COIMBRA BUSINESS SCHOOL
iscac 100 ANOS
Politécnico de Coimbra

COIMBRA BUSINESS SCHOOL 100

O que distingue os fatores que influenciam a maturidade da dívida nos hospitais públicos e privados? O caso Português.

ISCAC | 2023 Ivo Gomes Ferreira

COIMBRA BUSINESS SCHOOL

iscac 100 ANOS

Politécnico de Coimbra

Ivo Gomes Ferreira

O que distingue os fatores que influenciam a maturidade da dívida nos hospitais públicos e privados? O caso Português.

Coimbra, outubro de 2023

Ivo Gomes Ferreira

O que distingue os fatores que influenciam a maturidade da dívida nos hospitais públicos e privados? O caso Português.

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Análise Financeira**, realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves.

Coimbra, outubro de 2023

O que distingue os fatores que influenciam a maturidade da dívida nos hospitais públicos e privados? O caso Português.

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser o autor desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

DEDICATÓRIA

Ao meu avô, Abel Ferreira,

por permanecer tão vivo em mim.

AGRADECIMENTOS

Um dia alguém disse que se quisermos caminhar rápido deveríamos ir sozinhos, mas se quisermos ir longe devíamos ir em equipa.

Desde o início que escolho "ir longe" e tenho a sorte de estar rodeado de pessoas fundamentais, que não só me ajudam e amparam, como me dão força diariamente para continuar e não desistir.

Em primeiro lugar, quero expressar a minha profunda gratidão à minha orientadora Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves, pela compreensão, experiência e conhecimento transmitido, que sem a sua ajuda não chegaria aqui.

À minha avó Bina, um agradecimento muito especial, por ser uma peça fundamental na minha vida.

À minha família, pai, mãe e irmão, que são o suporte e abrigo, para os dias mais fáceis, mas também para os mais difíceis. Ao meu padrinho e restante família, o meu sincero obrigado.

À Inês por acreditar em mim, por ser uma fonte de auxílio e motivação.

Aos meus amigos, que estão sempre presentes em todas as etapas da minha vida.

À SANFIL - Global Health Company, S.A., à Adriana Rodrigues, ao Miguel Dias e ao Rodrigo Maurício, e restante equipa, por contribuírem positivamente para esta jornada.

E por fim, mas muito especial, aos meus avós, que espero que estejam orgulhosos de onde chegámos, nós, porque sei que eles estarão sempre comigo.

O que distingue os fatores que influenciam a maturidade da dívida nos hospitais públicos e privados? O caso Português.

RESUMO

O principal objetivo desta investigação é estudar a influência das características específicas das empresas, da propriedade de gestão e dos fatores macroeconómicos, na alavancagem das empresas. Para atingir o objetivo proposto, foram analisadas duas amostras: uma composta por dados de 48 Entidades Públicas empresariais e outra por 297 Entidades Privadas, sem participação do estado no capital acionista. O estudo incide no período entre 2015 e 2021 e inclui a crise provocada pela pandemia da Covid-19. A totalidade das empresas incluídas na amostra em estudo pertencem ao tecido empresarial português e incluem-se no CAE: 86100 – Atividades dos estabelecimentos de saúde com internamento. Para testar as hipóteses colocadas à luz da literatura, os modelos foram estimados com recurso à metodologia de dados em painel, mais especificamente ao GMM (*Generalized Method of Moments*) de Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). Os resultados empíricos permitem perceber que em tempo de crise, tanto entidades públicas como privadas recorrem a empréstimos de longo prazo para financiar as despesas adicionais e garantir a continuidade dos serviços de saúde. Além disso, os resultados demonstram uma forte dependência de endividamento de curto prazo, nomeadamente no setor público, sugerindo algum desequilíbrio financeiro na gestão corrente, sem fundo de maneio que garanta uma margem de segurança. Este resultado é ainda reforçado se percebermos que os gastos com funcionários podem levar a mais dívida nos hospitais públicos quando não há um equilíbrio entre os custos operacionais, o financiamento disponível e a procura por serviços. Este resultado parece o mais provável na medida em que a insatisfação é generalizada, não parecendo que o endividamento sirva para melhorar as condições de trabalho destes colaboradores. Este trabalho é original e com interesse para vários *stakeholders*, nomeadamente gestores hospitalares, reguladores, pacientes e sociedade civil, pois trata de um tópico que afeta diretamente a qualidade dos serviços de saúde, a acessibilidade e a sustentabilidade do sistema de saúde como um todo.

Palavras-Chave: Estrutura de Capital, Covid-19, Determinantes da Dívida, Dados em Painel, GMM System, Saúde, Portugal.

O que distingue os fatores que influenciam a maturidade da dívida nos hospitais públicos e privados? O caso Português.

ABSTRACT

The main objective of this research is to study the influence of specific characteristics of companys, management ownership, and macroeconomic factors on firms' leverage. To achieve the proposed objective, two samples were analyzed: one composed of data from 48 Public Business Entities and another of 297 Private Entities with no state participation in the shareholder capital. The study covers the period between 2015 and 2021, including the crisis caused by the Covid-19 pandemic. All the companies included in the sample are part of the Portuguese enterprise sector and belong to the NACE: 86100 - Activities of health establishments with inpatient care. To test the hypotheses in light of the literature, the models were estimated using panel data methodology, more specifically the GMM (Generalized Method of Moments) by Arellano and Bover (1995) and Blundell and Bond (1998). The empirical results allow us to understand that during times of crisis, both public and private entities resort to long-term loans to finance additional expenses and ensure the continuity of healthcare services. Furthermore, the results demonstrate a strong dependence on short-term debt, especially in the public sector, suggesting some financial imbalance in current management, without a working capital reserve to provide a safety margin. This result is even more reinforced if we realize that employee expenses can take to more debt in public hospitals when there is no balance between operational costs, available funding, and service demand. This outcome seems the most likely to the extent that dissatisfaction is widespread and it does not seem that the debt serves to improve the working conditions of these employees. This work is original and of interest to various stakeholders, in particular hospital managers, regulators, patients, and civil society, because it deals with a topic which directly affects the quality of healthcare services, accessibility, and the sustainability of the healthcare system as a whole.

Keywords: Capital Structure, Covid-19, Determinants of Debt, Panel Data, GMM System, Health, Portugal.

O que distingue os fatores que influenciam a maturidade da dívida nos hospitais públicos e privados? O caso Português.

ÍNDICE GERAL

1 CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO 1

1.1 Introdução 1

2 CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA 4

2.1 Revisão da Literatura 4

2.2 Correntes Teóricas Tradicionais 5

2.2.1 Teoria de Modigliani & Miller (1958; 1963) 6

2.2.2 Teoria *Trade-Off* 7

2.2.3 Teoria *Pecking-Order* 8

2.2.4 Teoria dos Custos de Agência 10

2.2.5 Teoria *Market Timing* 11

2.3 Determinantes da Estrutura de Capital: Fundamentação Teórica e Desenvolvimento das Hipóteses 12

2.3.1 Características Especificas das Empresas 13

2.3.1.1 Rendibilidade Do Capital Próprio (ROE) 13

2.3.1.2 Dimensão 16

2.3.1.3 Liquidez 19

2.3.1.4 Gastos Sociais 22

2.3.2 Características do Ambiente Macroeconómico 24

2.3.2.1 Covid-19 24

2.3.2.2 Produto Interno Bruto 27

2.3.3 Características da Estrutura de Propriedade 29

2.3.3.1 Propriedade Interna 29

3 CAPÍTULO III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO 33

3.1 Metodologia 33

3.1.1 Dados da Amostra 33

3.1.2 Seleção e Descrição das Variáveis em Estudo 33

3.1.2.1 Variáveis Dependentes 34

3.1.2.2 Variáveis Independentes 34

3.1.3 Metodologia: Especificação do Modelo 35

4 CAPÍTULO IV - APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS OBTIDOS 37

4.1 Resultados 37

4.1.1 Empresas Públicas do Setor da Saúde 38

4.1.1.1 Estatísticas Descritivas 38

4.1.1.2 Resultados dos Modelos 40

4.1.2 Empresas Privadas do Setor da Saúde 44

4.1.2.1 Estatísticas Descritivas 44

4.1.2.2 Resultados dos Modelos 46

Discussão de Resultados 50

5 CAPÍTULO V – CONCLUSÃO 53

5.1 Conclusão 53

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 55

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Descrição das variáveis dependentes 34
Tabela 2: Descrição das variáveis independentes 35
Tabela 3: Estatística Descritiva para as Empresas Públicas do Setor da Saúde 38
Tabela 4: Resultados da estimação dos modelos 1, 2 e 3 para Empresas Públicas do Setor da Saúde 40
Tabela 5: Estatística Descritiva para as Empresas Privadas do Setor da Saúde 45
Tabela 6: Resultados da estimação dos modelos 1, 2 e 3 para Empresas Privadas do Setor da Saúde 46

LISTA DE ABREVIATURAS, ACRÓNIMOS E SIGLA

ASE *American Stock Exchange*

BdP Banco de Portugal

CAE Classificação das Atividades Económicas

EUA Estados Unidos da América

GMM *Generalized Method of Moments*

INE Instituto Nacional de Estatística

NYSE *New York Stock Exchange*

OLS *Ordinary Least Squares*

OMS Organização Mundial da Saúde

OTC *Over the Counter*

PIB Produto Interno Bruto

PME Pequenas e Médias Empresas

ROE *Return on Equity*

SABI Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

VAL Valor Atual Líquido

O que distingue os fatores que influenciam a maturidade da dívida nos hospitais públicos e privados? O caso Português.

1 CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

1.1 Introdução

Estudos sobre o endividamento promovem a transparência na gestão financeira dos hospitais, aumentando a responsabilidade dos gestores perante o público e as autoridades reguladoras, não apenas em tempos de tranquilidade macroeconómica, mas também em *market down/bear market*.

A 2 de março de 2020, Portugal confirmava o primeiro caso relacionado com o surto da Covid-19. Dias depois, a 11 de março, a OMS (Organização Mundial da Saúde) classificava a doença com uma pandemia global (WHO, 2020). A pandemia da Covid-19 obrigou os governos a implementarem medidas restritivas, que desencadearam reações indesejadas, desde as ligações interpessoais até à economia global (Han & Chung, 2023).

O impacto causado pela propagação do vírus provocou uma recessão económica global, que culminou numa quebra de receitas e, consequentemente, colocou as empresas numa grande incerteza financeira (Alessa, Alotaibie, Elmoez & Alhamad, 2021; Hu & Zhang, 2021). A decisão adequada da estrutura de capitais, surge como um fator preponderante no sucesso das organizações, contudo, em períodos marcados por crises globais, a combinação entre capital próprio e capital alheio, que as empresas utilizam para financiar os seus ativos e a sua atividade, pode ser significativamente alterada, sendo esta a motivação para a realização deste trabalho.

O estudo da estrutura de capital das empresas, é uma das temáticas que suscita maior interesse na literatura financeira, com raízes que remontam aos influentes estudos de Modigliani e Miller (1958, 1963). Inicialmente estes economistas defenderam uma abordagem assente em pressupostos irrealistas, que tornava o valor da empresa independente das decisões tomadas na determinação da estrutura de capitais. Posteriormente, em 1963, os autores reconheceram os efeitos fiscais, e assumiram uma clara preferência pelo capital alheio, na maximização dos resultados das empresas. No entanto, a linha de pensamento era controversa e, desde então, outros estudos empíricos levaram ao desenvolvimento de novas teorias e abordagens na área financeira, particularmente, destaca-se a teoria *Trade-Off* (Kraus & Litzenberger, 1973), a teoria *Pecking-Order* (Myers, 1984; Myers & Maljuf, 1984), a teoria dos Custos da Agência

(Jensen & Meckling, 1976) e, mais recentemente, a teoria *Market Timing* (Baker & Wurgler, 2002).

A literatura tem evidenciado fatores específicos que desempenham um papel fundamental na determinação da estrutura de capitais. Por exemplo, autores como López-Gracia e Sogorb-Mira (2008) e Matias e Serrasqueiro (2017) debruçaram-se sobre o impacto das variáveis específicas nos níveis de dívida das empresas. Além desses fatores relacionados com as características intrínsecas das empresas, Bokpin (2009) e D´Amato (2020) reconheceram que fatores externos, como a incerteza macroeconómica, influenciam as decisões relacionadas com a estrutura de capitais.

Apesar de não faltar investigação acerca da importância dos determinantes nas decisões financeiras, não existe um consenso sobre a combinação ideal de capital próprio e capital alheio, essencialmente se considerarmos diferentes setores de atividade e flutuações dos ambientes económicos.

Nesse sentido, a presente investigação tem como objetivo principal estudar e compreender a forma como as características específicas das empresas e o ambiente macroeconómico, com especial enfoque no período marcado pela pandemia da Covid-19, influencia os três rácios da dívida (total, médio e longo prazo e de curto prazo). O estudo pretende contribuir para o enriquecimento literário, e difere dos demais por estudar o efeito das variáveis específicas e do impacto da crise, sobre a estrutura de capitais das empresas do setor da saúde com internamento, com a particularidade que serão realçadas as diferenças entre os determinantes da estrutura da capital das empresas públicas e os determinantes da estrutura de capital das empresas privadas, no contexto do setor da saúde em Portugal.

De modo a testar as hipóteses formuladas com base na revisão da literatura previamente efetuada, utilizou-se a metodologia de dados em painel, com recurso ao método de estimação GMM – *System,* desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). Com o propósito de atingir os objetivos propostos, foram recolhidos dados de empresas portuguesas com o CAE: 86100 – Atividades dos estabelecimentos de saúde com internamento, durante os anos de 2015 a 2021. O intervalo temporal da amostra foi marcado por um período de crescimento económico no mercado português, sendo que os

anos de 2020 e 2021 são exceções, devido às implicações provocadas pela pandemia da Covid-19.

Espera-se que este estudo possa fornecer *insights* valiosos aos diversos *stakeholders*, para melhor avaliarem e compreenderem a importância dos determinantes da estrutura de capitais. Os gestores podem encontrar neste trabalho uma visão sobre as implicações das decisões financeiras, os académicos e a sociedade em geral podem entender os níveis de endividamento, tendo em conta a especificidade do setor em estudo.

A estrutura da investigação encontra-se organizada da seguinte forma: no capítulo II é efetuada a revisão da literatura, expõem-se os aspetos concetuais mais significativos para o estudo, e formulam-se as hipóteses a estudar. No capítulo III introduz-se a metodologia da investigação, a amostra, as variáveis em estudo e o método de estimação utilizado para os modelos a testar. De seguida, no capítulo IV apresentam-se e discutem-se os resultados obtidos. Por fim, no capítulo V expõem-se as conclusões do estudo, algumas limitações e, ainda, sugestões para investigações futuras.

2 CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Revisão da Literatura

Entende-se por estrutura de capitais a combinação de dívida e capital próprio, utilizado pelas empresas para financiar as suas atividades operacionais e os seus projetos de investimento. As decisões de financiamento assumem especial importância no campo da gestão, uma vez que têm impacto na maximização do valor da empresa, na capacidade de gerar riqueza para os acionistas e na sustentabilidade da empresa a longo prazo (Miglo, 2016).

O capital próprio representa os recursos financeiros investidos pelos proprietários e os fundos acumulados pela empresa. O capital alheio refere-se aos recursos obtidos através da emissão de títulos de dívida ou empréstimos de terceiros (Proença, Laureano & Laureano, 2014). Nestes casos, a empresa contrai obrigações estabelecidas nos termos dos contratos de financiamento, como o reembolso de capital e o pagamento de juros.

A dívida pode ser decomposta nas suas diferentes maturidades. O recurso a Dívida de Curto Prazo (vencimento inferior a um ano) reflete as necessidades de tesouraria e os eventuais problemas de liquidez existentes, para financiar a atividade operacional. Ao passo que a Dívida de Longo Prazo (vencimento não inferior a um ano) é utilizada para financiar os planos de crescimento/investimento da empresa. A decisão do prazo de vencimento da dívida deve ter em consideração as necessidades e os objetivos da empresa (Neves, Serrasqueiro, Dias e Hermano, 2020).

As decisões financeiras assumem enorme relevância no presente e futuro das empresas. A análise detalhada das características específicas de cada empresa, das políticas fiscais de cada país, do ambiente económico e de outras variáveis que afetam a combinação entre recursos internos e externos, pode promover uma vantagem competitiva crucial para a valorização da empresa (Fan, Titman & Twite, 2012; Mokhova e Zinecker, 2014).

Ao abordar a temática da estrutura de capitais, procura-se aprofundar o conhecimento sobre a gestão financeira. No decurso deste segundo capítulo serão abordadas as principais teorias financeiras tradicionais, os fatores determinantes da estrutura de capital

e a relação esperada com base na literatura empírica. Por fim, serão assinaladas as hipóteses a testar.

2.2 Correntes Teóricas Tradicionais

Neste subcapítulo é abordada a base teórica tradicional que fundamenta toda a investigação. É iniciada a partir dos trabalhos seminais de Modigliani e Miller (1958;1963), considerados marcos de rotura com o pensamento clássico de Durand (1952). Os economistas defendem que o valor da empresa é independente das decisões tomadas na determinação da estrutura de capitais. A abordagem teórica pressupunha a eficiência dos mercados, sem impostos ou custos relacionados com a emissão de dívida, sem custos de falência e sem assimetrias de informação. Os investidores possuem um comportamento racional, acesso à mesma informação e a mesma facilidade no acesso a crédito, a uma taxa idêntica. Os mesmos autores, em 1963, destacam que a existência de impostos proporciona benefícios fiscais, uma vez que os juros pagos são dedutíveis à base tributável. Assim, a determinação da estrutura de capital torna-se relevante para o valor da empresa.

