off, com uma relação positiva entre a dimensão e a dívida. Se a dimensão da empresa afetar a disponibilidade de dívida de longo prazo, esperamos que as grandes empresas usem dívida de longo prazo como substituto da dívida de curto prazo. Pelo crescimento, as grandes empresas também podem acumular mais ativos líquidos e, portanto, esperamos uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a rentabilidade das empresas em estudo (Sikveland, Xie & Zhang, 2022).

A variável Dimensão (DIM) é calculada através do logaritmo neperiano do valor do ativo total de cada uma das empresas em estudo (Opler, et. al, 1999; Saddour, 2006 e Lee & Song, 2012).

As empresas com maior risco de negócio tendem a reduzir o peso do endividamento na sua estrutura de financiamento (Bradley & Kim, 1984). O Risco (RIS) é calculado através do rácio entre o desvio padrão e a média das vendas, esperando-se obter uma relação negativa entre o Risco e o Endividamento (Titman & Wessels, 1988).

A Tangibilidade (TAN) é um importante determinante da estrutura de capital. Uma maior quantidade de ativos tangíveis deverá diminuir o risco de falência. Assim, a Teoria de Trade Off prevê uma relação positiva entre a tangibilidade e o Endividamento. Também a Teoria de Pecking Order prevê

esta relação, uma vez que é preferível o endividamento à emissão de ações (Sikveland, Xie & Zhang, 2022). Como tal, a tangibilidade é obtida pelo rácio entre os Ativos Fixos Tangíveis e o Ativo Total (Rajan & Zingales, 1995).

A rentabilidade das empresas representa um tema relevante na literatura científica, dado que, para vários autores, se trata de uma variável que permite analisar a capacidade da empresa em gerar lucro, ou seja, de obter rendimentos superiores aos gastos através de uma gestão eficiente dos recursos disponíveis (Braga, R., Nossa, V., & Marques, 2004)

Para Padoveze & Benedicto, (2007), a análise da rentabilidade constitui uma das variáveis mais relevantes relativamente à análise das demonstrações financeiras, dado que potencia a análise do retorno do capital investido e a taxa de rentabilidade obtida. Segundo os mesmos autores, os recursos investidos nas organizações têm origem no capital próprio, que representa o conjunto de recursos investidos pelos sócios e acionistas, e/ou de capital de terceiros.

Empresas mais rentáveis terão maior tendência para beneficiar de benefícios fiscais provenientes de endividamento. Nesta base, a Teoria de Trade Off prevê maiores níveis de endividamento. Contudo, segundo a teoria de Pecking Order, financiarão o seu capital pelo endividamento, em última instância (Sikveland, Xie & Zhang, 2022), existe uma relação negativa e uma relação positiva. A variável Rentabilidade (REN) será calculada através do quociente EBITDA e Ativo Total (Myers, 1984).

As empresas em crescimento têm maiores oportunidades de investimento e, como estas podem aumentar as dificuldades de agência entre gestores e credores, a Teoria de Trade Off prevê uma relação negativa entre crescimento e dívida (Myers, 1977). Porém, de acordo com a Teoria de Pecking Order, espera-se que a dívida esteja positivamente relacionada com crescimento, já que as empresas em crescimento podem não ter o capital interno necessário para financiar o crescimento futuro, pois pode já ter sido esgotado para financiar o atual (Sikveland, Xie & Zhang, 2022). O Crescimento (CRES) é calculado segundo a Taxa de Crescimento do Ativo Total (Titman & Wessels, 1988).

A variável relativa à idade de uma empresa representa o número de anos de atividade da mesma (Handoo & Sharma, 2014). As empresas com maior antiguidade possuem maior experiência, sendo que refletem um histórico alargado quanto à sua capacidade de efetuar pagamentos, podendo ter maior facilidade no acesso à dívida, contrariamente, a empresas mais jovens.

Considerando que quanto mais velhas as empresas, maior a sua facilidade no acesso ao financiamento, à luz da teoria de trade-off é expectável a existência de uma relação positiva entre a idade e o endividamento, uma vez que as empresas tendem a recorrer ao financiamento, a fim, de obterem benefícios fiscais (DeAngelo & Masulis, 1980).

No entanto, a teoria pecking order sugere um sinal negativo, pois empresas mais antigas, tendem a ter mais recursos internos e, como tal, preferem recorrer ao autofinanciamento em detrimento de outras formas de financiamento (Myers, 1984).

O Imposto pode ter um duplo impacto sobre o endividamento das empresas, visto que se trata de um gasto que faz diminuir os resultados das empresas, e, conseqüentemente o autofinanciamento, pelo que poderá levar a um aumento do endividamento. Segundo a teoria de trade-off, maior a taxa de imposto maior será o benefício fiscal decorrente da dívida, sendo o endividamento superior. Por outro lado, tem um impacto negativo no resultado líquido, tornando as empresas menos rentáveis e logo poderá dificultar o acesso ao crédito, Handoo & Sharma (2014) encontram um impacto negativo.

