

UMA ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO DE HOSPITAIS FILANTRÓPICOS BRASILEIROS DE 2006 A 2012 POR MEIO DA ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL DINÂMICO

*AN ANALYSIS OF THE INDEBTEDNESS OF BRAZILIAN PHILANTHROPIC HOSPITALS FROM 2006 TO
2012 BY DYNAMIC PANEL DATA ANALYSIS*

Antônio Artur de SOUZA
antonioarturdesouza@gmail.com

Bernardo Franco TORMIN
bernardo-ft@hotmail.com

Ewerton Alex AVELAR
ewertonaavelar@gmail.com

Lorena Gouvêa ALVES
lorenagouvea@hotmail.com

Simone Evangelista FONSECA
simone_fonseca16@hotmail.com

Leonora Figueiredo LAMEGO
lelamegola@gmail.com

Universidade Federal de Minas Gerais

Recebido em 06/2016 – Aprovado em 10/2016

Resumo

Evidências literárias mostram que a estrutura de capital empresarial apresenta a capacidade de determinação do risco e do valor de mercado de cada empresa. A definição dessa estrutura pode ser decomposta por meio do custo de capital de terceiros e do custo de capital próprio que ela possui. Como objetivo geral, a pesquisa deste artigo, visa analisar de forma empírica a existência de relevância ou não da estrutura de capital para hospitais filantrópicos, sobre seu endividamento. A metodologia aplicada na análise de dados (em painel dinâmico) e no conjunto de dados utilizados, diz respeito aos demonstrativos financeiros de 15 hospitais filantrópicos entre os anos de 2006 a 2012. Os resultados obtidos favoreceram a hipótese de relevância da estrutura de capitais para os hospitais filantrópicos, em que se verificou significância das variáveis “endividamento no tempo anterior”, “crescimento”, “rentabilidade” e “tangibilidade” para explicar o impacto sobre o custo de capital de terceiros.

Palavras-chave: Estrutura de capital; Hospitais filantrópicos; Painel dinâmico.

Abstract

The financial literature presents that the capital structure influences the risk and the market value of a company. The definition of this structure can be decomposed in cost of debts and cost of equity. This study aimed at analyzing empirically the existence of the relevance (or irrelevance) of capital structure on voluntary hospitals (focusing on their debt). It was analyzed financial statements of 15 hospitals between 2006 and 2012. The methodology applied in analysis was the panel data. The results enhanced the hypothesis of the relevance of capital structure for voluntary hospitals. It was verified the significance of the following variables in explaining the cost of debt: debt of previous period, growth, profitability and tangibility

Keywords: Capital structure; Voluntary hospitals; Dynamics panel data analysis.

1 INTRODUÇÃO

A existência de uma estrutura de capital ótima se define como tópico ainda em discussão recorrente no âmbito das Finanças Corporativas. A partir da proposição exposta por Modigliani e Miller (1958) que, baseados em certas premissas, defenderam que a estrutura de capital da empresa seria irrelevante para definir seu valor, desenvolveram-se diversos outros trabalhos, tanto empíricos quanto teóricos, com propósito de verificar a relevância da estrutura de capital em avaliação de empresas. Com base nessa perspectiva, a teoria *Pecking Order* (POT) proposta por Myers e Majluf (1984) e a teoria de *Trade-off* (TOT), que teve seu desenvolvimento a partir dos trabalhos de Miller (1977), Kraus e Litzenberger (1978), são consideradas exemplos de teorias que se contrapõem a tal irrelevância inicialmente identificada.

Nesse sentido, definida uma determinada estrutura de capital organizacional, seu impacto terá relação direta com o custo de capital e com o valor da empresa. Como a taxa de retorno exigida

para realização determinado investimento, o custo de capital também serve como ferramenta de auxílio para o administrador no que se relaciona à tomada de decisões financeiras. Tal custo, de acordo com a forma de financiamento organizacional, pode ser ainda identificado também por meio do custo do capital de terceiros e custo do capital próprio. Sendo que o custo do capital de terceiros, diz respeito ao retorno esperado pelos credores da empresa, enquanto o retorno esperado do capital próprio está associado ao retorno dado aos investidores do patrimônio líquido.