A teoria *Trade-Off* sugere a existência de um nível ótimo na relação entre capitais próprios e capitais alheios. O ponto ótimo é ajustado em função do equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos da dívida (Frank & Goyal, 2008). A teoria *Pecking-Order* introduz uma ordem de preferência nas decisões de financiamento, baseada na existência de assimetrias de informação e custos de transação (Myers & Maljuf, 1984).

A teoria dos Custos de agência analisa os conflitos de interesses entre gestores e proprietários. O problema de agência entre agentes origina custos, e esta teoria estuda a forma como a estrutura de capital pode mitigar estes conflitos e incentivar os gestores a agirem na defesa dos interesses dos proprietários (Jensen & Meckling, 1976).

Por fim, a teoria *Market Timing* pressupõe que as empresas beneficiam das imperfeições e das flutuações do mercado para otimizar os seus recursos, na medida em que os gestores emitem ações ou dívida quando o mercado está favorável. A determinação da estrutura de capital resulta do histórico das flutuações e do *timing* de mercado (Baker & Wurgler, 2002).

Estas teorias fornecem uma base sólida para a compreensão das decisões estratégicas tomadas pelos gestores das empresas, na determinação da estrutura de capitais. Em seguida será discutido detalhadamente cada uma das teorias financeiras mencionadas.

2.2.1 Teoria de Modigliani & Miller (1958; 1963)

Em 1958, Modigliani e Miller publicaram um artigo intitulado de *"The cost of capital, corporation finance and the theory of investment"*, que se tornou uma das bases do pensamento moderno no desenvolvimento do estudo da teoria da Estrutura de Capital. Estes autores argumentam contra a visão clássica de Durand (1952), ao defenderem a irrelevância da estrutura de capital, assente nos pressupostos da existência de um mercado perfeito, sem fricções, sem custos de falência e sem assimetrias de informação.

A abordagem de Modigliani e Miller (1958) demonstrou que o valor de uma empresa não era influenciado pela decisão de financiamento, que a criação de valor dependia somente dos rendimentos gerados pelos ativos e que o custo médio do capital seria semelhante às empresas de risco idêntico. Segundo estes autores, a taxa de rendibilidade do capital próprio assume uma função linear do endividamento. Contudo, o aumento de capital alheio provoca um aumento da rendibilidade exigida pelo acionista, de modo a compensar a maior exposição ao risco financeiro. Confirmando, assim, que as decisões de financiamento não tinham nenhum impacto no valor da empresa e na riqueza dos acionistas.

A teoria, apesar de competente, sustentava-se em pressupostos irrealistas e apresentava limitações, em virtude de não existir um mercado perfeito sem atritos. Desse modo, o estudo de Modigliani e Miller (1963), *"Corporate-Income taxes and the cost of capital - A correction",* surge como alteração à teoria inicial. Os autores incorporam o efeito fiscal e concluem que a política de financiamento tem influência no valor da empresa. De acordo com o estudo, Modigliani e Miller (1963), reconhecem os juros de financiamento enquanto encargo fiscal dedutível da base tributável. Assim, à medida que as empresas aumentam o capital alheio, minimizam o custo médio do capital e maximizam os resultados obtidos. O valor máximo da empresa ocorreria no momento em que a totalidade dos ativos fosse financiada por capital alheio.

Todavia, quando começaram a ser analisadas as imperfeições do mercado de capitais, verificou-se a existência de limites para a utilização de financiamento através de dívida externa. Se os resultados da empresa forem insuficientes para privilegiar a poupança fiscal inerente à dedutibilidade do juro, o endividamento irá reduzir o valor da empresa e aumentar as preocupações relacionadas com os custos de falência (Baxter, 1967).

As teorias de Modigliani e Miller (1958; 1963), embora sólidas, não eram consensuais. Assim, surgiram novas teorias com vista ao desenvolvimento do estudo das decisões da estrutura de capital.

2.2.2 Teoria *Trade-Off*

A Teoria *Trade-Off*, introduzida por Kraus e Litzenberger (1973), é desenvolvida a partir do modelo de Modigliani e Miller (1958; 1963) e assume a existência de uma estrutura ótima de capital, obtida através do *trade off* entre os custos e benefícios do recurso à dívida. No ponto ótimo, os custos de falência igualam os benefícios fiscais inerentes à utilização de capital alheio, esse equilíbrio permite a maximização do valor da empresa e da riqueza dos acionistas. No entanto, Myers (1977) expressa que o endividamento excessivo origina a diminuição do valor da empresa.

A utilização de endividamento possibilita vantagens relativamente à utilização de capitais próprios. Os benefícios associados à emissão de dívida resultam da natureza tributável, em virtude da dedutibilidade fiscal do juro, e resultam também da redução dos problemas de *free cash flow* (Fama & French, 2002; Faulkender & Smith, 2016). O aumento de endividamento permite às empresas reduzir o excedente de *cash flow* disponível e assim diminuir os conflitos de agência e os custos de falência, que são considerados os custos resultantes do financiamento da dívida (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984).

O aumento da utilização de capital alheio expõe a empresa à possibilidade de incumprimento financeiro, sobretudo se o *cash flow* operacional não for suficiente para cumprir as obrigações contratuais. Os encargos resultantes do aumento do nível de alavancagem e os custos/penalizações do incumprimento dos prazos estipulados para liquidação dos mesmos, aumentam a probabilidade de falência da empresa (Myers, 1977).

Na verdade, não existe um grau de endividamento ótimo para a generalidade do tecido empresarial. Conforme a teoria *Trade-Off,* empresas que ostentem maior capacidade para obter lucros, que apresentem maior dimensão ou que manifestem maior nível de ativos tangíveis, serão capazes de prestar melhores garantias aos agentes financeiros e, consequentemente, beneficiar de um custo de dívida mais reduzido.

Identificam-se na literatura, duas correntes da Teoria *Trade-Off*: a *Static Trade-off Theory* e a *Dynamic Trade-off Theory.*

De acordo com a *Static Trade-off Theory,* a alavancagem de uma empresa é determinada pelo *Trade-Off* entre os benefícios fiscais e os custos de falência, num único período de tempo. Esta abordagem teórica não reconhece a existência de custos de transação na emissão e compra de ações e títulos de dívida, não incorpora assimetrias de informação e possíveis conflitos de agência (Frank & Goyal, 2008).

No modelo dinâmico, a decisão de financiamento considera as opções previstas para o período seguinte. De acordo com Frank e Goyal (2008), os autores geralmente pressupõem a distribuição da totalidade dos excedentes financeiros pelos acionistas. Contudo, nos modelos de Hennessy e Whited (2005), os autores contrariam esta abordagem e introduzem a possibilidade de a empresa reter os fundos gerados.

Ao contrário dos modelos estáticos, os modelos dinâmicos reconhecem a existência de custos de transação na análise dinâmica da estrutura de capitais. Estes encargos resultam das despesas inerentes às operações de financiamento e originam a flutuação da estrutura de capitais no tempo. Assim, a *Dynamic Trade-off Theory* argumenta que o nível ótimo de alavancagem é ajustado gradualmente ao longo do tempo, em função de fatores endógenos e exógenos. As empresas ajustam a estrutura de capital para o seu valor ótimo quando os benefícios de o ajustamento superarem os custos.

2.2.3 Teoria *Pecking-Order*

A Teoria *Pecking-Order* inicialmente sugerida por Donaldson (1961) e posteriormente, desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Maljuf (1984), recusa a existência de uma estrutura ótima de capital e, considera que as organizações devem tomar decisões

financeiras baseadas numa hierarquia de financiamento, no sentido de diminuir o problema da assimetria de informação, que limita o acesso a dívida externa.

O estudo de Donaldson (1961) clarifica a preferência pelo financiamento gerado pela atividade em detrimento do recurso a capital alheio ou a capitais próprios, uma vez que a obtenção de financiamento externo origina custos de transação. No estudo desenvolvido por Myers e Maljuf (1984), os custos de seleção adversa advêm da assimetria de informação entre gestores e investidores, uma vez que os gestores detêm mais informação sobre o valor e as perspetivas futuras das empresas relativamente aos investidores externos.

Esta corrente teórica sugere que as empresas devem dar prioridade aos lucros gerados pela sua atividade, e apenas quando estes recursos se esgotam, recorrem a capital alheio para fazer face às suas necessidades. Em último recurso, na incapacidade de contrair dívidas de baixo risco, as empresas devem emitir capitais próprios ou novas ações (Myers, 1984; Fama & French, 2002; Acaravci, 2015).

A Teoria *Pecking-Order* especifica que uma empresa com maior capacidade de reter lucros, apresenta uma estrutura de capitais menos rígida, enquanto as empresas menos lucrativas recorrem mais a dívida de baixo risco, uma vez que não dispõem de fundos suficientes para financiar os programas de investimento (Rajan & Zingales, 1995; Fama & French, 2002). A estratégia financeira de esgotar os lucros retidos, antes de contrair dividas externas, está relacionada com o impacto negativo da dívida no valor da empresa (Luu, 2021).

Em alternativa à teoria estática do *Trade-Off,* Myers (1984) propôs a *modified Pecking-Order Theory*. Este modelo difere da teoria *Pecking-Order* tradicional e inclui elementos específicos da Teoria *Trade-off*, nomeadamente os custos de incumprimento financeiro e a assimetria de informação (Bontempi, 2002). Neste modelo alternativo, a decisão da estrutura de capitais, resulta da ponderação dos custos de financiamento externo, em relação aos fundos acumulados. Além disso, as empresas podem preservar a capacidade de endividamento futuro, optando por emitir capitais próprios a custos favoráveis, permitindo superar os problemas relacionados com a assimetria de informação da Teoria *Pecking-Order* tradicional (Myers, 1984).

Os autores associam frequentemente a Teoria *Pecking-Order* à decisão da estrutura de capital nas PME´s. Os acionistas das pequenas empresas apresentam resistência à abertura do capital da empresa a investidores externos, preferindo recorrer a fundos internos, de modo a manter a independência e o controlo da organização (Serrasqueiro & Caetano, 2015). Todavia, na impossibilidade de se autofinanciarem, as PME´s optam pelo recurso a dívida, uma vez que novas participações enfraquecem o poder de decisão dos atuais proprietários (Daskalakis & Psilaki, 2008).

As teorias, *Trade-Off* e *Pecking-Order,* não devem ser classificadas como mutuamente exclusivas, mas sim encaradas como abordagens complementares (Serrasqueiro & Nunes, 2012; Proença *et al.,* 2014). A maior relevância de cada teoria na decisão da estrutura de capital, deve levar em consideração as características específicas de cada empresa e a análise do ambiente que pode condicionar a atuação das organizações (Köksal & Orman, 2015).

2.2.4 Teoria dos Custos de Agência

A Teoria dos Custos de Agência, foi introduzida por Jensen e Meckling (1976), num estudo que fundamenta a relação entre os custos de agência e a estrutura de capitais das empresas. A teoria é baseada nos conflitos de interesses entre *stakeholders*, que influenciam as decisões financeiras. Segundo os autores, os custos de agência provêm da separação e delegação de poderes por parte dos acionistas (principal) aos gestores (agentes), expondo-os a riscos nem sempre bem recompensados. Os custos de agência podem ser minimizados com a implementação de mecanismos de governação que visem controlar as ações e os interesses das partes envolvidas.

O primeiro problema de agência surge quando um agente com poderes de gestão, age para atribuir a si próprio regalias e recompensas excessivas, em prejuízo do principal interesse do acionista sendo este a maximização do valor da empresa (Neves *et al.,* 2020).

O gestor privilegia de informação que o proprietário não possui. A partir deste problema de assimetria de informação entre o principal e o agente pode resultar, por parte do gestor, a ocultação de informação e atos imorais relevantes, com o objetivo de maximizar a sua utilidade e obter benefícios pessoais (Ross, 1973; Jensen & Meckling, 1976).

De acordo com Jensen e Meckling (1976), o alinhamento de interesses entre as partes pode ser estabelecido com o aumento da participação do gestor no capital social da empresa.

Em relação aos conflitos entre proprietários/gestores e credores, estes emergem quando o acionista, no sentido de aumentar a sua riqueza, adota estratégias que prejudicam os credores. O credor não está disposto a financiar projetos de alto risco, por vezes com valor atual líquido negativo, sob pena, em caso de fracasso, ter de assumir os custos do investimento.

Os conflitos de agência podem influenciar de forma direta a estrutura de capitais e a criação de valor de uma empresa. Os custos de agência, provocados pelos conflitos de interesses e pelas assimetrias de informação, são minimizados através do recurso a endividamento externo, uma vez que o aumento da dívida, traduz-se na diminuição do *free cash flow* disponível para o gestor investir em projetos pouco rentáveis com VAL negativo, ou em compensações pessoais (Jensen, 1986; Stulz, 1988). Apesar da dívida aumentar o risco, acaba por servir de mecanismo disciplinador do comportamento do gestor (Harris & Raviv, 1990)

Sob outra perspetiva, os proprietários tendem a diminuir a emissão de dívida, rejeitando projetos de risco e rendibilidade elevados, porque em caso de sucesso grande parte dos benefícios obtidos revertem para os credores. Os custos de agência associados ao subinvestimento, podem ser mitigados com emissão de dívida com prazos de maturidade mais curtos, uma vez que o endividamento de curto prazo permite a renegociação na data de renovação do contrato, de acordo com a avaliação da reputação de cada mutuário (Myers, 1977).

2.2.5 Teoria *Market Timing*

A Teoria *Market Timing* foi introduzida por Baker e Wurgler (2002). Segundo os autores, uma empresa emite ações a preços elevados e recompra a preços mais baixos, beneficiando das imperfeições e das flutuações do mercado de capitais, que possibilitam, através de estratégias financeiras, a obtenção de encaixes com menor custo, quando comparado com o custo de outros recursos de financiamento alternativos. As empresas aproveitam tendências favoráveis para otimizar os seus recursos em oportunidades de

investimento. À luz da Teoria *Market Timing,* a estrutura de capitais de uma empresa é resultado do histórico de tentativas passadas de aproveitamento das flutuações e do *timing* de mercado.

Podemos afirmar que a Teoria *Market Timing* se assemelha à Teoria *Pecking-Order,* em virtude de negar a existência de um nível ótimo de endividamento e, ainda, pela possibilidade de explorar assimetrias de informação, em benefício da maximização do valor da empresa.

O *Market-to-book ratio* avalia a relação entre o valor da empresa no mercado e o valor contabilístico da mesma. Este rácio apresenta uma relação negativa com o nível de endividamento (Baker e Wurgler, 2002). Quando o preço das ações em circulação no mercado é consideravelmente superior ao valor contabilístico das ações num determinado momento, o *Market-to-book ratio* é elevado, o que indica que a empresa está sobreavaliada e os gestores tendem a emitir novas ações. Porém, se da relação anterior resultar um *Market-to-book ratio* reduzido, a empresa encontra-se subavaliada e os gestores optam pela emissão de dívida.

2.3 Determinantes da Estrutura de Capital: Fundamentação Teórica e Desenvolvimento das Hipóteses

Ao longo de décadas a estrutura de capitais, retratada pela combinação das diferentes fontes de financiamento para suporte a operações e a investimentos futuros, surge como tópico central nas decisões de gestão empresarial. A determinação da relação entre dívida e capitais próprios é um processo complexo, influenciado por uma variedade de fatores.

O processo de decisão é regulado por fatores endógenos e exógenos. Entre os fatores endógenos pode ser destacado a capacidade da empresa em gerar *cash flows* estáveis que lhe permita ser rentável, a dimensão e a propriedade de gestão. No que diz respeito aos fatores exógenos, estes incluem o ambiente económico. Estes fatores moldam o comportamento do gestor e a estratégia utilizada.

Autores como Mokhova e Zinecker (2014) e Deesomsak, Paudyal e Pescetto (2004) desenvolveram estudos na tentativa de fundamentar a importância das variáveis

específicas de cada empresa, do setor, do ambiente macroeconómico e da estrutura de propriedade, nas decisões financeiras das organizações.

As variáveis específicas tradicionais são as mais abordadas pela literatura empírica, a maioria dos estudos analisados relacionam estas características com os níveis de endividamento das empresas (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Santos, Moreira & Vieira, 2014; Matias & Serrasqueiro, 2017). As relações obtidas entre as características específicas de cada empresa e os rácios da dívida podem variar de estudo para estudo, em função de outros fatores. O tipo de empresa, o setor, o país e as restrições legais e culturais, constituem necessidades financeiras distintas.

Neves, Almeida e Vieira (2022) investigaram o que influência a estrutura de capitais de empresas de 7 países europeus. Os resultados obtidos apontam que não só as características específicas das empresas, mas também, o ambiente macroeconómico assume um papel-chave na determinação da estrutura de capital. Os autores D´Amato (2020) e Prakash, Maheshwari & Hawaldar (2023) destacaram períodos de crise económica para concluir que o ambiente macroeconómico influência a forma como os fatores determinantes da estrutura de capitais, afetam as decisões financeiras. Outros autores como Rajan e Zingales (1995); Bokpin (2009); Neves *et al.,* (2020) também destacaram a importância dos fatores macroeconómicos para determinar e explicar as decisões da estrutura de capitais.

Vários estudos anteriores, como, por exemplo, Short, Keasey e Duxbury (2002) e Vijayakumaran e Vijayakumaran (2019), observaram que as variáveis de propriedade produzem um efeito significativo na estrutura de capital. Por sua vez, Tayachi, Hunjra, Jones, Mehmood e Al-Faryan (2023) assinalam que esse efeito diverge em função do desenvolvimento económico e social do país, onde as empresas em análise se inserem.