Os anos de crise correspondem ao período de 2010 a 2014, uma vez que foi durante esse período de tempo que a crise financeira atingiu Portugal, ficando o país exposto a uma intervenção financeira por parte da Troika. O período posterior à crise aconteceu entre 2015 e 2019, pois foi neste período que a economia de território nacional começou a melhorar e a recuperar. Assim, é expectável, que em anos de crise, as empresas recorram mais ao endividamento de modo a dispor de fundos suficientes para realizar todas as operações que lhes são inerentes, assim, espera-se que haja uma relação positiva entre a variável crise e o endividamento.

3.3 Amostra

A amostra deste estudo é constituída por 77 hospitais portugueses que têm por objeto principal a prestação de cuidados de saúde a todos os cidadãos em geral de acordo com o Artigo 2º do Anexo II ao Decreto-Lei n.º 18/2017 de 10 de Fevereiro, no período de análise de 2010 a 2021.

Nesta análise, pretendem-se observar dados selecionados segundo o código de atividade económica (86100), correspondente ao setor hospitalar geral e especializado, de acordo com a base de dados SABI, durante o período entre 2010 e 2021. A base de dados final é constituída por 924 observações. O intervalo de tempo observado, permite uma análise amplificada, sendo que inclui o período de crise financeira (2008) e a crise económica resultante da pandemia Covid-19.

4. Análise e Discussão dos resultados obtidos

Neste capítulo pretende-se efetuar uma análise e discussão dos resultados obtidos de forma a identificar evidências empíricas relativamente às variáveis financeiras e operacionais, cujo impacto afeta o endividamento dos hospitais portugueses. Assim, o presente capítulo apresenta a análise das estatísticas descritivas relativa às variáveis da amostra em estudo, de acordo com a informação obtida através da base de dados analisada. Seguidamente, foram também analisados o conjunto de correlações observadas, bem como a análise multivariada aos resultados empíricos obtidos.

4.1 Estatísticas Descritivas

As estatísticas descritivas constituem um elemento fundamental na análise de informação relativa a uma amostra em estudo, dado que permite efetuar a identificação das características elementares relativamente ao estudo de investigação (Mishra *et al.*, 2019). Como tal, a seguinte tabela (Tabela 3) permite apresentar as variáveis da estrutura de capital da amostra dos hospitais portugueses em análise, com destaque para a apresentação do indicador de endividamento. Adicionalmente, também é possível observar os restantes determinantes da estrutura de capitais do setor hospitalar.

Através desta observação, é possível identificar medidas de tendência central, bem como a sua dispersão de forma a que seja possível efetuar uma descrição dos dados quantitativos. A utilização destes dados permite efetuar diversas inferências estatísticas de forma a descrever alguns elementos relevantes associados aos dados em análise (Anderson *et al.*, 2016).

Tabela 3. Análise Estatística

	Média	Mediana	D.P	Min.	Máx.
CONSL	14,1	14,2	0,713	12,5	15,6
CIR PROG	11,1	11,2	0,666	9,51	12,7
CIR URG	9,34	9,46	0,815	6,37	10,9
SAID CIR	10,8	10,7	0,652	9,13	12,3
SAD MED	10,7	10,8	0,602	9,2	12,1
DIM	10,6	10,9	1,43	3,97	13,8
TANG	41,4	41,1	22	0	99,9
ROA	-5,04	-2,21	27,1	-539	90,6
IMP	8,35	0	59,9	-781	846
IDA	26	12	63,1	1	523
RIS	5,97	3,22	9,25	0	87
CRESC	19,7	4,4	191	-100	4840
HOSP	1,06	1	0,493	0	5
END	97,2	85,5	64,9	0,193	554
Frequência					
PUB	55,8%				
INT	13%				
CRI	50%				

Fonte: Elaboração própria

Perante a análise da tabela, observa-se que o nível de endividamento médio dos hospitais portugueses no período de análise (2010-2020) se situa em 97.2% do total do ativo, com um desvio-padrão (DP) de 64.9%. Desta forma fica evidenciado o elevado endividamento dos hospitais portugueses. De notar que 55,8% dos hospitais são públicos e que apenas 13% dos hospitais se encontram no interior. A amostra contempla 50% de observações relativas a períodos em crise. Esta observação, permite indiciar que a disparidade dos valores analisados refere que existe um risco considerável de dificuldades financeiras no setor, potenciando efeitos desfavoráveis no crescimento e risco das unidades hospitalares.

Por outro lado, em média, cada empresa opera em cerca de 1,06 hospitais, sendo que o número máximo de hospitais operados pela mesma empresa são 5, considerando a amostra em estudo. Pela observação a Rentabilidade operacional de um ativo registou, em média, um valor de -5,04% do património líquido, com um desvio padrão de 27,1%. Este indicador, destaca que os resultados na generalidade dos hospitais da amostra apresenta valores de rentabilidade preocupantes, sendo que estes apresentam alguma volatilidade entre si, considerando o desvio padrão do indicador. Ainda assim, verifica-se que o risco associado à atividade dos hospitais apresenta, em média, um valor de 5,97, sendo relativamente baixo, contudo a análise do desvio padrão apresenta um valor de cerca de 9,25, podendo explicar que o risco associado ao setor hospitalar pode estar dependente de diversas variáveis que potenciam a sua atividade económica. O crescimento das vendas tem em

média 19,7% e o seu desvio padrão é de 191%, o valor máximo parece que o crescimento está a ser influenciado por algumas empresas com valores relativamente extremos.

A amostra representa uma idade média de 26 anos, sendo que a unidade mais recente apresenta apenas um ano de atividade e a mais antiga, 124 anos. A tangibilidade média dos ativos é de 41,4%, sendo o seu desvio padrão inferior, 22%. Os impostos em média apresentam 8,35%, o desvio padrão é elevado apresentando uma oscilação de 59,9%.

No que se refere às variáveis associadas à *performance* operacional, o número de consultas médias totais é de 14,1% e o desvio padrão é de 0,713%. Neste sentido, também o número de intervenções cirúrgicas programadas registou, em média cerca de 11,1%, com um desvio padrão de 0,66%, sendo que o número de intervenções cirúrgicas urgentes, é inferior, em média 9,34% com um desvio padrão de 0,81%. Relativamente ao número de doentes saídos de especialidade cirúrgica, representam em média 10,8%, com um desvio padrão de 0,65%, valores idênticos ao número de doentes saídos de especialidade médica com uma média de 10,7% e desvio padrão de 0,60%, o que apresenta que a especialidade cirúrgica e a especialidade médica nesta análise apresentam tendências semelhantes na análise da amostra.

No que diz respeito à dimensão das unidades hospitalares, apresentam em média 10,6%, e um desvio padrão de 1,43%, o que significa que não existe uma grande dispersão no que diz respeito à dimensão dos hospitais da amostra. Sendo que a observação regista que cerca de 56% dos hospitais pertencem ao setor público, na qual a sua localização demonstra que apenas, em média, 13,0% dos hospitais se situam no interior do país.

4.2 Matriz de Correlação

A análise da matriz de correlação permite observar as correlações existentes entre as variáveis dependentes e independentes, sendo que este balanço permite avaliar a correlação estatística dos dados da amostra em estudo (Hardin, Garcia, & Golan, 2013). A aplicação das matrizes de correlação permite a análise de modelos financeiros de forma a analisar e resolver problemas complexos, pelo que a representação das relações lineares entre as suas variáveis potenciam a identificação de comparações que apresentam validade científica (Numpacharoen & Atsawarungrangkit, 2012). A análise das correlações existentes tem como principal desafio a identificação de técnicas que permitam a obtenção de comparações relativas às variáveis em estudo, sendo que a sua importância assenta na aplicação plausível de análises ao estudo de hipóteses e dados que se podem correlacionar (Hardin, Garcia & Golan, 2013). Como tal, pela observação da seguinte tabela (Tabela 4), é possível analisar as variáveis em estudo, bem como os determinantes da estrutura de capital dos hospitais da amostra.

Ainda assim, importa destacar que a construção do modelo em investigação necessitou de selecionar algumas das variáveis e a exclusão de outras

Tabela 4. Matriz de Correlações.

END	DIM	TANG	ROA	IMP	IDA	RIS	CRESC	HOSP	INT	PUB	CRI	CONSL	CIR PROG	CIR URG	SAID CIR	SAID MED	
1	-0,236	-0,095	-0,339	-0,043	0,026	0,031	-0,059	-0,059	0,175	-0,051	0,045	-0,022	-0,107	0,016	0,051	0,091	END
	1	-0,037	0,058	-0,040	0,030	0,463	-0,164	0,038	0,071	0,646	0,017	0,664	0,521	0,549	0,603	0,613	DIM
		1	-0,158	0,075	0,078	-0,143	-0,029	-0,029	0,075	-0,084	0,035	-0,240	-0,270	-0,282	-0,277	-0,204	TANG
			1	0,062	0,011	-0,110	-0,006	0,080	-0,021	-0,248	0,004	0,016	0,038	-0,026	0,061	0,048	ROA
				1	-0,031	-0,088	0,015	0,020	0,021	-0,094	-0,080	-0,015	-0,018	-0,021	-0,074	-0,066	IMP
					1	-0,099	-0,044	0,009	-0,103	0,140	-0,012	-0,175	-0,161	-0,352	-0,291	-0,301	IDA
						1	-0,091	0,128	-0,044	0,270	0,161	0,373	0,294	0,377	0,390	0,440	RIS
							1	-0,001	-0,035	-0,111	0,051	0,015	-0,001	0,028	0,037	0,005	CRESC
								1	-0,131	-0,210	0,000	0,242	0,258	0,163	0,271	0,143	HOSP
									1	0,241	-0,001	-0,479	-0,429	-0,268	-0,469	-0,327	INT
										1	0,001	-0,161	-0,217	-0,108	-0,192	-0,115	PUB
											1	-0,037	-0,075	-0,023	-0,126	-0,075	CRI
												1	0,921	0,764	0,940	0,844	CONSL CIR PROG
													1	0,762	0,893	0,772	CIR URG SAID CIR
														1	0,867	0,824	SAID CIR SAID MED
															1	0,873	

Fonte: Elaboração própria

Pela análise da Tabela 4, a matriz de correlações representa a análise entre as variáveis dependentes e independentes da amostra, de acordo com a regressão de dados. Como tal, a observação efetuada permite verificar que a correlação existente entre as variáveis financeiras não revela uma elevada robustez, uma vez que uma das correlações mais fortes regista um valor de 46,3%, entre o risco e a dimensão da unidade hospitalar. Por outro lado, também a correlação entre a rentabilidade operacional do ativo e a dívida regista uma correlação forte, cerca de 33,8%. Pela análise dos sinais, observa-se uma correlação forte entre o fator risco e o conjunto de serviços hospitalares como, número de intervenções cirúrgicas programadas e urgentes, número de consultas, número de doentes saídos da especialidade cirúrgica e médica. Da mesma forma, também o conjunto de serviços hospitalares se correlaciona com a dimensão das unidades hospitalares da amostra, com elevada robustez.