De seguida, damos especial enfoque às variáveis selecionadas e à literatura empírica analisada, de forma a fornecer *insights* valiosos para avaliar e compreender a importância dos determinantes da estrutura de capitais.

2.3.1 Características Especificas das Empresas

2.3.1.1 Rendibilidade Do Capital Próprio (ROE)

O que distingue os fatores que influenciam a maturidade da dívida nos hospitais públicos e privados? O caso Português.

A rendibilidade manifesta-se como um fator fundamental na avaliação de desempenho de uma empresa. Os indicadores de rendibilidade são uma ferramenta útil na determinação de políticas internas vitais para as organizações (Markonah, Salim & Franciska, 2020). Uma empresa que obtenha maiores lucros, por consequência mais rentável, apresenta maior capacidade para financiar as suas operações e investimentos futuros com recurso a fundos internos acumulados (Rajan & Zingales, 1995). A teoria *Pecking-Order* antevê que empresas com maior rendibilidade, ostentem maiores níveis de *free cash flow*, o que evidencia a menor necessidade de recorrer a dívida.

A literatura empírica não encontra resultados consistentes na análise do efeito da rendibilidade no endividamento das empresas. Al-Najjar e Taylor (2008), estudaram os determinantes da estrutura de capital utilizando dados em painel, e considerando uma amostra de 86 empresas não financeiras da Jordânia durante o período de 1994 a 2003, encontraram uma relação negativa. Estes autores verificaram que as empresas da Jordânia mais rentáveis preferem o financiamento interno ao financiamento por dívida externa. Da mesma forma, os estudos de Zani, Tomedi, Macagnan e Portal (2014); Albart, Sinaga, Santosa e Andati (2020); Dini, Vanessa e Juvina (2022), encontraram evidências que suportam uma relação negativa e significativa entre a rendibilidade financeira e o endividamento.

Benkraiem e Gurau (2013), num estudo de pequenas e médias empresas francesas, concluem que as PME´s mais rentáveis privilegiam o autofinanciamento, mantendo intacto o poder de decisão dos atuais acionistas. Contudo, no caso de haver necessidade em recorrer a dívida externa, os gestores das PME´s estão mais interessados em contrair dívida com prazos de maturidade mais reduzidos, em virtude da dívida de longo prazo apresentar custos de transação e de serviço da dívida mais elevados (Daskalakis & Psillaki, 2008). Particularmente, as linhas de financiamento de curto prazo são mais flexíveis e mais facilmente amortizadas (Degryse, Goeij & Kappert, 2012).

Não obstante, a literatura encontra resultados divergentes, frequentemente sustentados pela teoria *Trade-Off*. Esta corrente teórica prevê e defende uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento, uma vez que empresas mais rentáveis podem beneficiar de maior vantagem obtida pela dedutibilidade fiscal dos juros de financiamento (Neves

et al., 2022a). É expectável que os investidores externos optem por investir os seus fundos em empresas mais rentáveis. Além da natureza tributável, as empresas mais lucrativas enfrentam menor risco de incumprimento financeiro e menos custos de falência, o que se traduz num sinal positivo pelas garantias prestadas aos agentes financeiros. Estas empresas dispõem de maior facilidade no acesso às fontes de financiamento, e emitem dívida a um preço mais baixo (Frank & Goyal, 2008; Neves *et al.*, 2020).

De acordo com Jensen (1986), a alavancagem contribui para a diminuição dos conflitos de agência. O endividamento, mediante o aumento dos encargos financeiros e a consequente redução do *free cash flow,* incentiva os gestores a agir de uma forma disciplinada na procura de projetos de investimento eficientes, que beneficiem os acionistas e que acrescentem valor à empresa. Além disso, a opção pelo endividamento mitiga os problemas relacionados com a assimetria de informação entre gestor/proprietário e credor, uma vez que o credor solicita a prestação de informações financeiras regularmente, de modo a monitorizar e a avaliar o risco de incumprimento financeiro. Para Sari e Sedana (2020), o aumento da dívida envia um sinal ao mercado como a empresa é rentável e está com perspetivas de crescimento futuro.

Nguyen e Nguyen (2020), usando dados anuais em painel, investigaram os fatores que afetam a estrutura de capitais de 290 empresas não financeiras cotadas na bolsa de valores vietnamita, no período de 2010 a 2018. Os autores a partir da regressão GMM, verificaram que a rendibilidade financeira tem um impacto positivo no endividamento. As empresas que estrategicamente, de modo a financiar projetos futuros, recorrerem a financiamento externo, preferem fazê-lo através de capital alheio, em vez de efetuarem aumentos de capital, devido à emissão de novas ações (ou de capital próprio) ser uma fonte de financiamento com maior custo associado (Fama & French, 2002).

Pacheco e Tavares (2017), numa análise aos fatores determinantes da estrutura de capitais de 43 PME´s portuguesas do setor da hotelaria e restauração, por meio de dados em painel entre 2004 e 2013, aferiram uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento total. No entanto, estes autores não encontram significância para a rendibilidade na dívida de longo prazo e na dívida de curto prazo. Em sentido oposto, Sudiyatno, Nugroho, Susilawati e Nurhayati (2019) não obtiveram efeito significativo entre a rendibilidade e

endividamento total. Enquanto Granado, Pacheco e Vieira (2022) num estudo de 2015 a 2019, sobre as decisões da estrutura de capital de 449 empresas portuguesas da indústria têxtil e de vestuário, realçam a inexistência de significância na relação com todos os rácios da dívida, ou seja, com a dívida total, dívida de longo e de curto prazo.

Considerando a ausência de resultados consensuais apresentados na literatura acima mencionada, formulam-se as seguintes hipóteses:

H1: Existe uma relação significativa entre a rendibilidade e o endividamento total;

H1a): Existe uma relação significativa entre a rendibilidade e o endividamento de longo prazo;

H1b): Existe uma relação significativa entre a rendibilidade e o endividamento de curto prazo.

2.3.1.2 Dimensão

A dimensão é um fator determinante que pode influenciar a estratégia financeira adotada na decisão da estrutura de capital das organizações assim como no acesso ao financiamento. Geralmente, empresas de maiores dimensões, têm à sua disposição diversificadas fontes de financiamento, em virtude da maior visibilidade, da reputação junto dos credores, do histórico financeiro, da diversificação das suas atividades e da capacidade de demonstrar solidez (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Kenourgios, Savvakis & Papageorgiou, 2020). Além disso, as grandes empresas divulgam informação com maior transparência, apresentam menores custos de agência, e como são mais diversificadas diminuem a probabilidade de falência, o que aumenta a confiança do credor (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Stoiljkovic, Tomic, Lekovic & Matic, 2022).

A teoria do *Trade-off* relaciona positivamente a dimensão da empresa e o endividamento. As grandes empresas têm maior probabilidade em apresentar periodicamente resultados mais positivos, logo são capazes de contrair dívida em condições mais vantajosas, beneficiando da poupança fiscal. Este tipo de empresas sustenta maiores níveis de endividamento sem comprometer a capacidade de saldar as obrigações juntos dos credores, geram fluxos de caixa mais estáveis e ostentam ativos com valor significativo,

que servem de garantias reais na negociação de crédito (DeAngelo & Masulis, 1980; Harris & Raviv, 1991; Rajan & Zingales, 1995; Ferreira & Vilela, 2004; Stoiljkovic *et al.,* 2022). Por sua vez, as empresas mais pequenas são mais opacas a nível informacional, e consequentemente, enfrentam maiores dificuldades em obter financiamento externo a um custo suportável (Beck, Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 2008).

Santos *et al.,* (2014), utilizando dados em painel, analisaram uma amostra composta por 694 empresas de 12 países da Europa Ocidental durante o período de 2002 e 2006. Os resultados assinalam uma relação significativa e positiva entre a dimensão e o endividamento. Estes autores afirmam que a relação obtida sugere que a dívida é um instrumento que ajuda a resolver problemas de *free cash flow*, que afeta em maior escala as empresas de maior dimensão. López-Gracia e Sogorb-Mira (2008) que, usando a metodologia de dados em painel, investigaram as políticas financeiras de 3 569 PME´s espanholas entre os anos de 1995 e 2004, encontraram também evidências que a dimensão é um fator fundamental que influencia positivamente o endividamento das empresas em estudo. Embora as PME´s enfrentem restrições no acesso ao mercado de crédito, as PME´s de maior dimensão são mais equilibradas e enfrentam menor risco de falência, o que se traduz numa maior capacidade em emitir dívida externa. Um número considerável de estudos empíricos, sustentam a mesma relação positiva entre a dimensão das empresas e a alavancagem (Serrasqueiro & Caetano, 2015; Matias, Salsa & Afonso, 2018; Fitzgerald & Ryan, 2019;)

Matias e Serrasqueiro (2017) num estudo sobre os determinantes da estrutura de capital de 11 016 PME´s de diferentes regiões de Portugal, utilizaram dados em painel para o período entre 2007 e 2011. Os autores argumentam uma relação positiva entre a dimensão e os três rácios da dívida. Ainda no contexto de empresas portuguesas, Pacheco (2016) analisou através de dados em painel, a estrutura de capital de 3 164 PME´s, evidenciando uma relação positiva para o endividamento total e para o endividamento de médio e longo prazo. O autor não encontrou significância para o endividamento de curto prazo, o que indica que empresas maiores estão dispostas a contrair dívida de médio e longo prazo, devido ao menor risco e ao facto de os encargos de financiamento serem mais reduzidos.

Todavia, a literatura não é consistente e verificam-se relações alternativas. Recorrendo a dados em painel dinâmicos (GMM), e a partir de uma amostra de 1 568 empresas de 7 países europeus no período de 2010 – 2016, Neves *et al.*, (2022a) estudaram a forma como as características específicas das empresas podem influenciar o endividamento, obtendo uma relação significativa e negativa entre a dimensão e o endividamento total. A mesma relação negativa foi encontrada por Ab Wahab e Ramli (2014), num estudo sobre os determinantes da estrutura de capital de 79 empresas Turcas, recorrendo a dados em painel durante o período de 1993 a 2010. Os autores, argumentam que as grandes empresas geram *cash flows* mais estáveis e podem reter os lucros gerados para fazer face ao investimento em projetos futuros, reduzindo a necessidade de recorrer a financiamento externo. Outra explicação possível é a de que as empresas de maior dimensão, sofrem de menor seleção adversa e conseguem mais facilmente emitir capital próprio (Köksal & Orman, 2015). O resultado verificado é coerente com a teoria *Pecking-Order* e com os estudos de Nunkoo e Boateng (2010); Acaravci (2015); Ramli, Latan e Solovida (2019).

Por sua vez, Lisboa (2019) analisou 647 empresas portuguesas da indústria de moldes para o período de 2010 a 2017, utilizando dados em painel e encontrou evidências que comprovam a associação negativa entre a dimensão e os três rácios de endividamento. A autora indica que as empresas do setor exportam grande parte da produção e utilizam alta tecnologia, o que torna inevitável que as pequenas empresas, na dificuldade de se autofinanciarem, procurem alternativas para sustentar o investimento. Já Munawar (2020) obteve uma relação negativa entre a dimensão e o rácio de endividamento total e o de endividamento de médio e longo prazo, não encontrando significância para o curto prazo.

Podemos considerar que o efeito da dimensão no endividamento das empresas, pode estar dependente da maturidade da dívida. Serrasqueiro e Nunes (2012); Proença *et al.,* (2014) Tulcanaza Prieto e Lee (2019), identificaram uma relação negativa para o endividamento de curto prazo e relação positiva para o endividamento de médio e longo prazo. A dívida de médio e longo prazo permite às grandes empresas reduzir os custos de transação, o que torna expectável que as empresas aumentem a maturidade da dívida à medida que aumentam a sua dimensão (Wald, 1999; Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera & Di Pietro, 2013). Por outro lado, as pequenas empresas devido às suas características, aos problemas relacionados com assimetrias de informação e ao risco corrido pelo credor, enfrentam

maiores custos de transação no acesso à dívida de médio e longo prazo, forçando-as a recorrer a dívida com maturidade mais curta (Matias & Serrasqueiro, 2017). Ramalho e da Silva (2009), para uma amostra de PME´s, verificaram relação negativa entre a dimensão e o endividamento de médio e longo prazo, o que confirma a ideia de que os elevados custos de transação limitam as empresas de menor dimensão a emitir dívida com maturidade a longo prazo.

Além das relações anteriormente apresentadas, Kim e Sorensen (1986) e Ghazouani (2013) não encontraram evidências significativas para concluir que a dimensão determina o nível de endividamento das empresas.

Devido à divergência da literatura, estabelecem-se as seguintes hipóteses:

H2: Existe uma relação significativa entre a dimensão e o endividamento total;

H2a): Existe uma relação significativa entre a dimensão e o endividamento de longo prazo;

H2b): Existe uma relação significativa entre a dimensão e o endividamento de curto prazo.

2.3.1.3 Liquidez

A Liquidez é um indicador que avalia a capacidade de uma empresa em saldar as suas obrigações de curto prazo recorrendo a ativos facilmente convertíveis em meios financeiros líquidos, e é um fator fundamental para as decisões da estrutura de capital. Uma empresa que apresente índices de liquidez saudáveis, assegura um fundo de maneio positivo e lucros acumulados suficientes para financiar os projetos de investimento e a atividade operacional.

Uma empresa com níveis altos de liquidez pode possibilitar oportunidades aos atuais acionistas de expropriarem os recursos da empresa, nomeadamente utilizando os fundos para benefícios próprios através do pagamento excessivo de dividendos, ou aplicando esses fundos em projetos de investimento demasiado arriscados. Assim, os custos de agência tornam-se elevados e os credores tendem a limitar o financiamento às empresas, de modo a proteger os seus interesses (Jensen, 1986).

O estudo de Mazur (2007), que ao investigar qual das teorias tradicionais da estrutura de capital fornece uma melhor visão para as decisões de financiamento de 238 empresas polacas, para um período entre 2000 e 2004, concluiu que a liquidez é o fator chave para explicar a variação da estrutura de capital das empresas em estudo, e que o coeficiente obtido na relação entre a liquidez e o endividamento é negativo. As empresas com elevados níveis de liquidez, têm maiores ativos líquidos que podem canalizar para financiar os seus investimentos, em vez de recorrer a financiamento externo que acarreta riscos (Ozkan, 2001), especialmente se as empresas não forem capazes de gerar fluxos de caixa suficientes para fazer face ao pagamento do serviço da dívida. A relação negativa entre a liquidez e o endividamento, está de acordo com a teoria *Pecking-Order* e com a maioria da literatura empírica analisada, como os estudos de Deesomsak *et al.* (2004); Sheikh e Wang (2011); Ramli, Latan e Solovida (2019).

Em alternativa, a teoria *Trade-Off* prevê que a liquidez exerça um efeito positivo no endividamento. As empresas com maiores níveis de liquidez, possuem recursos disponíveis para cumprir as obrigações resultantes da emissão de dívida. Relativamente ao custo do capital alheio, a liquidez aumenta a confiança do credor e permite à empresa negociar melhores condições financeiras. Por outro lado, empresas com menor liquidez enfrentam custos de financiamento elevados e restrições no acesso ao crédito. Vo (2017) afirma que empresas com maiores rácios de liquidez podem aumentar os níveis de endividamento, já que possuem maior capacidade para saldar as obrigações de curto prazo.

No contexto português, Neves *et al.,* (2020), num estudo sobre os fatores determinantes da estrutura de capital, utilizando dados em painel para uma primeira amostra de 37 grandes empresas cotadas na Euronext Lisbon e uma segunda amostra de 4.233 PME´s portuguesas, ambas durante o período de 2010 a 2016, obtiveram uma relação negativa entre a liquidez e os três rácios da dívida, para a amostra das grandes empresas. No entanto, considerando a amostra das PME´s, verifica-se uma relação negativa entre a liquidez e o endividamento total e o de curto prazo, não obtendo evidências significativas para o endividamento de médio e longo prazo. O que sugere que as características da empresa e a maturidade da dívida pode ter influência nas relações obtidas.

Já Proença *et al.,* (2014) num estudo sobre os determinantes da estrutura de capital de 12 857 PME´s portuguesas, para período entre 2007 e 2010, encontraram uma relação negativa entre a liquidez e o endividamento de curto prazo e relação positiva entre a liquidez e o endividamento de médio e longo prazo. Relação idêntica foi encontrada por Mateev, Poutziouris e Ivanov (2013), num estudo de 3 175 PME´s de 7 países da Europa Central e oeste. Os autores referem que as PME´s com maior liquidez, para sustentar o seu crescimento, recorrem a financiamento com maturidade mais longa. Ao passo que PME´s com passivos correntes mais elevados utilizam linhas de financiamento com maturidade mais curta. Além do mencionado, as empresas mais líquidas geram fluxos de caixa capazes de cumprir as obrigações de curto prazo e, portanto, emitem menos dívida de curto prazo. Contudo, como estas empresas refletem menor possibilidade de falência e podem mais facilmente obter empréstimos de longo prazo (Lisboa, 2019).

Por sua vez, Lisboa (2017) com o objetivo de identificar os fatores determinantes da estrutura de capital de 277 PME´s exportadoras portuguesas, utilizando a metodologia de dados em painel para o período de 2008-2014, argumenta uma forte relação negativa entre a liquidez e a dívida total e entre a liquidez e a dívida de curto prazo. As PME´s exportadoras com maior liquidez, apresentam capacidade para reter fundos gerados, e acabam por não ter necessidade de recorrer a dívida de curto prazo para financiar tesouraria. Todavia, a autora encontrou uma relação positiva com a dívida de médio e longo prazo, uma vez que liquidez confere capacidade à empresa para liquidar as obrigações contratadas. Verificam-se as mesmas relações entre a liquidez e os três rácios da dívida no estudo de Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016).