Do ponto de vista operacional, a correlação mais forte é de 66,4%, que se verifica entre as variáveis do número de consultas e a dimensão da unidades hospitalares, tal como a correlação entre os hospitais públicos e a dimensão hospitalar (64,6%).

Por outro lado, verifica-se que as variáveis relativas à dimensão hospitalar e a rentabilidade operacional, se correlacionam negativamente com o risco. Da mesma forma, também se verifica que a variável relativa ao número de hospitais públicos se correlaciona negativamente com a rentabilidade operacional e com o conjunto de serviços prestados.

Considerando os sinais da matriz de correlação, a idade das unidades hospitalares e o número de hospitais do interior, provoca também um efeito negativo no conjunto de serviços hospitalares prestados, manifestando uma correlação negativa com o número de intervenções cirúrgicas programadas e urgentes, número de consultas, número de doentes saídos da especialidade cirúrgica e médica. Neste sentido, a variável tangibilidade verifica uma correlação negativa com os serviços hospitalares.

4.3 Análise Multivariada

De acordo com a literatura, a análise multivariada representa um conjunto de técnicas dedicadas à análise de dados de acordo com a relação entre diversas variáveis (Abdi, 2003). Ao longo dos anos, a evolução tecnológica e a capacitação computacional, contribuíram para o desenvolvimento de novos métodos de investigação estatística, cuja complexidade de cálculo inviabiliza a análise aprofundada de algumas questões científicas na ausência de tecnologia (Hanley & McNeil, 1983). Como tal, a aplicação desta análise requer a utilização de uma capacidade computacional avançada de forma a apresentar soluções adequadas que permitam tirar conclusões relativamente a problemas com um elevado grau de complexidade (Abdi, 2003). Neste sentido, a análise multivariada permite a observação de dados considerando uma combinação de variáveis independentes que contribuem para a gestão, edição, transformação e resumo dos dados relativos a investigações científicas. Desta forma, os investigadores podem habilitar e ajustar as suas pesquisas a uma ampla gama de variáveis de análise estatística (Hanley & McNeil, 1983).

Com base numa amostra de 924 observações foram estimadas regressões pelos mínimos quadrados ordinários (OLS), cujos resultados ajustados á heterocedasticidade são apresentados na Tabela 5.

Da análise à tabela é possível constatar que apesar de as variáveis financeiras utilizadas apenas explicarem cerca de 20% da variação do endividamento dos hospitais no modelo (1), constata-se que na regressão (10) o coeficiente de determinação atinge 88,9% com a introdução de variáveis caracterizadoras da produção hospitalar. No que se refere às variáveis de âmbito financeiro, e tendo por base um nível de significância estatística de 5%, constata-se que os hospitais de maior dimensão (variável DIM) e com maior rentabilidade operacional do ativo (ROA) tendem a apresentar menor endividamento. De notar ainda que os hospitais mais antigos (IDA), com maior risco (RIS) e com taxas de crescimento das vendas (CRES) mais elevadas são os que apresentam maior endividamento. É ainda utilizada a variável tangibilidade (TANG) que perde significância estatística com a introdução de variáveis de produção hospitalar. Os impostos (IMP) não são relevantes nesta análise, o que parece estar relacionado com o facto de uma grande parte dos hospitais da amostra serem do setor público.

Na regressão (3) e (4) fica evidente a importância da variável INT, sendo que os hospitais localizados no interior parecem apresentar maior endividamento. Nos modelos (5) e (6) são introduzidas três variáveis relativas à produção hospitalar. Assim, estas regressões evidenciam que os hospitais com maior número de consultas (CONSL) são os que apresentam maior endividamento. Também os hospitais com maior número de intervenções cirúrgicas urgentes (CIR URG) são os que apresentam maior endividamento. Todavia, os hospitais com maior número de intervenções cirúrgicas programadas (CIR PROG) apresentam menor nível de endividamento. Na regressão (7) são introduzidas variáveis relativas aos internamentos nos hospitais, que permitem concluir que os hospitais com maior número de doentes saídos da especialidade cirúrgica (SAID CIR) apresentam maior nível de endividamento, bem como os hospitais com maior número de doentes saídos da especialidade médica (SAID MED) também apresentam maior endividamento. Estes resultados mantêm-se na regressão (9) quando são introduzidas as variáveis INT, PUB e CRI. No modelo (8) são introduzidas todas as variáveis de produção hospitalar em simultâneo, sendo que se mantêm os resultados estatisticamente significativos, com exceção da variável "SAID MED" que perdeu significância.

Na última regressão são utilizadas todas as variáveis em simultâneo e os resultados permitem mencionar que as variáveis de produção hospitalar são estatisticamente significativas com o mesmo sinal anteriormente referido, com exceção da variável "SAD MED". De notar ainda que a variável CRI se tornou estatisticamente significativa, pelo que nos anos com crise económica ou financeira os hospitais endividam-se menos.

Tabela 5. Fatores Determinantes do Endividamento.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)		
CONST	268,419 (20,6106)	*** 269,660 (20,035)	*** 268,282 (16,899)	*** 274,681 (16,918)	*** -71,213 (72,831)	** -71,896 (31,142)	1,083 (28,994)	106,887 (35,119)	*** -6,999 (45,108)	53,947 (65,240)		
INT			26,406 (9,967)	*** 21,433 (10,508)	** 10,396 (5,412)	*			11,573 (5,523)	** 2,421 (6,684)		
PUB			7,073 (5,209)	7,539 (5,483)	-26,334 (2,956)				-20,794 (14,944)	0,976 (18,552)		
CRI			4,036 (3,025)		-1,760 (2,956)				-1,583 (4,713)	-6,778 (3,252)	**	
CONSL					79,072 (9,136)	*** 73,261 (8,583)	***	21,197 (8,765)	**	30,236 (9,990)	***	
CIR PROG					-76,539 (7,741)	*** -72,138 (7,956)	***	-59,259 (5,939)	***	-63,231 (5,826)	***	
CIR URG					21,456 (5,401)	*** 20,025 (5,408)	***	14,108 (3,908)	***	17,156 (4,678)	***	
SAID CIR							12,101 (4,995)	** 46,045 (8,635)	***	14,259 (6,473)	** 38,620 (9,412)	***
SAD MED							21,499 (6,078)	*** 1,579 (6,459)	***	18,194 (6,566)	*** 2,772 (6,562)	***
DIM	-15,944 (1,841)	*** -16,256 (1,791)	*** -16,508 (1,600)	*** -17,092 (1,613)	*** -23,546 (3,321)	*** -23,502 (3,019)	*** -22,728 (2,175)	*** -27,298 (3,190)	*** -18,723 (2,988)	*** -26,585 (4,060)	***	
TANG	-0,471 (0,074)	*** -0,511 (0,073)	*** -0,499 (0,071)	*** -0,515 (0,074)	*** 0,177 (0,128)	*** 0,313 (0,113)	*** 0,070 (0,124)	*** 0,167 (0,128)	*** -0,147 (0,137)	*** 0,208 (0,148)	***	
ROA	-0,642 (0,112)	*** -0,839 (0,124)	*** -1,029 (0,133)	*** -1,081 (0,148)	*** -1,265 (0,124)	*** -1,213 (0,120)	*** -1,470 (0,123)	*** -1,419 (0,130)	*** -1,598 (0,184)	*** -1,429 (0,143)	***	
IMP	0,001 (0,007)	0,004 (0,007)	-0,030 (0,028)	-0,038 (0,029)	-0,003 (0,012)	0,001 (0,009)	-0,020 (0,013)	-0,009 (0,008)	-0,027 (0,013)	** -0,010 (0,007)		
IDA	0,136 (0,059)	** 0,156 (0,060)	*** 0,122 (0,059)	** 0,167 (0,062)	*** 0,196 (0,073)	*** 0,139 (0,074)	* 0,002 (0,035)	0,082 (0,035)	** 0,082 (0,049)	* 0,098 (0,044)	**	
RIS	1,622 (0,257)	*** 1,414 (0,257)	*** 1,130 (0,247)	*** 1,235 (0,279)	*** 0,449 (0,096)	*** 0,484 (0,089)	*** 0,666 (0,093)	*** 0,562 (0,178)	*** 0,725 (0,151)	*** 0,555 (0,187)	***	
CRESC	0,018 (0,034)	0,009 (0,034)	0,016 (0,031)	0,010 (0,029)	0,892 (0,193)	*** 0,935 (0,171)	*** 0,768 (0,225)	*** 0,520 (0,213)	** 0,784 (0,273)	*** 0,757 (0,119)	***	
HOSP		4,208 (3,051)	5,002 (2,829)	* 6,236 (3,154)	** -41,653 (29,480)	** -21,686 (9,282)	** -33,845 (6,847)	*** -19,029 (9,435)	** -37,388 (10,286)	*** -21,100 (15,433)		
N	588	588	588	588	275	275	223	219	223	219		
R2	0,198	0,212	0,295	0,313	0,672	0,719	0,717	0,808	0,668	0,889		
F (n,k)	20,512	19,476	21,882	26,285	38,114	61,123	53,625	66,235	32,376	101,493		
Valor P	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01	<0,01		

Nota: Esta tabela apresenta os resultados da estimação OLS com correção da heterocedasticidade. A variável dependente refere-se ao endividamento. As variáveis estão definidas na Tabela 2. ***, ** e * referem-se a variáveis estatisticamente significativas a 1%, 5% e 10% respetivamente.

4.4 Discussão dos resultados

Este subcapítulo tem como principal objetivo efetuar uma discussão de resultados obtidos e a validação das hipóteses de investigação, em resultado da metodologia aplicada na amostra dos hospitais portugueses em estudo (Tabela 6).