Porém, Ab Wahab & Ramli (2014) utilizando uma amostra relativa ao período de 1997 a 2009, estudaram a influência das características específicas de 13 empresas cotadas na bolsa de valores da Malásia, nas decisões da estrutura de capital. Embora, a relação obtida com a dívida total seja negativa, os mesmos autores não encontraram evidências estatísticas para afirmar que a liquidez tem impacto na emissão de dívida de longo prazo. É expectável que as empresas utilizem os ativos de curto prazo para financiar as obrigações de curto prazo, e assim recorrer menos a endividamento com maturidades mais longas.

Com base na literatura prévia, formulam-se as seguintes hipóteses:

H3: Existe uma relação significativa entre a liquidez e o endividamento total;

H3a): Existe uma relação significativa entre a liquidez e o endividamento de longo prazo;

H3b): Existe uma relação significativa entre a liquidez e o endividamento de curto prazo.

2.3.1.4 Gastos Sociais

Os gastos sociais são uma parcela dos custos operacionais, que impactam os resultados gerados pela empresa. Na realidade de muitas organizações, essa parcela é significativa e pode aumentar o risco operacional, se o custo não for adequadamente controlado em relação à receita.

No mesmo sentido, se o crescimento da receita não acompanhar o aumento dos gastos sociais, as empresas perdem capacidade de acumular fundos internos. De acordo com a teoria *Pecking-Order,* a diminuição da margem de contribuição obriga as empresas a recorrer a financiamento externo para fazer face às suas responsabilidades.

Sob outra perspetiva, as preocupações relacionadas com nível salarial dos funcionários, são essenciais para o desempenho profissional. As características distintas de cada funcionário pode gerar valor acrescentado (Proença, Neves, Rego e Pinto, 2023), e contribuir para o aumento da competitividade da empresa no mercado, e para a obtenção de melhores resultados financeiros. A remuneração estratégica é uma forma eficaz de reter talento e aumentar lucros (Gupta & Shaw, 2014).

No que reporta ao setor da prestação de serviços, o capital humano é mais significativo que os ativos tangíveis e contribui para o aumento da *performance* e da produtividade. Pelo que, se torna essencial, manter os funcionários incentivados, oferecendo salários justos e outros benefícios que promovam motivação e a melhoria da qualidade de vida do colaborador (Kamath, 2008). Assim, níveis de remuneração mais elevados e melhores condições de trabalho aumentam influenciam positivamente a rendibilidade (Neves, Castanheira, Dias, Silva & Cancela, 2022).

As empresas mais rentáveis apresentam maior capacidade para financiar a atividade operacional e projetos futuros de investimento, com recurso a capitais próprios, sem

necessidade de contrair dívidas (Rajan & Zingales, 1995). Assim, as despesas sociais podem ter um efeito negativo no endividamento.

Por outro lado, o aumento das remunerações oferecidas aos trabalhadores, traduz-se numa menor estabilidade dos *cash flows* gerados. O aumento da alavancagem operacional, cria uma pressão financeira adicional, que pode obrigar as empresas a reduzir o risco financeiro, para compensar o risco operacional (Kahl, Lunn & Nilsson, 2012). Além disso, o aumento dos gastos sociais, diminuem os resultados operacionais. Por conseguinte, e de acordo com a teoria *Trade-Off*, esse custo pode servir de substituto do escudo fiscal da dívida, na medida em que para níveis baixos de dívida empresarial, a diminuição dos resultados operacionais, diminui a base tributável.

Contudo, as empresas que revelem preocupações com a responsabilidade social corporativa e valorizem o colaborador como parte fundamental do sucesso, podem atrair novos investidores (Neves *et al.,* 2022b). A imagem e reputação positiva juntos dos credores, pode atenuar o custo relacionado com o endividamento e ser um argumento para as empresas aumentarem os níveis de dívida (Cheng, Ioannou & Serafeim, 2014).

Lin, Liang, Chiu e Chen, (2019) afirmam que as empresas que suportam maior endividamento e que, ao mesmo tempo, remuneram os seus funcionários com salários mais elevados, esperam um impacto empresarial positivo.

A retenção, nos quadros da empresa, de funcionários talentosos com uma política de remunerações adequada, bem como, o investimento no desenvolvimento do capital humano pode criar uma estrutura humana capaz de impulsionar o investimento em novas tecnologias, pesquisa e desenvolvimento. Como a inovação empresarial é dispendiosa e, sendo financiamento interno insuficiente, as empresas procuram contrair mais dívidas (Myers & Majluf, 1984).

No entanto, Gupta e Shaw (2014) afirmam que os colaboradores podem abdicar de defender primordialmente os interesses das entidades empregadoras, em benefício dos seus próprios interesses, especificamente na procura de uma remuneração mais elevada, o que pode levar a uma *performance* menos eficiente. Nesse sentido, o desempenho negativo aumenta a necessidade de recorrer a dívida, nomeadamente de curto prazo, para financiar obrigações imediatas de tesouraria.

Pela falta de informação na literatura empírica, para esta variável específica, apresentam-se as seguintes hipóteses:

H4: Existe uma relação significativa entre os gastos sociais e o endividamento total;

H4a): Existe uma relação significativa entre os gastos sociais e o endividamento de longo prazo;

H4b): Existe uma relação significativa entre os gastos sociais e o endividamento de curto prazo.

2.3.2 Características do Ambiente Macroeconómico

2.3.2.1 Covid-19

A crise origina uma conjuntura inesperada e uma ameaça aos resultados das empresas, que afeta negativamente a estrutura das organizações, caso estas não tenham capacidade de dar resposta às dificuldades (Coyne, 2011).

A pandemia da Covid-19 afetou em larga escala todos os aspetos da sociedade, desde as ligações interpessoais até à economia global (Han & Chung, 2023). Esta crise de saúde pública, como ficou entendida, trouxe desafios inéditos paras as empresas de todos os pontos do globo. Com as restrições ao normal funcionamento das atividades, a incerteza e a volatilidade dos mercados, a crise pandémica provocou, não só uma recessão da economia global, mas também uma quebra nos *cash flows* gerados e nos indicadores de rendibilidade das empresas (Alessa *et al.,* 2021; Hu & Zhang, 2021; Cho & Saki, 2022), o que pode obrigar as empresas a repensar a estratégia financeira, que vise a alteração dos fundos previstos para investimento e, até, a cortes nas despesas correntes

As crises, incluindo a crise económica global e a crise da Covid-19, podem ter um impacto significativo nos níveis de dívida dos hospitais públicos e privados. Na verdade, há semelhanças entre os vários tipos de crise que podem afetar os níveis de endividamento. Por exemplo, durante períodos de crise, seja qual for a sua origem, as receitas dos hospitais, tanto públicos quanto privados, podem diminuir à medida que as pessoas perdem os seus empregos ou têm uma redução nos seus rendimentos. Isso pode resultar em menos pessoas com seguro de saúde ou capacidade reduzida de pagar pelos serviços médicos, afetando assim as receitas hospitalares. A pandemia COVID-19 levou a um

aumento nos custos operacionais e, em alguns casos, à necessidade de expansão rápida das instalações hospitalares, com implicações no aumento dos níveis de endividamento (Neves, Leite, Dias, Silva e Serrasqueiro, 2023). Os mesmos autores referem que também nos anos de pandemia, os custos dos insumos médicos essenciais, como equipamentos de proteção individual e medicamentos, podem aumentar devido à alta procura. Isso pode pressionar os orçamentos dos hospitais, levando a um aumento na dívida. Ao mesmo tempo os projetos de expansão podem ficar interrompidos levando a alterações na estrutura de capital.

Li, Strahan e Zhang (2020), demonstraram que a procura por liquidez, por parte das empresas americanas, atingiu níveis históricos durante o período inicial da crise pandémica. As empresas recorreram aos seus bancos de modo a aumentar os níveis de liquidez, antecipando as restrições económicas provocadas pelo confinamento, e a consequente diminuição dos fluxos de caixa futuros. Os mesmos autores constataram que o setor bancário americano, assistiu ao aumento dos empréstimos bancários, mas que por cada dólar de novos empréstimos concedidos, houve cerca de dois dólares de depósitos bancários adicionais. A incerteza macroeconómica aumenta a preocupação dos *stakeholders*, e as empresas tendem a deter mais ativos líquidos, com o objetivo de se proteger contra as adversidades (Bates, Kahle & Stulz, 2009).

Autores como Prakash *et al.,* (2023) analisaram o impacto da pandemia da Covid-19, na estrutura de capital das empresas que constituem o índice BSE 500. Recorrendo a dados em painel, e considerando um período de análise entre os anos 2015 e 2020, os autores concluíram que durante o ano de pandemia, os níveis de endividamento reduziram consideravelmente, independentemente da maturidade da dívida. Os resultados sugerem que os custos e o risco de falência aumentam em períodos de incerteza, e que as empresas não se sentem confiantes para investir em novos projetos, sob pena de agravarem a sua situação financeira (Kraus e Litzenberger, 1973).

A mesma relação negativa com os três rácios da dívida, foi encontrada por D'Amato (2020), num estudo sobre o efeito da crise financeira mundial nas decisões financeiras de 14 500 PME´s italianas. O autor recorreu a dados em painel e destacou os anos de 2009 a 2012 com uma variável *dummy,* com a finalidade de identificar o período de crise. A

investigação reflete que as PME´s diminuem a procura por capital alheio durante as recessões, em virtude de enfrentarem maiores restrições no acesso a crédito. Contudo, de acordo com Cowling, Liu e Ledger (2012), em períodos marcados por preocupações macroeconómicas, as empresas maiores e mais velhas obtêm recursos externos com maior facilidade.

Todavia, também poderão existir relações positivas entre os períodos e a alavancagem. Alves e Francisco (2015) avaliaram o impacto das características específicas das empresas na estrutura de capital, durante as crises financeiras. Os autores utilizando dados em painel, destacaram através de variáveis *dummy*: os anos de 2001 e 2001 (colapso dot.com), 2007 e 2008 (crise do *subprime*), 2010 e 2011 (crise da dívida soberana europeia) e, ainda uma variável agregadora dos anos correspondentes aos períodos de crise considerados. O estudo realça a diferença nos resultados obtidos para os diferentes períodos de crise. A relação com o endividamento é positiva para a crise da dot.com, negativa para a crise da dívida soberana e não significativa para a crise do *subrime*. Em relação à variável agregadora podemos verificar que a relação com o endividamento total é positiva. No que respeita à maturidade da dívida, os autores concluem uma relação positiva com o endividamento de curto prazo, mas uma relação negativa com o endividamento de médio e longo prazo. Este facto deve-se aos problemas de assimetria de informação sentidos em períodos de recessão, que afeta essencialmente o acesso à dívida de longo prazo (Custódio, Ferreira & Laureano, 2013).

Sob outra perspetiva, Mouton e Pelcher (2023), argumentam que no período marcado pela crise pandémica, as empresas, em estudo, do mercado retalhista da África do Sul procuram aumentar os níveis de dívida. A relação positiva pode ser explicada pelo facto de as empresas deste setor privilegiarem de uma flexibilidade financeira que lhes concede maior capacidade para negociar junto dos credores e, assim, ultrapassar as quebras de receita futuras (Fahlenbrach, Rageth & Stulz, 2021).

Sob outra perspetiva, Lisboa (2017) numa análise aos três rácios da dívida, não encontrou evidências que sustentem a tese de que os períodos marcados pela crise, têm efeito nas decisões da estrutura de capital das empresas. Deesomsak, *et al.,* (2004), numa investigação ao impacto da crise financeira asiática de 1997, verificaram que a crise

alterou o papel de alguns fatores determinantes na decisão da estrutura de capital. No entanto, os efeitos provocados são variáveis, dependendo do país em análise.

Por conseguinte, podemos afirmar que a recessão económica afeta de forma diferente o tecido empresarial, e que deve-se ter em consideração as características específicas de cada empresa, assim como o setor e o país onde operam.

Com base nos argumentos apresentados, formulam-se as seguintes hipóteses:

H5: Existe uma relação significativa entre a Covid-19 o endividamento total;

H5a): Existe uma relação significativa entre a Covid-19 e o endividamento de longo prazo;

H5b): Existe uma relação significativa entre a Covid-19 e o endividamento de curto prazo.

2.3.2.2 Produto Interno Bruto

A análise de fatores macroeconómicos assume um papel fundamental na compreensão das decisões de financiamento das empresas. O PIB é considerado, pela literatura financeira, como um indicador relevante do desempenho económico de um país (Bokpin 2009; Mokhova & Zinecker, 2014). O crescimento do PIB reflete a atividade económica geral, num determinado período, num determinado país, cidade ou região, em comparação com o período anterior.

O ambiente macroeconómico fornece informação valiosa para os gestores e influência o maior ou menor peso da dívida, na estrutura de capital de uma empresa. Em períodos de crescimento económico, as empresas tendem a aumentar os resultados operacionais e, por consequência, é expectável que a retenção de lucros seja suficiente para financiar os investimentos previstos. Em períodos de recessão económica, os problemas de agência entre gestores e acionistas são mais graves e o efeito da dívida pode servir de mecanismo disciplinador, que incentive o alinhamento de interesses entre as partes (Frank & Goyal, 2009). Desse modo, a teoria *Pecking-Order* e a teoria dos Custos de Agência anteveem uma relação negativa entre o crescimento do PIB e o endividamento.

Kayo e Kimura (2011) estudaram a influência dos determinantes da estrutura de capital, numa amostra de dados recolhidos entre os anos de 1997 e 2007, relativamente a 17 061 empresas de 40 países diferentes. Os autores mostraram uma relação negativa entre o crescimento do PIB e a dívida total. Os resultados de Ukaegbu e Oino (2014); Khémiri e Noubbigh (2018); Gunardi, Firmansya, Widyaningsih e Rossi (2020) estão em conformidade com a relação acima mencionada. Também Bokpin (2009) afirma que os fatores macroeconómicos assumem relevância na escolha da estrutura de capitais das empresas. O estudo confirma que um maior PIB *per capita* oferece condições vantajosas para o crescimento dos lucros gerados. Por conseguinte, expectando a possibilidade de aumentar a retenção de lucros, as empresas apresentam menor necessidade em recorrer a capital alheio.

Não obstante, De Jong, Kabir e Nguyen (2008) analisaram as características específicas que influenciam as decisões financeiras de empresas de 42 países no período de 1997-2001, e verificaram que um elevado crescimento do PIB relaciona-se de forma significativa e positiva com o endividamento. O crescimento do PIB fornece perspetivas otimistas de crescimento futuro. As empresas podem aproveitar estrategicamente o ambiente económico favorável para emitir dívida, já que uma economia com mais recursos, aumenta a confiança dos credores para a disponibilização de crédito em condições mais vantajosas (Lisboa, 2019). Ainda Belkhir, Maghyereh e Awartani (2016), num estudo sobre os determinantes da estrutura de capital de 444 empresas cotadas das regiões do Médio Oriente e norte da África entre os anos de 2003 e 2011, referem que as empresas localizadas em países com maior crescimento económico, utilizam maiores níveis de alavancagem. A mesma relação positiva, podemos encontrar no estudo de Frank e Goyal (2009).

Por meio de uma análise detalhada, a partir de dados de inquéritos do Banco Mundial, realizados a 11 125 empresas privadas de 25 países em desenvolvimento, Bas, Muradoglu e Phylaktis (2009) procuram estudar a relação entre o crescimento do PIB e o prazo de vencimento da dívida. Os autores encontram a mesma relação positiva para a dívida total e para a dívida de médio e longo prazo. As empresas podem agir de forma a contrair dívidas de longo prazo, alinhando a maturidade com a expetativa de crescimento da

economia. De certo modo, estas empresas confiam que um crescimento contínuo do PIB, produz maiores lucros, e facilita a liquidação do serviço da dívida.

Outros autores como Memon, Rus e Ghazali (2015), que numa investigação acerca da importância dos fatores macroeconómicos na determinação da estrutura de capital, utilizando dados em painel e as técnicas *Ordinary Least Squares* (OLS) e a regressão de efeitos fixos como modelos estatísticos, encontraram uma relação pouco significativa para o endividamento total e para o endividamento de médio e longo prazo. Já Mokhova e Zinecker (2014) numa análise à relevância de variáveis macroeconómicas para a estrutura de capital de empresas de sete países europeus, não encontraram evidências que sustentem a ideia de que o crescimento do PIB, independentemente da maturidade da dívida, exerça influência significativa nas decisões de financiamento das empresas de seis países, enquanto para as empresas da Grécia analisadas, verificaram relação significativa e positiva com o endividamento de curto prazo. Ainda Lisboa (2019), num contexto de empresas portuguesas, evidenciou a ausência de significância das variáveis macroeconómicas, inclusive do crescimento do PIB, para explicar o endividamento total das empresas, assim como o endividamento de curto prazo e o endividamento de médio e longo prazo.

Assim, formulam-se as seguintes hipóteses:

H6: Existe uma relação significativa entre o crescimento do PIB e o endividamento total;

H6a): Existe uma relação significativa entre o crescimento do PIB e o endividamento de longo prazo;

H6b): Existe uma relação significativa entre o crescimento do PIB e o endividamento de curto prazo.

2.3.3 Características da Estrutura de Propriedade

2.3.3.1 Propriedade Interna

A estrutura de propriedade é um tema relevante do *corporate governance*. As decisões financeiras não são apenas afetadas pelas características da organização ou pelo contexto macroeconómico, mas são também influenciadas pelo comportamento, pela visão e pelos

objetivos pessoais dos gestores e dos acionistas (Brailsford, Oliver & Pua, 2002; Le & Tannous, 2016).