De acordo com as observações efetuadas, os resultados obtidos permitem compreender o impacto das variáveis financeiras nas rentabilidade operacional dos hospitais. Neste sentido, pela observação da amostra e considerando o estudo realizado por Pereira, B., Alves, J., & Moutinho, N. (2022), a rentabilidade operacional dos hospitais correlaciona-se negativamente com a dívida do setor hospitalar. Sendo que, neste contexto, se verifica também que o risco não se apresenta como estatisticamente relevante enquanto uma variável significativa na determinação da dívida dos hospitais. Da mesma forma, a análise da dimensão dos hospitais observa também a existência de uma correlação negativa com a dívida hospitalar, o que contrasta com o estudo dos autores e com a expectativa inicial, evidenciando que a dimensão hospitalar não possui qualquer impacto na dívida.

Pela análise do número de consultas realizadas, foi possível observar que a variável CONSL tem uma relação positiva estatisticamente significativa com a dívida hospitalar sem apresentar grande relevância estatística, ou seja, quanto maior for o número de consultas prestadas pelas unidades hospitalares da amostra, maior será o endividamento dos hospitais. Como tal, pela a análise da H_1 , é possível validar a hipótese, dado que os hospitais com maior atividade ao nível das consultas externas apresentam maiores dificuldades financeiras.

Por outro lado, pela observação relativa ao número de cirurgias apresenta resultados contraditórios, uma vez que as cirurgias programadas apresenta ter um efeito negativo no endividamento, enquanto que as cirurgias urgentes têm impacto positivo no endividamento dos hospitais. Desta forma, pela a análise da H_2 , que refere que os hospitais com mais atividade ao nível das cirurgias apresentam maior endividamento, não é possível ser validada dado que não apresenta validade total.

Da mesma forma, relativamente ao conjunto de serviços prestados nos hospitais, verifica-se que a variável associada ao número de internamentos de doentes após cirurgia se correlaciona de forma positiva com o endividamento hospitalar. Esta relação permite validar a H_3 , que destaca o impacto do volume de internamentos no endividamento dos hospitais.

De outro ponto de vista, a análise do contexto hospitalar, permitiu verificar que não existem discrepâncias relevantes, entre o setor público e privado. Assim, a investigação permitiu verificar que os hospitais públicos possuem um valor de endividamento semelhante ao contexto dos hospitais privados, dado que o nível de endividamento destes hospitais não é estatisticamente diferente do setor privado, não validando a hipótese. Da mesma forma, a análise da localização hospitalar permitiu observar que esta variável não apresenta qualquer relevância estatística no impacto do nível de endividamento hospitalar, pelo que não permite validar a hipótese de investigação (H_5).

Relativamente ao contexto macroeconómico, o modelo estimado com a análise dos fatores considerados, permitiu verificar que nos períodos de crise financeira e económica, o endividamento diminuiu, pelo que não se validou a hipótese de investigação (H_6).

Por outro lado, com base nos resultados obtido, verifica-se que a variável crescimento se correlaciona de forma positiva com a dívida hospitalar, dado que o aumento do crescimento da atividade económica potencia a redução da dívida hospitalar, tal como verificado por (Mateus, 2014).

Finalmente, de acordo com a observação, a análise da idade e da variável relativa aos impostos associados à atividade hospitalar, verificou-se uma correlação estatisticamente pouco significativa, permitindo verificar que estes fatores não contribuem, de forma significativa, para a dívida dos hospitais da amostra em estudo, conforme esperado.

Tabela 6. Resultados da Testagem de Hipóteses.

Hipóteses	Resultado
H1 - Os hospitais com mais atividade ao nível das consultas externas apresentam maior endividamento	Validada
H2 - Os hospitais com mais atividade ao nível das cirurgias apresentam maior endividamento	Não Validada
H3 - Os hospitais com mais atividade ao nível dos internamentos apresentam maior endividamento	Validada
H4 - Os hospitais públicos têm mais endividamento do que os hospitais privados	Não Validada
H5 - Os hospitais localizados no interior têm mais endividamento do que os hospitais localizados no litoral	Não Validada
H6 - Os hospitais em períodos de crise financeira apresentam maior endividamento	Não Validada

Considerações Finais

O presente trabalho teve por objetivo conhecer que fatores influenciam o endividamento dos hospitais públicos e privados em Portugal. Como tal, a análise das questões de investigação, permitiu analisar quais os principais determinantes da estrutura de capital relativamente às características da realidade hospitalar portuguesa, bem como uma melhor compreensão das teorias do *Pecking Order* e *Trade Off*.

Com base numa amostra de 588 observações foi aplicado o modelo de regressão linear pelo método dos mínimos quadrados (OLS), sendo que os resultados permitiram revelar padrões de financiamento que variam de acordo com as características da realidade hospitalar. Como tal a observação permitiu evidenciar os hospitais com maior número de consultas são os que apresentam maior nível de endividamento e que a existência de um maior número de intervenções cirúrgicas urgentes, resultam num valor de endividamento superior. No entanto, os hospitais com maior número de intervenções cirúrgicas programadas apresentam menor nível de endividamento. No que se refere aos internamentos hospitalares, verificou-se que os hospitais com maior número de doentes saídos da especialidade cirúrgica apresentam maior nível de endividamento.

Os resultados permitem ainda evidenciar que os hospitais de maior dimensão e com maior rentabilidade operacional tendem a apresentar menor endividamento. Por outro lado, os hospitais mais antigos, com maior risco e com taxas de crescimento das vendas mais elevadas são os que apresentam maior nível de endividamento.

Desta forma, foi possível verificar que a grande maioria dos determinantes da estruturas dos hospitais possuem um impacto significativo nas decisões relativas às estruturas de capital, em particular, no nível de endividamento dos hospitais públicos e privados em Portugal. Ainda assim, a relação do contexto hospitalar com as teorias financeiras de estrutura de capital não permitiu observar de que forma se procede ao financiamento hospitalar, independentemente do setor público ou privado.

De acordo com a investigação apresentada, o estudo apresenta algumas limitações relativas ao setor de atividade sobre o qual se desenvolveu o presente documento, dadas as limitações relativas à escassez de informação associada aos fatores determinantes das estruturas de capital nos hospitais em Portugal. Por outro lado, verificaram-se também algumas limitações relativas à seleção dos fatores em estudo, que condicionam a explicação das correlações existentes entre os fatores que orientam as estruturas de capital nos hospitais, dado que se os estudos existentes não se concentram nas organizações do setor em análise.

Adicionalmente, de acordo com as dificuldades destacadas nas considerações finais da presente investigação, observaram-se algumas conclusões divergentes dado que a análise de um conjunto restrito de variáveis explicativas pode restringir as conclusões da investigação. Como tal, para efeitos futuros, verifica-se a necessidade de aumentar os estudos no setor da saúde, aumentando a abrangência dos estudos pela análise de um maior número de variáveis sobre a amostra hospitalar em Portugal. Da mesma forma, pela utilização da base de dados SABI, seria importante alargar o estudo à realidade existente nos países desenvolvidos, no setor hospitalar, de forma a verificar o impacto das variáveis financeiras no endividamento dos seus hospitais.

Bibliografia

- Abdi, H. (2003). Partial least square regression (PLS regression). *Encyclopedia for research methods for the social sciences*, 6(4), 792-795.
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*.
- Anderson, D. R., Sweeney, D. J., Williams, T. A., Camm, J. D., & Cochran, J. J. (2016). *Statistics for business & economics*. Cengage Learning.
- Baganha, M. I., Ribeiro, J. S., & Pires, S. (2002). O sector da saúde em Portugal: funcionamento do sistema e caracterização sócio-profissional. *Oficina do CES*, 182, 1-33.
- Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects.
- Braun, G. T., & Centeno, L. G. (2018). *Sistemas de Saúde*. Publicação Ocasional do CFP, (1).
- Braga, R., Nossa, V., & Marques, J. A. V. D. C. (2004). Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15, 51-64.
- Baskin, J. (1989). Dividend policy and the volatility of common stocks. *Journal of portfolio Management*, 15(3), 19.
- Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20, 75-94.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Brealey, R. A., & MYERS, S. C. (2006). *Finanças corporativas: investimento de capital e avaliação*.
- Damodaran, Aswath. *Finanças Corporativas: teoria e prática*. Porto Alegre: Bookman. 2004.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation. *The Journal of Finance*, 35(2), 453-464.
- Decreto-Lei n.º 18/2017 de 10 de Fevereiro do Serviço Nacional de Saúde, Pub. L. No. Diário da República: I série, No 131 (2017). www.dre.pt
- Decreto-Lei n.º 48/90 de 24 de Agosto do Ministério da Saúde, Pub. L. No. Diário da República n.º 195/1990, Série I de 1990-08-24 (1990). www.dre.pt
- Decreto-Lei n.º 11/93, de 15 de janeiro, Pub. L. No. Diário da República n.º 12/1993, Série I-A de 1993-01-15 (1993). www.dre.pt
- Decreto-Lei n.º 56/79 de 15 de Setembro do Ministério dos Assuntos Sociais, o Serviço Nacional de Saúde (SNS), Pub. L. No. Diário da República n.º 214/1979, Série I de 1979-09-15 (1979). www.dre.pt

-
- Eldomiaty, T. I. (2007). Determinants of corporate capital structure: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Commerce and Management*, 17(1/2), 25-43. <https://doi.org/10.1108/10569210710774730>
- Etyang, D. G. (2012). The determinants of capital structure of private hospitals in Nairobi, Kenya (Doctoral dissertation).
- Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of financial structure: A new methodological approach. *The Journal of finance*, 34(3), 631-644.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European financial management*, 11(1), 51-69.
- Gama, A. P. B. M. (2000), Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME'S Industriais Portuguesas, Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- Gitman, L. & Madura, J. (2003) *Administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Gomes, R. M. (2013). "A Hierarquia dos Determinantes da Estrutura de Capital em Empresas Portuguesas." Master Thesis, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto.
- Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management review*, 26(3), 170-182.
- Hanley, J. A., & McNeil, B. J. (1983). A method of comparing the areas under receiver operating characteristic curves derived from the same cases. *Radiology*, 148(3), 839-843.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hardin, J., Garcia, S. R., & Golan, D. (2013). A method for generating realistic correlation matrices. *The Annals of Applied Statistics*, 1733-1762.
- Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2011). *Financial Markets and Corporate Strategy European Edition 2e*. McGraw Hill.
- Jacobs, P. (1974). A survey of economic models of hospitals. *Inquiry*, 11(2), 83-97.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jorge, S., & Armada, M. J. D. R. (2001). Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea*, 5, 9-31.
- Karadeniz, E., Kandir, S. Y., Balcilar, M., & Onal, Y. B. (2009). Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*.