A literatura empírica não é clara na relação esperada entre a propriedade interna e a estrutura de capitais. Nos casos em que o gestor não é acionista da empresa, o aumento da dívida aumenta o valor da empresa (Grossman & Hart, 1982). Jensen e Meckling (1976) afirmam que o recurso a endividamento diminui o *free cash flow*, o que limita o gestor na utilização desses recursos para obter benefícios pessoais. No entanto, o aumento da propriedade interna, também designada por propriedade de gestão, incentiva à convergência dos interesses entre gestores e acionistas externos, e reduz a necessidade de recorrer à dívida enquanto mecanismo de controlo interno (Sun & Gu, 2023). Sob outra perspetiva, Fama e Jensen (1983) argumentam que a elevada concentração da percentagem de capital na posse do gestor, pode desencadear ações oportunistas e um claro aproveitamento do poder de voto e da influência exercida para expropriar a riqueza dos restantes acionistas, o que pode comprometer a maximização do valor da empresa (Neves, Santos, Proença e Pinho, 2022). Begley e Feltham (1999) afirmam que nos casos em que o gestor é acionista da empresa, os credores aumentam o número clausulas nos contratos de financiamento, com o objetivo de se protegerem contra a possibilidade das decisões dos gestores irem somente ao encontro dos interesses dos acionistas. A procura pelos interesses pessoais por parte do gestor acionista, aumenta os custos de agência e incentiva à diminuição dos níveis de dívida.

De modo a investigar a forma como a estrutura de propriedade afeta as decisões de financiamento, Lee e Kuo (2014) utilizaram dados de empresas listadas na Bolsa de Valores de Taiwan, no período entre 1996 e 2006 e, concluíram que, a propriedade interna desempenha um papel significativo e relaciona-se negativamente com a dívida. Os autores referem que a propriedade interna controla os problemas de agência, na medida em que alinha os interesses entre gestores e acionistas. No entanto, de acordo com Brailsford *et al.,* (2002), a relação entre a propriedade detida pelos gestores e o rácio da dívida não é sempre negativa. Estes autores sugerem que para níveis baixos de propriedade, a relação com a dívida é positiva, contudo, para níveis elevados de propriedade a relação torna-se negativa.

Numa análise a uma amostra final de 516 empresas da Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), da Bolsa de Valores Americana (ASE), e do mercado de balcão (OTC), com dados finais do ano de 1988, Bathala, Moon e Rao (1994) evidenciaram uma relação negativa entre a propriedade interna e o endividamento. À medida que a participação dos gestores no capital de uma empresa aumenta, espera-se que a gestão se torne mais avessa ao risco e, desse modo, reduza o nível de dívida e, consequentemente, a probabilidade de falência.

De acordo com Brailsford *et al.,* (2002) e Butt e Hasan (2009), elevados níveis de dívida, aumentam a probabilidade de incumprimento financeiro e ameaçam a credibilidade da empresa perante os credores. O gestor tende a evitar dificuldades financeiras, em virtude de estas poderem levar à falência da empresa e à perda do emprego. No caso de o gestor ser acionista, a dimensão do risco é ainda maior, visto que além do emprego, o agente pode perder o capital investido.

Porém, o estudo de Vijayakumaran e Vijayakumaran (2019) investigou o impacto do corporate governance nas decisões da estrutura de capital de 1 844 empresas cotadas nas Bolsas de Valores de Xangai e Shenzhen. Para dados recolhidos entre os anos de 2003 e 2010, utilizando dados em painel e o GMM-System os autores concluem que a propriedade interna provoca um impacto positivo e significativo no endividamento das empresas em estudo. A relação obtida sugere que quando a propriedade interna aumenta, é do interesse do gestor manter rácios de dívida elevados, como forma de sinalizar o compromisso de empenho, na redução dos custos de agência para com os restantes acionistas (outsiders).

O estudo de Short *et al.,* (2002), examinou empiricamente os efeitos da propriedade de gestão na estrutura de capitais de 226 empresas da bolsa de valores de Londres, durante o período compreendido entre os anos de 1988 e 1992. Com base na investigação, podemos afirmar que a propriedade interna surge como um fator determinante da estrutura de capitais e que a relação é positiva. Estes resultados sugerem que os gestores acionistas procuram aumentar a dívida para maximizar o valor da empresa ou, até, aumentar o próprio poder de voto.

O trabalho realizado por Tayachi *et al.,* (2023), aplicando o GMM-System e utilizando dados em painel de 172 empresas de países em desenvolvimento e 157 empresas de países desenvolvidos, no período 2010-2019, indicou uma relação positiva entre a propriedade de gestão e o endividamento, para a amostra global. Após dividirem a amostra, os autores verificaram que a relação é positiva para a amostra composta por empresas de países desenvolvidos, mas negativa para a amostra composta por empresas de países em desenvolvimento. O resultado obtido para os países em desenvolvimento, indica que os proprietários com cargos de gestão não assumem tantos riscos, devido ao receio de incumprimento. Contudo, a perceção nos países desenvolvidos é diferente, no sentido em que os proprietários com cargos de gestão tendem a assumir mais riscos, uma vez que acreditam que a realidade económica destes países prevê menor probabilidade de incumprimento.

Feng, Hassan e Elamer (2020) argumentam uma relação positiva entre a propriedade interna e o endividamento de curto prazo e uma relação negativa entre a propriedade interna e o endividamento de médio e longo prazo. Em sentido contrário, os estudos de Mehran (1992); García-Teruel e Martínez-Solano (2010) consideram que à medida que os gestores aumentam a participação de capital na empresa, a utilização de endividamento de médio e longo prazo aumenta.

Pindado e De La Torre (2011), através de dados em painel e recorrendo à metodologia GMM-System, avaliaram o impacto da estrutura de propriedade enquanto determinante da estrutura de capitais de 135 empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Valores de Madrid, entre 1990 e 1999. Os autores afirmam que a propriedade interna não afeta o endividamento, se os objetivos dos acionistas e dos proprietários com cargos de gestão estiverem alinhados.

A análise de Khafid, Prihatni e Safitri (2020) a 39 empresas listadas na Bolsa de Valores da Indonésia indica que, apesar da amostra prever uma média da propriedade de gestão relativamente reduzida, esta não produz efeitos na determinação da estrutura de capitais.

Com base na literatura empírica apresentada, formulam-se as seguintes hipóteses:

H7: Existe uma relação significativa entre a propriedade interna e o endividamento total;

H7a): Existe uma relação significativa entre a propriedade interna e o endividamento de longo prazo;

H7b): Existe uma relação significativa entre a propriedade interna e o endividamento de curto prazo.

3 CAPÍTULO III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1 Metodologia

No presente capítulo apresenta-se a amostra, as variáveis, os modelos e a metodologia utilizada na investigação.

3.1.1 Dados da Amostra

A amostra em painel inicial é constituída por um total de 529 empresas pertencentes ao tecido empresarial português com o CAE: 86100 – Atividades dos estabelecimentos de saúde com internamento. Procedeu-se à separação da amostra inicial em duas amostras, uma amostra formada por 85 Entidades Públicas empresariais e, ainda, entidades tuteladas pelo Governo, nas quais o Estado ou outras entidades estatais detêm a totalidade do capital. Da separação resultou uma segunda amostra composta por 444 Entidades Privadas, sem participação do estado no capital acionista. O estudo incide no período entre 2015 e 2021 e inclui a crise provocada pela pandemia Covid-19.

De forma a recolher os dados económico-financeiros foi utilizada a base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) e o indicador macroeconómico foi obtido a partir da base do INE (Instituto Nacional de Estatística).

A omissão de informação financeira para todas as variáveis durante 5 anos consecutivos (para testar a ausência de correlação serial de segunda ordem) obrigou à redução das duas amostras. Após a filtragem obtiveram-se dois painéis não balanceados, representados por uma amostra final de 48 Entidades Públicas empresariais e, ainda, entidades tuteladas pelo Governo, nas quais o Estado ou outras entidades estatais detêm a totalidade do capital e numa amostra final de 297 Entidades Privadas.

Os dados foram analisados e os testes efetuados através do software STATA 17.

3.1.2 Seleção e Descrição das Variáveis em Estudo

3.1.2.1 Variáveis Dependentes

As variáveis selecionadas têm como objetivo avaliar a estrutura de capitais das empresas em estudo. Assim sendo, com base na literatura empírica analisada, identificaram-se as três variáveis a utilizar. O Endividamento total (LEV) determinado pelo quociente entre o Passivo Total e o Ativo Total, o Endividamento de médio e longo prazo (LLEV) determinado pelo quociente entre o Passivo não Corrente e o Ativo Total e o Endividamento de curto prazo (SLEV) determinado pelo quociente entre o Passivo Corrente e o Ativo Total (Neves *et al.,* 2020).

A decomposição da dívida nas suas maturidades permite uma compreensão mais aprofundada do tema, em virtude de cada maturidade da dívida contraída apresentar um perfil específico. Utilizar o Endividamento Total como único rácio para avaliar as decisões financeiras das empresas, pode omitir diferenças importantes entre a preferência pela dívida de longo prazo ou a preferência pela dívida de curto prazo.

A tabela 1 apresenta as variáveis dependentes introduzidas na investigação:

Tabela 1: Descrição das variáveis dependentes

Variável	Proxy	Autores
Endividamento Total (LEV)	$\frac{Passivo\ Total}{Ativo\ Total}$	D´Amato (2020); Neves *et al.,* (2020); Neves *et al.,* (2022a).
Endividamento de Médio e Longo Prazo (LLEV)	$\frac{Passivo\ não\ Corrente}{Ativo\ Total}$	Lisboa (2019); Neves *et al.,* (2020); Neves *et al.,* (2022a).
Endividamento de Curto Prazo (SLEV)	$\frac{Passivo\ Corrente}{Ativo\ Total}$	Matias e Serrasqueiro (2017); Neves *et al.,* (2020); Neves *et al.,* (2022a).

3.1.2.2 Variáveis Independentes

A tabela seguinte apresenta as variáveis independentes introduzidas na presente investigação. A Rendibilidade, Dimensão, Liquidez e Gastos Sociais como varáveis especificas das empresas que podem condicionar a sua estrutura de capitais. Foram ainda usadas duas variáveis macroeconómicas, a variável binária que identifica os anos marcados pela pandemia da Covid 19 (Crise) e o Crescimento do PIB. De forma a avaliar a importância de o gestor pertencer à estrutura acionista, nas decisões financeiras da empresa, introduziu-se a Propriedade Interna como variável de estrutura de propriedade.

Tabela 2: Descrição das variáveis independentes

Variável	Proxy	Autores
***Return on Equity ratio* (ROE)**	$\frac{Resultado\ Liquido\ do\ Período}{Capitais\ Próprios}$	Zani *et al.,* (2014); Nguyen e Nguyen (2020); Dini *et al.,* (2022).
Dimensão da empresa (Size)	$\ln(Ativo\ Total)$	López-Gracia e Sogorb-Mira (2008); Acaravci (2015); Neves *et al.,* (2022a).
Liquidez Geral (LG)	$\frac{Ativo\ Corrente}{Passivo\ Corrente}$	Mazur (2007); Vo (2017); Neves *et al.,* (2020).
Gastos Sociais (SE)	Ln (Gastos com pessoal + Outras Despesas+ Benefícios pós emprego)	Neves, Castanheira, Dias, Silva e Cancela (2022b).
***Dummy* Covid-19 (C)**	1 nos anos de 2020 e 2021 0 para os restantes anos	Mouton e Pelcher (2023); Prakash *et al.,* (2023).
Crescimento do PIB (VAR_PIB)	Taxa de crescimento do PIB, em comparação com o ano anterior	De Jong *et al.,* (2008); Kayo e Kimura (2011); Mokhova e Zinecker (2014).
Insider Ownership (IO)	1 se o gestor for acionista da empresa 0 se o gestor não for acionista da empresa	Short *et al.,* (2002); Vijayakumaran e Vijayakumaran (2019).

3.1.3 Metodologia: Especificação do Modelo

A metodologia utilizada para testar as hipóteses formuladas no capítulo 2, foi a metodologia de dados em painel, que possibilita a combinação de dados cronológicos (*time-series*) e dados seccionais (*cross-section*) e, assim, permite o controlo da heterogeneidade inobservável (Neves, 2018), fornece maior quantidade de dados informativos, maior controlo da colinearidade entre as variáveis independentes, mais graus de liberdade e estimações com maior eficiência (Arellano & Bond, 1991).

O modelo de estimação utilizado foi o *Generalized Method of Moments* (GMM - System), inicialmente desenvolvido por Arellano e Bond (1991) e posteriormente aprimorado por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

O GMM – *System* aborda questões de endogeneidade, autocorrelação e heterocedasticidade, que surgem como fatores que desafiam as análises convencionais. Além disso, este modelo de estimação permite avaliar, ao longo do tempo e entre as diferentes empresas, o efeito das variáveis independentes sobre a decisão da estrutura de capitais, assim como, o nível de significância dessas relações (Neves *et al.,* 2020).

Apresenta-se de seguida a equação genérica do modelo:

$$Y_{it} = \beta_0 Y_{it-1} + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \ldots + \beta_k X_{itk} + u_{it} + v_i$$

Onde:

Y_{it} = representa a variável dependente;

i = representa a dimensão *cross-section;*

t = representa a dimensão temporal da amostra;

β0, β1, β2, ..., βk – representa os coeficientes de regressão das variáveis a estimar;

X1it, X2it, ..., Xkit = representa as k variáveis dependentes;

$(\varepsilon)_{it}$ – termo de erro, composto por um elemento aleatório u_{it} que pode variar entre empresas e períodos de tempo e o efeito individual v_i que é específico para cada empresa e invariante no tempo.

De acordo com a literatura prévia, os modelos a testar são apresentados seguindo o modelo genérico:

Modelo 1:

$$LEV_{it} = \beta_0 LEV_{it-1} + \beta_1 (ROE)_{it} + B_2 (Size)_{it} + \beta_3 (LG)_{it} + \beta_4 (SE)_{it} + \beta_5 (C)_{it} + \beta_6 (VAR_PIB)_{it} + \beta_7 (IO)_{it} + \mu_{it} + v_i$$

Modelo 2:

$$LLEV_{it} = \beta_0 LLEV_{it-1} + \beta_1 (ROE)_{it} + B_2 (Size)_{it} + \beta_3 (LG)_{it} + \beta_4 (SE)_{it} + \beta_5 (C)_{it} + \beta_6 (VAR_PIB)_{it} + \beta_7 (IO)_{it} + \mu_{it} + v_i$$

Modelo 3:

$$SLEV_{it} = \beta_0 SLEV_{it-1} + \beta_1 (ROE)_{it} + B_2 (Size)_{it} + \beta_3 (LG)_{it} + \beta_4 (SE)_{it} + \beta_5 (C)_{it} + \beta_6 (VAR_PIB)_{it} + \beta_7 (IO)_{it} + \mu_{it} + v_i$$

Onde LEV_{it}, $LLEV_{it}$ e $SLEV_{it}$ são as variáveis dependentes que correspondem aos três rácios da dívida: Endividamento total, Endividamento de médio e longo prazo e Endividamento de curto prazo respetivamente. As variáveis independentes são: $(ROE)_{it}$ – *Return on Equity ratio*; $(Size)_{it}$ – Dimensão; $(LG)_{it}$ – Liquidez Geral; $(SE)_{it}$ – Gastos sociais; $(C)_{it}$ – Variável *dummy* (nos anos Covid); $(VARPIB)_{it}$ – Variação do PIB; $(IO)_{it}$ – Variável *dummy* que assume o valor 1 se o gestor for acionista da empresa, caso contrário assume o valor 0; $(\varepsilon)_{it}$ – Termo de erro, composto por um elemento aleatório u_{it} que pode variar entre empresas e períodos de tempo e o efeito individual v_i que é específico para cada empresa e invariante no tempo.; i – Empresas e t – Tempo.

4 CAPÍTULO IV - APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS OBTIDOS

4.1 Resultados

Definidas as variáveis em estudo e a metodologia, analisamos neste capítulo as diferenças significativas entre as variáveis específicas selecionadas. Inicialmente, apresentar-se-á os valores estatísticos correspondentes à amostra das Empresas Públicas do Setor da Saúde, assim como os valores estatísticos correspondentes à amostra das Empresas Privadas do Setor da Saúde.

Seguidamente, proceder-se-á à análise dos resultados das estimativas obtidas pelo Modelo GMM-System (1998), e por fim a discussão dos resultados de cada amostra, com base na literatura prévia, nas teorias tradicionais e na diferença entre os resultados esperados e os resultados obtidos.

4.1.1 Empresas Públicas do Setor da Saúde

4.1.1.1 Estatísticas Descritivas

De seguida, neste subcapítulo, utiliza-se um conjunto de métodos estatísticos para obter a média, o desvio padrão, o mínimo e o máximo, dos dados fornecidos pela amostra das Empresas Públicas do Setor da Saúde.

Tabela 3: Estatística Descritiva para as Empresas Públicas do Setor da Saúde

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
LEV	94.357	53.277	6.52	241.381
LLEV	8.720	19.257	0	150.123
SLEV	85.637	50.169	6.520	198.565
ROE	16.564	74.137	-172.379	327.72
Size	11.222	0.966	8.9504	13.369
LG	0.997	0.911	0.175	9.037
SE	0.197	3.652	-8.5	3.8
C	0.337	0.474	0	1
VAR_PIB	1.116	4.747	-8.5	5.6

Notas: Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes usadas no estudo. LEV: Rácio da dívida total; LLEV: Rácio da dívida de médio e longo prazo; SLEV: Rácio da dívida de curto prazo; ROE: Return on Equity ratio; Size: Dimensão da empresa; LG: Liquidez Geral; SE: Gastos Sociais; C: variável explicativa que representa os anos da crise da Covid-19; VAR_PIB: taxa de crescimento PIB.

Conforme a informação prestada pela tabela 3, constata-se o facto do valor médio das variáveis utilizadas no estudo (dependentes e independentes), apresentarem valor positivo.

Em relação aos rácios de endividamento, verifica-se que as empresas públicas do setor da saúde presentes na amostra, em média, financiam em 94,3%, a atividade operacional e de investimento, através de passivos. É interessante referir que, de acordo com dados publicados pelo Banco de Portugal[1], o rácio da dívida das empresas que integram o setor da saúde, particularmente as atividades dos estabelecimentos de saúde com internamento, foi de 71,9% e 80,1% para o ano de 2015 e 2021, respetivamente. Em relação à maturidade da dívida, a dívida de curto prazo representa 85,6% da dívida total, enquanto a dívida com vencimento a longo prazo corresponde a 8,7% da dívida total. Pela leitura dos dados, e de acordo com Queirós, Mota, Silva, Pereira e Resende (2020), os resultados apresentados assinalam o peso expressivo do capital alheio, nomeadamente da dívida de curto prazo, o que indica que as empresas desta amostra estão financeiramente desequilibradas.

Relativamente às restantes medidas estatísticas presentes na tabela 3, verificamos que o rácio de endividamento total apresenta um valor de 53,2 de desvio-padrão, um mínimo de 6,52 e um máximo de 241,3. Quanto às variáveis endividamento de médio e longo prazo e endividamento de curto prazo, o desvio-padrão assume os valores de 19,2 e 50,1, os valores mínimos de 0 e 150,1 e os valores máximos de 6,5 e 198,5, respetivamente. É de salientar que a dívida de curto prazo apresenta maior desvio-padrão que a dívida a longo prazo, o que indica que dentro desta amostra existem realidades distintas na obtenção de dívida com vencimento a curto prazo, em comparação com a obtenção de dívida com vencimentos mais alargados, que apresenta menor dispersão dos valores em torno da média.

É ainda de destacar, que sendo valor mínimo registado da variável de endividamento de longo prazo 0, existem empresas desta amostra que não recorrem a dívida com vencimento superior a 1 ano.

Em média, as empresas da amostra são rentáveis (16,5%). Contudo, apresentam dificuldades em gerar fluxos de caixa para liquidar as obrigações de curto prazo, uma vez que a média da liquidez é de 0,9 (valor inferior a 1) o que denota fundo de maneio

[1] Segundo os dados publicados pelo BdP, as empresas que constituem a atividade dos estabelecimentos de saúde com internamento, apresentaram um valor de capital próprio de 420,7 milhões de euros e 522,7 milhões de euros, para o ano de 2015 e 2021, respetivamente. O total do ativo totalizou aproximadamente 1.498,6 milhões de euros e 2.623,9 milhões de euros, para o ano de 2015 e 2021, respetivamente. Por fim o passivo, apresentou um valor próximo de 1.077,9 milhões de euros e 2.101,1 milhões de euros, para o ano de 2015 e 2021, respetivamente. Dados extraídos do site oficial do BdP a 21 de outubro de 2023. https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards.

negativo, ou seja, estas empresas não têm almofada financeira suficiente para fazer face a imprevistos, daí a necessidade recorrente de se endividarem no curto prazo.

O crescimento do PIB, em média, foi positivo durante os anos da amostra. Apresentando uma taxa de crescimento anual, no mínimo de -8,5% e no máximo de 5,6%. O valor mínimo reflete o impacto da pandemia da Covid-19 na economia portuguesa, que segundo dados do INE[2], durante o ano de 2020 provocou uma recessão económica, traduzindo-se numa taxa negativa de crescimento do PIB, face ao ano anterior.

4.1.1.2 Resultados dos Modelos

Este subcapítulo analisa os resultados dos modelos estimados usando o GMM-System proposto por Blundell e Bond (1998) para os modelos 1,2 e 3 referentes à amostra das Empresas Públicas do Setor da Saúde.

Tabela 4: Resultados da estimação dos modelos 1, 2 e 3 para Empresas Públicas do Setor da Saúde

	Variáveis Dependentes								
Variáveis Ind.	**LEV (1)**			**LLEV (2)**			**SLEV (3)**		
	Coeficiente	**Z**	**Valor P**	**Coeficiente**	**Z**	**Valor P**	**Coeficiente**	**Z**	**Valor P**
L1	0.001 (0.000)	23.09	0.000***	-0.051 (0.005)	-9.77	0.000***	0.000 (0.000)	5.92	0.000***
ROE	0.084 (0.04)	2.11	0.035**	0.009 (0.026)	0.38	0.706	0.076 (0.021)	3.52	0.000***
Size	-72.338 (10.215)	-7.08	0.000***	-17.868 (6.397)	-2.79	0.005***	-38.399 (5.414)	-7.09	0.000***
LG	-0.084 (0.041)	-2.23	0.025**	0.019 (0.024)	0.81	0.416	-0.102 (0.035)	-2.90	0.004***
SE	7.578 (3.564)	2.13	0.033**	0.900 (1.927)	0.47	0.640	5.195 (2.084)	2.49	0.013**
C	10.526 (6.110)	1.72	0.085*	5.378 (3.167)	1.70	0.089*	5.642 (3.937)	1.43	0.152
VAR_PIB	0.437 (0.244)	1.79	0.074*	0.438 (0.149)	2.93	0.003***	0.122 (0.133)	0.91	0.360
_Cons	470.969 (60.586)	7.77	0.000***	133.376 (39.266)	3.40	0.001***	250.243 (33.737)	7.42	0.000***
Wald		9140.2 (7)	0.000		321.98 (7)	0.000		220,7 (7)	0.000
Sargan		19.582 (19)	0.42		23.412 (19)	0.219		21.058 (19)	0.333

[2] Dados extraídos da base de dados do INE a 15 de abril de 2022 (data última atualização destes dados: 29 de março de 2022. http://www.ine.pt.

m1	1.280	0.2	-1.382	0.166	-0.227	0.82
m2	-1.167	0.242	0.886	0.375	-1.195	0.231

Notas: A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado constituído por 48 empresas. Os valores do Erro Padrão encontram-se entre parêntesis; De salientar ainda que: i) *,**, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como $\chi 2$ sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parênteses; iv) O teste m1 tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m2 tem distribuição normal N (0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

De acordo com a informação apresentada na tabela 4, constata-se que a maioria das variáveis explicativas são relevantes para a determinação da estrutura de financiamento das empresas em estudo, validando à partida as hipóteses colocadas.

Podemos observar que todas as varáveis revelam significância estatística para a determinação do endividamento total. Todavia, é importante notar que algumas variáveis específicas não se mostram significativas em determinados contextos. O ROE, a Liquidez Geral e os Gastos Sociais não revelam significância estatística para o explicar o endividamento de médio e longo prazo. Da mesma forma, o período marcado pela pandemia da Covid-19 e o crescimento do PIB não apresentam relevância na explicação do endividamento de curto prazo.

Devido à natureza do modelo estatístico utilizado, podemos afirmar que, independentemente da maturidade da dívida e do modelo estimado, os níveis de endividamento do ano corrente, são impactados pelos níveis do ano anterior.

Os resultados assinalam que o endividamento do ano anterior tem um efeito positivo sobre o endividamento total e sobre o endividamento de curto prazo. As empresas têm tendência a aumentar os níveis de endividamento total e de curto prazo, em comparação com o ano anterior. Em sentido oposto, o endividamento do ano anterior tem um efeito negativo sobre o endividamento de médio e longo prazo, o que indica que, tendencialmente, as empresas reduzem o nível de endividamento de médio e longo prazo, em relação ao ano

anterior, talvez por ser mais dispendioso em termos de taxas de juros e de *outflows*, mas sugerindo uma falta de equilíbrio financeiro que pode condicionar a gestão financeira corrente.

Relativamente à variável ROE, os resultados indicam uma relação positiva e significativa com o endividamento total, o que permite validar a Hipótese 1. As empresas mais lucrativas enviam sinais positivos ao mercado, em virtude de aportarem menor risco de incumprimento financeiro e enfrentarem menos custos de falência. Por consequência, usufruem de uma maior confiança por parte do credor, para emitir dívida com condições mais vantajosas (Frank & Goyal, 2008). A relação positiva está de acordo com o estudo de Nguyen e Nguyen (2020).

Ainda sobre o ROE, a variável apresenta também significância estatística e relação positiva para o endividamento de curto prazo. Aceitamos assim a Hipótese 1b. Analisando o setor, a missão, objetivos e a propriedade das empresas da amostra (detidas em última instância pelo estado e centradas na prestação de cuidados de saúde aos cidadãos), estas podem ter uma responsabilidade financeira mais rigorosa, na gestão dos recursos públicos, e nessa medida mais rendibilidade pode sinalizar de forma positiva os credores e serem possíveis novos projetos de expansão em infraestruturas de apoio. De atender também que, quando os hospitais têm rendibilidade financeira, podem fazer investimentos significativos e enfrentar flutuações temporárias nos *cash flows*, levando à necessidade de recorrer a dívidas de curto prazo para financiar essas atividades e cobrir despesas operacionais imediatas. Por um lado, parece positivo, mas tal compromete a regra do equilíbrio financeiro mínimo já que não é atendido o *trade-off* entre o nível de liquidibilidade das aplicações e de exigibilidade das origens de fundos. Por outro lado, a relação com o endividamento de médio e longo prazo não é significativa. Uma possível explicação para a preferência pelo curto prazo, pode ser o facto dos financiamentos de curto prazo oferecerem maior flexibilidade e facilidade na amortização, em comparação com financiamentos de longo prazo (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015) e também mais fáceis de obter por estarem à priori sujeitas a menor escrutínio do público a menores requisitos formais.

Os resultados relativos à variável dimensão mostram coeficientes estimados negativos e uma relação estatisticamente significativa com os três rácios da dívida, para um nível de significância de 1%. A robustez estatística é particularmente interessante para a análise, e permite afirmar que a dimensão da empresa desempenha um papel fundamental na determinação da estrutura de capitais. Os resultados vão ao encontro da expetativa inicial e, assim sendo, corroboram-se as Hipóteses 2, 2a e 2b. Esta relação está de acordo com os resultados obtidos por Lisboa (2019) e pode ser interpretada à luz da teoria *Pecking-Order*, na medida em que as empresas de maior dimensão, transmitem uma maior facilidade no acesso a fontes de financiamento internas, particularmente devido à capacidade de acumular lucros, dando preferência ao autofinanciamento (Ab Wahab & Ramli, 2014).

No que diz respeito à liquidez, verifica-se que esta variável tem um impacto negativo e significativo no endividamento total e no endividamento de curto prazo, contudo não foi possível obter significância para o endividamento de médio e longo prazo. Este resultado permite aceitar as Hipóteses 3 e 3b e está de acordo com os estudos de Mazur (2007); Ramli *et al.,* (2019); Neves *et al.,* (2020) e com a teoria *Pecking-Order.* As empresas com elevados níveis de liquidez, apresentam maiores reservas de ativos líquidos e, por conseguinte, podem recorrer a menos dívida para financiar operações (Ozkan, 2001). Este resultado pode uma vez mais sugerir que os gestores usam esta liquidez para financiar investimentos em infraestruturas e projetos de expansão, o que per si, é sinónimo de desequilíbrio financeiros já que não existe uma adequação entre o primeiro e o segundo elemento do balanço, em termos de prazos de liquidez e de exigibilidade entre as aplicações e origens de fundo, respetivamente.

Ainda de acordo com os resultados da tabela 4, é possível confirmar o efeito positivo dos gastos sociais no endividamento. O aumento dos gastos com pessoal, impacta as despesas correntes e, consequentemente, o aumento da alavancagem operacional cria necessidades de financiamento adicionais. Ora neste período, os gastos com funcionários podem levar a mais dívida nos hospitais públicos quando não há um efetivo equilíbrio entre os custos operacionais, o financiamento disponível e a procura por serviços. Este resultado parece credível dada a insatisfação generalizada de todos os colaboradores, médicos, enfermeiros e demais colaboradores hospitalares, parecendo que o endividamento serve apenas para

financiar gastos adicionais por excesso de horas de trabalho, mais do que preocupações sociais, com melhorias assinaláveis das condições de trabalho e de vida destes colaboradores.

Este resultado permite-nos corroborar as Hipóteses 4 e 4b. É também compreensível que os gastos sociais não apresentem significância, para o estudo dos níveis de endividamento de médio e longo prazo, sendo percetível uma gestão com mais preocupações correntes do que estratégicas neste tipo de entidades.

No que se refere às variáveis macroeconómicas, podemos constatar que tanto para o período marcado pela crise da Covid-19, como para o crescimento do PIB, os resultados revelam um efeito positivo com os três rácios da dívida, no entanto, o efeito com o endividamento de curto prazo não se mostra significativo. Estas relações permitem-nos aceitar as Hipóteses 5, 5a, 6 e 6a.

Relativamente ao período afetado pela Covid-19, verifica-se que as empresas desta amostra tenderam a aumentar os rácios de endividamento durante a crise sanitária. Este resultado vai ao encontro do obtido por Mouton e Pelcher (2023). Ambos os estudos foram realizados com enfoque no mesmo período de crise. Atendendo ao setor e às características da amostra, tal resultado pode dever-se ao facto da necessidade de alocar recursos para a aquisição de equipamentos médicos, aumento da capacidade hospitalar e contratação de mais pessoal especializado.

Quanto ao crescimento do PIB, a relação positiva com o endividamento total e com o endividamento com maturidade a longo prazo sustenta as conclusões de Bas *et al.,* (2009) que defendem que a expetativa de crescimento económico contínuo, facilita o pagamento do serviço da dívida. Uma situação de prosperidade económica cria um clima de otimismo sobre as oportunidades futuras (De Jong *et al.,* 2008) e aumenta a confiança dos credores, na disponibilização de dívida em condições mais favoráveis (Lisboa, 2019).

4.1.2 Empresas Privadas do Setor da Saúde

4.1.2.1 Estatísticas Descritivas

A tabela 5 apresenta os valores estatísticos das variáveis explicativas, referente aos dados fornecidos pela amostra das Empresas Privadas do Setor da Saúde.

Tabela 5: Estatística Descritiva para as Empresas Privadas do Setor da Saúde

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
LEV	58.499	52.278	0.127	386.394
LLEV	20.667	33.678	0	328.564
SLEV	37.833	42.332	0.036	386.394
ROE	36.493	69.964	-278.179	521.566
Size	5.879	2.897	-0.693	12.560
LG	10.646	32.901	0	616.182
SE	4.649	3.056	-5.020	11.313
C	0.338	0.473	0	1
VAR_PIB	1.343	4.627	-8.5	5.6
IO	0.733	0.442	0	1

Notas: Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes usadas no estudo. LEV: Rácio da dívida total; LLEV: Rácio da dívida de médio e longo prazo; SLEV: Rácio da dívida de curto prazo; ROE: Retur on Equity ratio; Size: Dimensão da empresa; LG: Liquidez Geral; SE: Gastos Sociais; C: variável explicativa que representa os anos da Covid-19; VAR_PIB: taxa de crescimento PIB; IO: variável *dummy* que assume o valor 1 se o gestor for acionista da empresa, caso contrário assume o valor 0.

De acordo com a informação acima apresentada, observa-se que todas as variáveis presentes no estudo assumem valor médio positivo.

Relativamente aos rácios de endividamento, verifica-se que as empresas privadas do setor da saúde presentes na amostra, apresentam valores médios de endividamento total, de médio e longo prazo e de curto prazo, de 58,4%, 20,6% e 37,8%, respetivamente. A atividade operacional e de investimento destas empresas, é financiada na sua maioria por passivos,

A dívida de curto prazo surge como a principal componente da dívida total, o que levanta algumas preocupações relacionadas com o agravamento dos níveis de exigibilidade da dívida, sendo no entanto, menos de metade do que acontecia nos hospitais públicos.

Em relação ao desvio-padrão, observa-se que esta variável estatística apresenta valor de 52,2 para o endividamento total, 33,6 para o endividamento de médio e longo prazo e

42,3 para o endividamento de curto prazo. O endividamento de médio e longo prazo, é a variável com valores amostrais menos dispersos em torno da média, o que mostra alguma coerência e estratégia de longo prazo.

Analisando os valores tomados pelas variáveis estatísticas mínimo e máximo, verificamos que existem empresas desta amostra com uma estrutura de capitais pouco dependente de dívida. Sendo que em certos casos, o valor da dívida é zero ou aproximadamente zero.

No que concerne às variáveis independentes, o ROE médio das empresas desta amostra é de 36,4%, o que indica que, em média, por cada 100 u.m. investidas, os acionistas obtêm um retorno de 36,4. Esta variável, entre as variáveis independentes, é a que apresenta maior disparidade de valores em torno da média (desvio-padrão = 69,9), o que dá nota das diferenças significativas, na criação de valor para os acionistas, entre as empresas da amostra.

A variável *Size* aponta para um valor médio de 5,8, o que reflete que a amostra é composta na maioria por PME´s.

4.1.2.2 Resultados dos Modelos

Este subcapítulo analisa os resultados estimados usando o GMM-System em relação a cada uma das variáveis dependentes, para os modelos 1,2 e 3 referentes à amostra das Empresas Privadas do Setor da Saúde.