- Khaki, A. R., & Akin, A. (2020). Factors affecting the capital structure: New evidence from GCC countries. *Journal of International Studies*, 13(1).
- Kim, C., Mauer, D. & Sherman, A. (1998). The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- Lee, Y. & Song, K. (2012), «Long-term effects of a financial crisis: Evidence from cash holdings of East Asian firms?». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47(3), pp. 617-641.
- Maio da Nova Monteiro, R. (2018). ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA DO SPORT LISBOA E BENFICA-DA CONSTITUIÇÃO DE SOCIEDADE ANÓNIMA DESPORTIVA [ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa]. https://repositorio.iscteul.pt/bitstream/10071/17915/1/Master_Ricardo_Nova_Monteiro.pdf
- Mateus, E. (2014). A gestão de resultados em instituições públicas: o caso dos hospitais EPE (Doctoral dissertation).
- McKee, Martin e J. Healy (2002), Hospitals in a changing Europe, European Observatory on Health Care Systems Series. <https://eurohealthobservatory.who.int/docs/librariesprovider3/studies---external/hospitals-in-a-changing-europe.pdf>
- Medeiros, O. R. D., & Daher, C. E. (2008). Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *Revista de Administração contemporânea*, 12, 177-199.
- Mishra, P., Pandey, C. M., Singh, U., Gupta, A., Sahu, C., & Keshri, A. (2019). Descriptive statistics and normality tests for statistical data. *Annals of cardiac anaesthesia*, 22(1), 67.
- Mokhova, N., & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic factors and corporate capital structure. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 110, 530-540.
- Myers, S. C. (1977), “ f C w ”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No 2, pp. 147-175.
- Myers, S. C. (1984), “ h C S u u z z ”, *The Journal of Finance*, Vol. 39, No 3, pp. 575-592.
- Myers, S. C. (2003). Financing of corporations. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 215-253). Elsevier.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Numpacharoen, K., & Atsawarungrangkit, A. (2012). Generating correlation matrices based on the boundaries of their coefficients. *PLoS One*, 7(11), e48902.
- Numpacharoen, K., & Atsawarungrangkit, A. (2012). Generating correlation matrices based on the boundaries of their coefficients. *PLoS One*, 7(11), e48902.
- Nunes, Rui ; Rego, Guilhermina (2002) – Prioridades na saúde. Lisboa : McGraw-Hill.
- Observatório Português dos Sistemas de Saúde (2012). Relatório de Primavera 2012. https://www.esesjd.uevora.pt/content/download/194/909/version/1/file/RelatorioPrimavera2012_OPSS_3.pdf

-
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. e Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Padoveze, C. L., & Benedicto, G. C. D. (2007). *Análise das Demonstrações Financeiras. rev. E ampl*, São Paulo: Thomson Learning.
- Pereira, B., Alves, J., & Moutinho, N. (2022). Debt of Hotel Companies: The Impact of Company Characteristics and Crisis Periods. Hosted By The School of Hospitality and Tourism.
- Prasad, S., Green, C. J., & Murinde, V. (2001). Company financing, capital structure, and ownership: A survey, and implications for developing economies (No. 12). *SUERF Studies*.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rego, G., Nunes, R., & Costa, J. (2010). The challenge of corporatisation: the experience of Portuguese public hospitals. *The European Journal of Health Economics*, 11(4), 367-381.
- Ribeiro, J. M. (2004). Reforma do sector público hospitalar: programa de empresarialização de 34 hospitais portugueses. *Revista Portuguesa de Saúde Pública*, 65-77.
- Romão, R. M. C. (2013). Será que as empresas portuguesas seguem a pecking order na escolha das alternativas de financiamento? (Doctoral dissertation).
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Lamb, R. (2015). *Administração financeira*. AMGH Editora.
- Saddour, K. (2006). The determinants and the value of cash holdings: Evidence from French firms (No. halshs-00151916).
- Sakr, A., & Bedeir, A. (2019). Firm level determinants of capital structure: Evidence from Egypt. *International Journal of Financial Research*, 10(1), 68-85.
- Serghiescu, L., & Văidean, V. L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm-an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457.
- Sousa, P. A. F. D. (2009). O sistema de saúde em Portugal: realizações e desafios. *Acta Paulista de enfermagem*, 22, 884-894.
- Silva, S. A. (2014). Determinantes da Estrutura de Capitais: evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon.
- Sikveland, M., Xie, J., & Zhang, D. (2022). Determinants of capital structure in the hospitality industry: Impact of clustering and seasonality on debt and liquidity. *International Journal of Hospitality Management*, 102, 103172.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19
- Vanacker, T. R., & Manigart, S. (2010). Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35(1), 53-69.

Vergas, N., Cerqueira, A., & Brandão, E. (2015). The Determinants of the Capital Structure of Listed on Stock Markets Nonfinancial Firms: Evidence for Portugal.

Turner, J., Broom, K., Elliott, M., & Lee, J. F. (2015). A comparison of capital structure: The use of debt in investor owned and not-for-profit hospitals. *Journal of Health Care Finance*, 41(4).