Tabela 6: Resultados da estimação dos modelos 1, 2 e 3 para Empresas Privadas do Setor da Saúde

	Variáveis Dependentes								
Variáveis Ind.	**LEV (1)**			**LLEV (2)**			**SLEV (3)**		
	Coeficiente	**Z**	**Valor P**	**Coeficiente**	**Z**	**Valor P**	**Coeficiente**	**Z**	**Valor P**
L1	0.892 (0.118)	7.54	0.000***	0.534 (0.078)	6.77	0.000***	0.436 (0.108)	4.01	0.000***
ROE	-0.030 (0.020)	-1.53	0.125	-0.021 (0.015)	-1.42	0.156	0.023 (0.019)	1.24	0.215
Size	-0.005 (4.119)	-0.00	0.999	8.288 (2.132)	3.89	0.000***	-7.355 (3.175)	-2.25	0.021**
LG	-0.058 (0.029)	-2.02	0.044**	0.043 (0.018)	2.37	0.018**	-0.097 (0.043)	-3.45	0.024**
SE	1.364 (1.449)	0.94	0.347	-0.729 (1.169)	-0.62	0.533	1.750 (1.315)	1.33	0.183

C	2.449 (2.076)	1.18	0.238	2.268 (1.055)	2.15	0.032**	1.015 (1.883)	0.54	0.590
VAR_PIB	0.201 (0.145)	1.38	0.167	0.174 (0.102)	1.70	0.089*	0.072 (0.123)	0.58	0.560
CEO	61.175 (33.963)	1.80	0.072*	22.693 (27.093)	0.84	0.402	-46.765 (24.744)	-1.89	0.059*
_Cons	-42.244 (49.660)	-0.85	0.395	-54.977 (28.991)	-1.90	0.058*	88.636 (35.555)	2.49	0.013**
Wald		72.6 (8)	0.000		121.91 (8)	0.0000		39.92 (8)	0.000
Sargan		9.708 (18)	0.941		18.408 (18)	0.4291		20.416 (18)	0.309
m1		-3.098	0.001		-3.815	0.0001		-2.957	0.003
m2		0.041	0.966		0.632	0.5270		1.614	0.106

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado constituído por 297 empresas. Os valores do Erro Padrão encontram-se entre parêntesis; De salientar ainda que: i) *,**, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O teste Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como $\chi 2$ sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parênteses; iv) O teste m1 tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m2 tem distribuição normal N (0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Iniciando a análise da informação presente na tabela 6, é possível verificar que os níveis de endividamento do ano corrente, são influenciados pelos níveis do ano anterior. Os resultados sugerem um efeito positivo nos três rácios da dívida. Assim sendo, as empresas desta amostra têm tendência a aumentar os níveis de endividamento, comparativamente com ano anterior, provavelmente por questões de gestão de risco e requisitos de credores.

Relativamente às varáveis explicativas, a dimensão, liquidez, as variáveis macro e a propriedade de gestão são variáveis significativas para o estudo dos níveis de endividamento nas suas várias maturidades.

No entanto, esta variável produz efeitos significativos no estudo da maturidade da dívida, embora com sinais opostos. Para o endividamento a médio longo prazo, a dimensão tem um impacto positivo, para um nível de significância a 1%. Sendo que no caso do endividamento de curto prazo, a relação é negativa. Os sinais obtidos corroboram os

estudos de Serrasqueiro e Nunes (2012); Proença *et al.,* (2014); Tulcanaza *et al.,* (2019) e permitem aceitar as Hipóteses 2a e 2b. A dívida com financiamento mais alargado permite financiar projetos de expansão e alinhar o vencimento do investimento com o vencimento da dívida. Parece que neste tipo de entidade privada existe uma efetiva preocupação com a estratégia e gestão de longo prazo. Além disso, é expectável que à medida que a dimensão da empresa aumente, estas procurem aumentar a maturidade da dívida, devido ao menor risco e menores custos de transação (Wald, 1999; Palacín-Sánchez *et al.,* 2013). Por outro lado, a redução do prazo de vencimento da dívida expõe a empresa a taxas de juro mais elevadas e aumenta o risco de refinanciamento (Hasan, Asad & Wong, 2022) já que os credores de curto prazo não aceitam ativos fixos como garantias (Lisboa, 2019; Neves *et al.,* 2022).

De acordo com a informação da tabela 6, a liquidez assume-se como a única variável desta amostra com significância para os três rácios da dívida. Por conseguinte, corroboram-se as Hipóteses 3, 3a e 3b. A relação é negativa para o endividamento total. Estas empresas preferem autofinanciar-se, uma vez que são capazes de acumular lucros suficientes para financiar a sua atividade, sem necessitar de recorrer a financiamentos externos. O resultado está de acordo com os estudos de Deesomsak *et al.,* (2004); Sheikh e Wang (2011); Ramli *et al.,* (2019) e com os pressupostos da teoria *Pecking-Order*.

A liquidez também se relaciona negativamente com o endividamento de curto prazo, não obstante a relação com o endividamento de médio e longo prazo, ser positiva. As empresas mais líquidas, podem evitar aumentar o passivo de curto prazo e, consequentemente, o risco financeiro, em virtude de possuírem fundos suficientes para financiar operações correntes (Mateev *et al.,* 2013). No que reporta à emissão de dívidas a longo prazo, os bons níveis de liquidez permitem às empresas obter financiamentos com vencimento mais alargado, obtendo taxas mais favoráveis para a realização de investimentos, emitindo um sinal positivo ao mercado de existência de margem de segurança. De acordo com a teoria *Trade-Off,* do ponto de vista fiscal, o aumento dos níveis de dívida a longo prazo, pode ser vantajoso. Relação idêntica com a maturidade da dívida foi encontrada por Proença *et al.,* (2014).

No que concerne à variável dos gastos sociais, não se obteve significância estatística para nenhum dos rácios da dívida. Uma interpretação possível prende-se com o facto de o setor da saúde ter características muito específicas. As empresas deste setor, estão sujeitas a regulamentação rigorosa, estão dependentes em larga medida das receitas provenientes dos acordos e das convenções com o Sistema Nacional de Saúde e privilegiam o investimento em equipamentos médicos. Além disso, na sua maioria, as equipas médicas, as equipas de enfermagem e os auxiliares de ação médica, são contratados num regime de prestação de serviços. Essas particularidades, podem tornar os gastos sociais menos relevantes para o estudo da estrutura de capitais das empresas desta amostra, em comparação com outros setores.

No que se refere às variáveis macroeconómicas, a relação positiva com os níveis de endividamento de longo prazo, permite aceitar as Hipóteses 5a e 6a.

As empresas deste setor podem ter planeado investimentos no crescimento das infraestruturas, antecipando o aumento da procura no pós-covid. Por outro lado, o clima de incerteza pode ter levado as empresas a recorrer a dívida com maturidade mais alargada, de forma a garantir financiamento e estabilidade no longo prazo.

Quanto à relação positiva entre o crescimento do PIB e a dívida de longo prazo, pode indicar que as empresas da amostra, num cenário de crescimento económico, procuram realizar investimentos em novos projetos, e acreditam que serão capazes de gerar *cash-flows* estáveis para liquidar o serviço da dívida. A relação com o endividamento de médio e longo prazo, está de acordo com o estudo de Bas *et al.,* (2009).

Por fim, na circunstância do gestor ser simultaneamente proprietário, é de notar a relação positiva e estatisticamente significativa com a dívida total, corroborando a Hipótese 7. Uma explicação possível, prende-se com o facto dos gestores acionistas, poderem ter interesse em assumir um nível de alavancagem superior para financiar o crescimento e maximizar o valor da empresa. Este resultado está de acordo com os estudos de Short *et al.,* (2002) e Vijayakumaran e Vijayakumaran (2019). É ainda de assinalar que a relação com o endividamento de curto é negativa, o que nos permite aceitar a Hipótese 7b e sugerir que os gestores com participação no capital social, podem agir de uma forma mais conservadora, evitando encargos e riscos financeiros de curto prazo, privilegiando a

retenção de lucros para atender às necessidades financeiras imediatas. Nos hospitais privados, quando o gestor é simultaneamente acionista, ele tende a tomar melhores decisões estratégicas e nessa medida privilegia a dívida de longo prazo, eventualmente para investimentos de longa duração sem hipotecar o equilíbrio financeiro e por esse motivo negligenciando as dívidas de curto prazo que devem servir apenas para gestão corrente. Em princípio tal significa que estas entidades garantem as condições de equilíbrio financeiro e margem de segurança mínima necessária para assegurar a gestão corrente.

Discussão de Resultados

Neste subcapítulo procede-se a uma breve análise para reforçar os principais resultados obtidos nas secções anteriores. É importante destacar que os resultados observados são particularmente interessantes do ponto de vista da economia Portuguesa.

Relativamente à estrutura de financiamento das empresas, para ambas as amostras em estudo, verifica-se que a dívida de curto prazo representa uma parcela considerável do endividamento total. Para a amostra das empresas nas quais o Estado ou outras entidades estatais detêm a totalidade do capital, esta afirmação é ainda mais significativa, sugerindo que as dificuldades de gestão de curto prazo e de manutenção de um equilíbrio financeiro mínimo são mais graves nestas empresas.

Segundo dados do BdP de 2021[3], o setor da saúde segue a tendência do tecido empresarial português. Cerca de 95% das empresas deste setor e com o CAE: 86100 – Atividades dos estabelecimentos de saúde com internamento, são micro, pequenas e médias empresas. Face ao exposto, as restrições enfrentadas pelas PME´s obrigam este tipo de empresas a depender fortemente da dívida de curto prazo, como fonte de financiamento.

Analisando o setor da saúde com internamento, a tendência de redução do passivo na estrutura de capitais não se verifica, sendo que o BdP estimou que a percentagem de passivo tem aumentado, tendo atingido a média de 80% em 2021[4]. O passivo total médio

[3] Segundo os dados publicados pelo BdP, as empresas que constituem a atividade dos estabelecimentos de saúde com internamento, em 2021, caracterizaram-se por ter 4,8% de grandes empresas, 8,39% de médias empresas, 4,08% de pequenas empresas e 82,73% de microempresas. Dados extraídos do site oficial do BdP a 21 de outubro de 2023. https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards.

[4] Segundo os dados publicados pelo BdP, as empresas que constituem a atividade dos estabelecimentos de saúde com internamento, apresentaram uma percentagem de capital próprio em relação ao ativo total, de aproximadamente 28,1% e 19,9%, para o ano de 2015 e 2021, respetivamente. Já o total de passivo apresentou um valor próximo de 71,9% e 80,1%, em relação ao total do ativo, para o ano de 2015 e 2021, respetivamente. Dados extraídos do site oficial do BdP a 21 de outubro de 2023. https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards.

entre 2015 e 2021 foi de 76%. Comparando as duas amostras em estudo com os dados apresentados, o endividamento total das empresas que compõem a amostra das "Empresas Públicas do Setor da Saúde" (94,3%) é consideravelmente superior à média obtida, o que pode ser explicado pelo facto das empresas estatais terem uma missão de serviço público, por outras palavras, estarem responsáveis por fornecer cuidados de saúde acessíveis aos seus cidadãos, independentemente do nível social e da capacidade de pagamento. Para além disso, os resultados também sugerem que neste tipo de entidade o gestor está mais preocupado com a gestão corrente do que com a gestão estratégica e de sustentabilidade global. Ao contrário das empresas privadas que priorizam a maximização de resultados, estas empresas lidam com menores margens de lucro, o que dificulta a retenção de fundos para financiar o investimento em infraestruturas, em tecnologia médica avançada e/ou para cobrir despesas operacionais, traduzindo-se numa necessidade acrescida de financiamento.

Observa-se que o endividamento médio e a dependência pela dívida de curto prazo, das empresas que constituem a amostra das "Empresas Privadas do Setor da Saúde", é menos expressiva. Estas organizações são dependentes em larga medida das receitas provenientes dos acordos e das convenções com o Sistema Nacional de Saúde. Dados do BdP apontam que o Prazo Médio de Recebimentos (PMR) deste setor é aproximado do Prazo Médio de Pagamentos (PMP), inclusive durante o ano de 2019, o PMR foi superior ao PMP, o que cria uma pressão financeira adicional. Muitas vezes as unidades privadas recorrem a operações de *factoring* sem recurso, de forma a aumentar as disponibilidades imediatas, sem aumentar os níveis de dívida.

Outra diferença assinalável entre entidades públicas e privadas está relacionada com a questão social e preocupação com as condições de trabalho dos colaboradores. Nota-se nas entidades públicas uma crescente de dívida para financiar gastos com pessoal, custos operacionais. Provavelmente este resultado denota que estas entidades estão a passar por dificuldades financeiras enfrentando déficits orçamentais significativos ou atrasos de verbas governamentais, sendo forçados a procurar financiamento externo para manter as operações de funcionamento, sem atender às questões de equilíbrio financeiro, uma vez mais.

Outro ponto de interesse que merece ser destacado foi o facto de, para ambas as amostras, a pandemia da Covid-19 provocar um impacto positivo nomeadamente na maturidade da dívida de largo prazo pois, antes de mais, foi necessário garantir a segurança e cuidado adequado aos pacientes, em detrimento dos desafios financeiros. Foi em larga medida necessário investir em infraestruturas novas, dada a grande afluência de pacientes, novas tecnologias e treino do pessoal colaborador pensando de igual forma na resiliência do futuro e na consciência da necessidade de preparação para emergências de saúde pública.

Relativamente à dimensão da empresa, é verificada uma relação positiva e estatisticamente significativa especificamente com o rácio de longo prazo nas empresas privadas, o que permite uma vez mais demostrar que enquanto a gestão privada atende à gestão de longo prazo, estratégica, a pública está em constate desequilíbrio financeiro.

5 CAPÍTULO V – CONCLUSÃO

5.1 Conclusão

A presente investigação teve como principal objetivo analisar a forma como as características específicas das empresas, a propriedade de gestão e os fatores macroeconómicos, que incluí o efeito da Covid-19, condicionam os níveis de alavancagem das empresas nas suas várias maturidades. O estudo concentrou-se em empresas com o CAE: 86100 – Atividades dos estabelecimentos de saúde com internamento, no período de 2015 a 2021.

Utilizando a metodologia de dados em painel, especificamente o modelo de estimação GMM (*Generalized Method of Moments*) System foi possível observar que os determinantes variam de acordo com a maturidade da dívida e em função de serem entidades públicas ou privadas.

Os resultados observados no estudo são particularmente interessantes do ponto de vista económico e fornecem *insights* valiosos na compreensão das dinâmicas financeiras destas instituições, considerando o período de algum crescimento económico que se verificou até 2019, enquanto os anos 2020 e 2021, foram afetados pelas consequências nefastas da Covid-19.

Compreender os fatores que afetam a maturidade da dívida permite aos hospitais públicos e privados tomar decisões financeiras informadas. Este conhecimento não só pode vir a promover a estabilidade e o crescimento das instituições de saúde, mas também pode contribuir significativamente para a qualidade geral dos serviços de saúde prestados à comunidade.

Nesta medida parece-nos oportuno o estudo deste tema e os principais resultados obtidos são pertinentes na medida em que nos fazem refletir sobre as diferenças de gestão nos dois subsistemas de saúde, pública vs privada. Perceber os fatores que influenciam a maturidade da dívida ajuda na gestão proativa dos riscos financeiros sendo fundamental para os vários *stakeholders*, já que hospitais com dívidas de curto prazo estão mais expostos a flutuações nas taxas de juros e às condições de mercado. Desta forma, este trabalho pode permitir ajudar os gestores hospitalares a manter ou melhorar a sua

qualidade de crédito. Podem fazer previsões mais precisas e a criar orçamentos realistas, nomeadamente nas entidades públicas.

Também os potenciais investidores podem encontrar aqui um alicerce ao melhor entendimento do tipo de gestão destas entidades, já que compreender e gerir eficazmente a dívida é fundamental para manter a confiança dos investidores. Os investidores pretendem ver se os seus fundos estão a ser usados em termos estratégicos e se o hospital está financeiramente estável. Os nossos resultados, globalmente, permitem sugerir que a gestão dos hospitais privados será mais de âmbito estratégico enquanto a dos hospitais públicos mais operacional. Tal pode ser útil também para os credores pois se uma instituição hospitalar precisa de financiamento adicional para expandir operações ou investir em novas infraestruturas e novas tecnologias, ter uma maturidade de dívida bem gerida aumenta a probabilidade de obter crédito em condições favoráveis.

A importância deste estudo leva-nos a refletir sobre a possibilidade de admitir que nos hospitais com dívidas mal geridas e em constante desequilíbrio financeiro, podem enfrentar graves desafios financeiros no futuro próximo com cortes sucessivos, o que no limite pode levar a uma diminuição na qualidade dos cuidados oferecidos.

O estudo apresenta limitações, sobretudo na recolha de dados financeiros completos para o período em análise e para as variáveis selecionadas.

Em futuras investigações seria pertinente introduzir o efeito provocado pelo aumento dos custos de endividamento, relacionado com o aumento das taxas de juro e com a rápida escalada das taxas EURIBOR. Além disso, seria conveniente expandir a análise para outros países e realizar comparações entre nações com políticas de serviço de saúde mais voltadas para o setor público ou mais voltadas para o setor privado, o que forneceria uma visão mais abrangente sobre a forma como os determinantes afetam a estrutura de capitais das empresas deste setor a nível global.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ab Wahab, S. N. A., & Ramli, N. A. (2014). The determinants of capital structure: an empirical investigation of Malaysian listed government linked companies. *International journal of economics and financial issues*, *4*(4), 930-945. Retirado de https://dergipark.org.tr/en/pub/ijefi/issue/31964/352062?publisher=http-www-cag-edu-tr-ilhan-ozturkcapital

Acaravci, S. K. (2015). The determinants of capital structure: Evidence from the Turkish manufacturing sector. *International journal of economics and financial issues*, *5*(1), 158-171. Retirado de https://dergipark.org.tr/en/pub/ijefi/issue/31967/352115

Akbar, S., ur Rehman, S., & Ormrod, P. (2013). The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms. *International Review of Financial Analysis*, *26*, 59-70. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.05.004

Albart, N., Sinaga, B. M., Santosa, P. W., & Andati, T. (2020). The effect of corporate characteristics on capital structure in Indonesia. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, *23*(1), 46-56. https://doi.org/ 10.14414/jebav.v23i1.2153

Al-Najjar, B., & Taylor, P. (2008). The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data. *Managerial Finance*, *34*(12), 919-933. https://doi.org/10.1108/03074350810915851

Alves, P., & Francisco, P. (2015). The impact of institutional environment on the capital structure of firms during recent financial crises. *The quarterly review of economics and finance*, *57*, 129-146. https://doi.org/10.1016/j.qref.2014.12.001

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, *58*(2), 277-297. https://doi.org/10.2307/2297968

Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, *68*(1), 29-51. https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D

Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, *57*(1), 1-32. https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414

Bas, T., Muradoglu, G., & Phylaktis, K. (2009). Determinants of capital structure in developing countries. *Cass Business School, London EC1Y 8TZ, UK*. Retirado de https://www.researchgate.net/publication/228465937_Determinants_of_Capital_Structure_in_Developing_Countries

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, *64*(5), 1985-2021. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x

Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective. *Financial management*, 38-50. https://doi.org/10.2307/3665620

Baxter, N. D. (1967). Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *the Journal of Finance*, 22(3), 395-403. https://doi.org/10.2307/2978892

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different?. *Journal of financial economics*, *89*(3), 467-487. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.10.005

Begley, J., & Feltham, G. A. (1999). An empirical examination of the relation between debt contracts and management incentives. *Journal of Accounting and Economics*, *27*(2), 229-259. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00006-3

Belkhir, M., Maghyereh, A., & Awartani, B. (2016). Institutions and corporate capital structure in the MENA region. *Emerging Markets Review*, *26*, 99-129. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.01.001

Benkraiem, R., & Gurau, C. (2013). How do corporate characteristics affect capital structure decisions of French SMEs?. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*. https://doi.org/10.1108/13552551311310356

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, *87*(1), 115-143. https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8

Bokpin, G. A. (2009). Macroeconomic development and capital structure decisions of firms: Evidence from emerging market economies. *Studies in economics and finance*, *26*(2), 129-142. https://doi.org/10.1108/10867370910963055

Bontempi, M. E. (2002). The dynamic specification of the modified pecking order theory: its relevance to Italy. *Empirical Economics*, *27*, 1-22. https://doi.org/10.1007/s181-002-8356-9

Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting & Finance*, *42*(1), 1-26. https://doi.org/10.1111/1467-629X.00001

Butt, S. A., & Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *International Journal of Business & Management*, *4*(2). Retirado de https://ssrn.com/abstract=1732511

Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23. https://doi.org/10.1002/smj.2131

Cho, B., & Saki, Z. (2022). Firm performance under the COVID-19 pandemic: The case of the US textile and apparel industry. *The Journal of The Textile Institute*, *113*(8), 1637-1647. https://doi.org/10.1080/00405000.2021.1943258

Cowling, M., Liu, W., & Ledger, A. (2012). Small business financing in the UK before and during the current financial crisis. *International Small Business Journal*, *30*(7), 778-800. https://doi.org/10.1177/0266242611435516

Coyne, C. J. (2011). Constitutions and crisis. *Journal of Economic Behavior & Organization*, *80*(2), 351-357. https://doi.org/10.1016/j.jebo.2011.05.011

Custódio, C., Ferreira, M. A., & Laureano, L. (2013). Why are US firms using more short-term debt?. *Journal of Financial Economics*, *108*(1), 182-212. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.10.009

D'Amato, A. (2020). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. *Small Business Economics*, *55*(4), 919-941. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.10.009

Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics*, *45*, 215-244. https://doi.org/10.1007/s11187-015-9648-y

Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied financial economics*, *18*(2), 87-97. https://doi.org/10.1080/09603100601018864

De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of banking & Finance*, *32*(9), 1954-1969. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034

DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics*, *8*(1), 3-29. https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7

Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of multinational financial management*, *14*(4-5), 387-405. https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001

Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small business economics*, *38*, 431-447. https://doi.org/10.1007/s11187-010-9281-8

Dini, S., Vanessa, V., & Juvina, J. (2022). Effect of Current Ratio, Return on Equity, Managerial Ownership, Sales Growth, and Asset Structure on Capital Structure in Retail Trade Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2016-2020 Period. *Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)*, *5*(2). https://doi.org/10.33258/birci.v5i2.5307

Donaldson, G. (1961), "Corporate debt capacity: A Study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity", Published by Harvard University, Graduate School of Business Administration, Division of Research in Boston.

Durand, D. (1952, January). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In *Conference on research in business finance* (pp. 215-262). NBER. Retirado de http://www.nber.org/books/univ52-1

Fahlenbrach, R., Rageth, K., & Stulz, R. M. (2021). How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the COVID-19 crisis. *The Review of Financial Studies*, *34*(11), 5474-5521. https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa134

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of financial studies*, 1-33. Retirado de https://www.jstor.org/stable/2696797

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, *26*(2), 301-325. https://doi.org/10.1086/467037

Fan, J. P., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and quantitative Analysis*, *47*(1), 23-56. https://doi.org/10.1017/S0022109011000597

Faulkender, M., & Smith, J. M. (2016). Taxes and leverage at multinational corporations. *Journal of Financial Economics*, *122*(1), 1-20. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.05.011

Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*, *28*(4), 759-783. https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European financial management*, *10*(2), 295-319. https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x

Fitzgerald, J., & Ryan, J. (2019). The impact of firm characteristics on speed of adjustment to target leverage: a UK study. *Applied Economics*, *51*(3), 315-327. https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1495822

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of empirical corporate finance*, 135-202. https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial management*, *38*(1), 1-37. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x

Ghazouani, T. (2013). The capital structure through the trade-off theory: Evidence from Tunisian firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, *3*(3), 625-636. Retirado de https://dergipark.org.tr/en/pub/ijefi/issue/31958/351941?publisher=http-www-cag-edu-tr-ilhan-ozturk

Granado, P., Pacheco, L., & Vieira, E. (2022). A estrutura de capital das empresas industriais portuguesas: O caso do setor do têxtil e vestuário. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*, *8*(15). https://doi.org/10.54663/2183-3826.2022.v8.n15.45-77

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In *The economics of information and uncertainty* (pp. 107-140). University of Chicago Press. Retirado de http://www.nber.org/books/mcca82-1

Gunardi, A., Firmansyah, E. A., Widyaningsih, I. U., & Rossi, M. (2020). Capital structure determinants of construction firms: does firm size moderate the results?. *Montenegrin Journal of Economics*, *16*(2), 93-100. https://doi.org/10.14254/1800-5845/2020.16-2.7

Gupta, N., & Shaw, J. D. (2014). Employee compensation: The neglected area of HRM research. *Human resource management review*, *24*(1), 1-4. https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2013.08.007

Han, Y., & Chung, R. Y. N. (2023). Pre-COVID-19 cognitive social capital and peri-COVID-19 depression: A prospective cohort study on the contextual moderating effect of the COVID-19 pandemic in China, 2016–2020. *Health & Place*, *82*, 103022. https://doi.org/10.1016/j.healthplace.2023.103022

Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The journal of finance*, *45*(2), 321-349. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03693.x

Hasan, M. M., Asad, S., & Wong, J. B. (2022). Oil price uncertainty and corporate debt maturity structure. *Finance Research Letters*, *46*, 102278. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102278

Hennessy, C. A. E. e Whited, T. M. (2005), "Debt Dynamics", *The Journal of Finance*, Vol. 60, N. 3, pp. 1129-1165. http://dx.doi.org/10.1561/0500000035

Hu, S., & Zhang, Y. (2021). COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence. *International review of economics & finance*, *74*, 365-372. https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.03.016

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, *76*(2), 323-329. Retirado de https://www.jstor.org/stable/1818789

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. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

JS Ramalho, J., & da Silva, J. V. (2009). A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms. *Quantitative Finance*, *9*(5), 621-636. https://doi.org/10.1080/14697680802448777

Kahl, M., Lunn, J., & Nilsson, M. (2019, May). Operating leverage and corporate financial policies. In *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1787184

Kamath, B., G. (2008). Intellectual capital and corporate performance in Indian pharmaceutical industry. *Journal of Intellectual Capital*, 9(4), 684–704. https://doi.org/10.1108/14691930810913221

Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of banking & finance*, *35*(2), 358-371. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.08.015

Kenourgios, D., Savvakis, G. A., & Papageorgiou, T. (2020). The capital structure dynamics of European listed SMEs. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 32(6), 567-584. https://doi.org/10.1080/08276331.2019.1603946

Khafid, M., Prihatni, R., & Safitri, I. E. (2020). The effects of managerial ownership, institutional ownership, and profitability on capital structure: Firm size as the moderating

variable. *International Journal of Financial Research*, *11*(4), 493-501. https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n4p493

Khémiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *70*, 150-159. https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.010

Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and quantitative analysis*, *21*(2), 131-144. https://doi.org/10.2307/2330733

Köksal, B., & Orman, C. (2015). Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy. *Small Business Economics*, *44*, 255-282. https://doi.org/10.1007/s11187-014-9597-x

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, *28*(4), 911-922. https://doi.org/10.2307/2978343

Le, T. P. V., & Tannous, K. (2016). Ownership structure and capital structure: A study of Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*, *55*(4), 319-344. https://doi.org/10.1111/1467-8454.12089

Lee, C. F., & Kuo, N. T. (2014). Effects of ultimate ownership structure and corporate tax on capital structures: Evidence from Taiwan. *International Review of Economics & Finance*, *29*, 409-425. https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.07.004

Li, L., Strahan, P. E., & Zhang, S. (2020). Banks as lenders of first resort: Evidence from the COVID-19 crisis. *The Review of Corporate Finance Studies*, *9*(3), 472-500. https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa009

Lin, H. C., Liang, S. H., Chiu, S. C., & Chen, C. Y. (2019). Leverage and employee compensation–the perspective of human capital. *International Journal of Managerial Finance*, *15*(1), 62-78. https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2017-0247

Lisboa, I. (2017). Capital structure of exporter SMEs during the financial crisis: Evidence from Portugal. *European Journal of Management Studies*, *22*(1), 25-49. Retirado de http://hdl.handle.net/10400.5/13947

Lisboa, I. (2019). Capital structure choices and exports: The case of the Portuguese mold industry. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, *13*(4), 23-45. http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v13i4.3

López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, *31*, 117-136. https://doi.org/10.1007/s11187-007-9088-4

Luu, D. H. (2021). The impact of capital structure on firm value: A case study in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, *8*(5), 287-292. https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no5.0287

Markonah, M., Salim, A., & Franciska, J. (2020). Effect of profitability, leverage, and liquidity to the firm value. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, *1*(1), 83-94. https://doi.org/10.38035/dijefa.v1i1.225

Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in international business and finance*, *27*(1), 28-51. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2012.05.002

Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, *40*, 19-33. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014

Matias, F., Salsa, L., & Afonso, C. (2018). Capital structure of Portuguese hotel firms: a structural equation modelling approach. *Tourism & Management Studies*, *14*(1), 73-82. https://doi.org/10.18089/tms.2018.14SI108

Mazur, K. (2007). The determinants of capital structure choice: evidence from Polish companies. *International Advances in Economic Research*, *13*, 495-514. https://doi.org/10.1007/s11294-007-9114-y

Mehran, H. (1992). Executive incentive plans, corporate control, and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, *27*(4), 539-560. https://doi.org/10.2307/2331139

Memon, P. A., Rus, R. B. M., & Ghazali, Z. B. (2015). Firm and macroeconomic determinants of debt: Pakistan evidence. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, *172*, 200-207. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.01.355

Miglo, A. (2016). *Capital structure in the modern world*. Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-319-30713-8

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, *48*(3), 261-297. Retirado de https://www.jstor.org/stable/1809766

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, *53*(3), 433-443. Retirado de https://www.jstor.org/stable/1809167

Mokhova, N., & Zinecker, M. (2014). Macroeconomic factors and corporate capital structure. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, *110*, 530-540. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.897

Mouton, M., & Pelcher, L. (2023). Capital structure and COVID-19: Lessons learned from an emerging market. *Acta Commercii*, *23*(1), 10. https://doi.org/10.4102/ac.v23i1.1125

Munawar, A. (2020, May). Determinants of Corporates Leverage in Indonesia. In *2nd International Seminar on Business, Economics, Social Science and Technology (ISBEST 2019)* (pp. 302-306). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/aebmr.k.200522.056

Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, *5*(2), 147-175. https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, *39*(3), 575–592. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

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. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, *14*(1), 2-22. https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2017-0055

Neves, M. E., Almeida, D., & Vieira, E. S. (2022a). The cultural dimension in companies' leverage. New evidence using panel data for a European macroeconomic context. *Cross Cultural & Strategic Management*. https://doi.org/10.1108/CCSM-10-2021-0180

Neves, M. E., Castanheira, P., Dias, A., Silva, R., & Cancela, B. (2022b). Determinants factors of the performance of metallurgical companies in Northern Portugal: new evidence using panel data. *EuroMed Journal of Business*. https://doi.org/10.1108/EMJB-05-2022-0099

Neves, M. E; Leite, H.; Dias, A; Silva, R., & Serrasqueiro, Z (2023), Financial Leverage Determinants: The case of the Health Sector in a small civil law country, Management Decision, forthcoming.

Neves, M. E., Santos, A., Proença, C., & Pinho, C. (2022). The influence of corporate governance and corporate social responsibility on corporate performance: an Iberian panel data evidence. *EuroMed Journal of Business*. https://doi.org/10.1108/EMJB-01-2022-0002

Neves, M. E., Serrasqueiro, Z., Dias, A., & Hermano, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention: Empirical evidence of Portuguese companies with panel data. *International Journal of Accounting & Information Management*, *28*(3), 465-495. https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2019-0094

Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). Determinants of firm capital structure: Empirical evidence from Vietnam. *International Journal of Financial Research*, *11*(4), 10-22. https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n4p10

Nunkoo, P. K., & Boateng, A. (2010). The empirical determinants of target capital structure and adjustment to long-run target: evidence from Canadian firms. *Applied Economics Letters*, *17*(10), 983-990. https://doi.org/10.1080/17446540802599671

Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of business finance & accounting*, *28*(1-2), 175-198. https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370

Pacheco, L. (2016). Capital structure and internationalization: The case of Portuguese industrial SMEs. *Research in International Business and Finance*, *38*, 531-545. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.014

Pacheco, L., & Tavares, F. (2017). Capital structure determinants of hospitality sector SMEs. *Tourism Economics*, *23*(1), 113-132. https://doi.org/10.5367/te.2015.0501

Palacín-Sánchez, M. J., Ramírez-Herrera, L. M., & Di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*, *41*, 503-519. https://doi.org/10.1007/s11187-012-9439-7

Pindado, J., & De La Torre, C. (2011). Capital structure: New evidence from the ownership structure. *International Review of Finance*, *11*(2), 213-226. https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01115.x

Prakash, N., Maheshwari, A., & Hawaldar, A. (2023). The impact of Covid-19 on the capital structure in emerging economies: evidence from India. *Asian Journal of Accounting Research*, *8*(3), 236-249. https://doi.org/10.1108/AJAR-05-2022-0144

Proença, P., Laureano, R. M., & Laureano, L. M. (2014). Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, *150*, 182-191. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.027

Proença, C., Neves, E., Rego, M. & Pinto, P (2023). Corporate Performance Determinants in the Iberian Peninsula: the effect of intellectual capital and gender diversity, *Gender in Management, forthcoming.*

Queirós M., Mota, C., Silva S., Pereira A., & Resende M. (2020). *Análise Financeira de Empresas: Finanças Empresariais*. Quântica Editora.

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. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *71*, 148-160. https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001

Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *71*, 148-160. https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001

Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American economic review*, *63*(2), 134-139. Retirado de https://www.jstor.org/stable/1817064

Santos, M. S., Moreira, A. C., & Vieira, E. S. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of Management & Governance*, *18*, 1063-1107. https://doi.org/10.1007/s10997-013-9272-7

Sari, I. A. G. D. M., & Sedana, I. B. P. (2020). Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable. *International research journal of management, IT and Social Sciences*, *7*(1), 116-127. https://doi.org/10.21744/irjmis.v7n1.828

Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, *16*(2), 445-466. https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344

Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2012). Is age a determinant of SMEs' financing decisions? Empirical evidence using panel data models. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *36*(4), 627-654. https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00433.x

Serrasqueiro, Z., Matias, F., & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, *28*, 13-28. https://doi.org/10.18089/DAMeJ.2016.28.2

Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial finance*, *37*(2), 117-133. https://doi.org/10.1108/03074351111103668

Short, H., Keasey, K., & Duxbury, D. (2002). Capital structure, management ownership and large external shareholders: a UK analysis. *International Journal of the economics of Business*, *9*(3), 375-399. https://doi.org/10.1080/1357151021000010382

Stoiljkovic, A., Tomic, S., Lekovic, B., & Matic, M. (2022). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence of Manufacturing Companies in the Republic of Serbia. *Sustainability*, *15*(1), 778. https://doi.org/10.3390/su15010778

Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of financial Economics*, *20*, 25-54. https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6

Sudiyatno, B., Nugroho, S., Susilawati, Y., & Nurhayati, I. (2019, July). Determinants of capital structure. In *International Conference on Banking, Accounting, Management, and Economics (ICOBAME 2018)* (pp. 62-65). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/icobame-18.2019.13