Mediante as duas fontes de financiamento supracitadas, a combinação de ambas em análises da estrutura de capital das organizações, realiza-se o cálculo do denominado custo médio ponderado de capital (CMPC) sendo que, este custo representa também a taxa mínima de retorno geral que a empresa precisa obter sobre seu ativo para que suas atividades não incorram em prejuízos (ROSS *et al.*, 2008). Desse modo, o CMPC pode ser utilizado ainda como uma taxa de desconto para avaliação de fluxos de caixa futuros de empreendimentos, desde que o risco de investimento do projeto em questão seja similar ao risco geral associado às atividades desempenhadas pela empresa.

Em termos gerais, as organizações hospitalares operam com recursos financeiros oriundos de diversas fontes e podem apresentar resultados operacionais também diversificados de acordo com o propósito de cada tipo específico de organização atuante em serviços de saúde. Os hospitais podem operar com recursos próprios ou de terceiros no financiamento de suas atividades, sendo que os de terceiros refletem os montantes recebidos, por exemplo, de verbas governamentais destinadas, empréstimos ou mesmo investidores interessados no setor. Salienta-se que os hospitais filantrópicos se diferem de privados no que tange a questão de apresentação do lucro.

Diante do exposto, surge a necessidade de se verificar a existência da relevância ou não da estrutura de capital quanto ao endividamento de hospitais filantrópicos, objetivo principal da

pesquisa apresentada neste artigo. Assim, os objetivos específicos do trabalho encontram-se delineados da seguinte maneira: (i) identificar quais variáveis são significativas para explicar o endividamento dos hospitais filantrópicos; e (ii) verificar o processo de ajuste da estrutura de capital dos hospitais filantrópicos, ao longo do tempo, para o alcance de determinado nível ótimo. No que diz respeito aos procedimentos empregados para realização do estudo, salienta-se que o conjunto de dados abordados compreende um total de 15 hospitais filantrópicos brasileiros observados quanto às demonstrações contábeis de 2006 a 2012. Ademais, ressalta-se que, como *software* estatístico para implementação da metodologia no tratamento dado às informações, utilizou-se o R versão 3.1.0.

O presente artigo está dividido em 5 seções, incluída a presente Introdução. Na Seção 2, apresenta-se uma fundamentação teórica acerca dos principais tópicos abordados na pesquisa. Por sua vez, na Seção 3, serão explicitados os procedimentos metodológicos adotados no desenvolvimento da pesquisa. Em sequência, na Seção 4, encontra-se uma análise dos resultados obtidos por meio da metodologia empregada. Por fim, na Seção 5, tecem-se considerações finais no tocante aos resultados obtidos, bem como a descrição das limitações e sugestões para pesquisas futuras.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

De acordo com Gitman e Zutter (2011), a estrutura de capital pode ser considerada como a partição do capital de uma empresa no que se refere ao seu financiamento. Nesse sentido, a estrutura de capital deveria refletir uma combinação entre fontes de captação de recursos financeiros da organização, a qual estará dividida em capital próprio e capital de terceiros. Segundo Brito *et al.* (2007), os acionistas ou sócios de uma empresa são os principais responsáveis pelo provimento do capital próprio, enquanto os recursos adquiridos por meio de dívidas são recursos utilizados referentes ao capital externo à

organização e de terceiros. Desse modo, a gestão da estrutura de capital para os fornecedores das fontes de financiamento se torna requisito fundamental da administração organizacional.

Para os administradores, a tomada de decisão gerencial no que se relaciona à estrutura de capital da empresa comumente representaria um assunto de grande relevância. A questão permite se definir uma estrutura de capital ótima com propósito de se maximizar o valor dessa empresa vis-à-vis o mercado em que ela atua (SALIM; YADAV, 2012). Entretanto, Modigliani e Miller (1958) em seu trabalho estabeleceram a ideia de que, dada certas premissas, a estrutura de capital pode ser irrelevante para a definição do valor da empresa mediante o mercado, ou seja, não existiria uma estrutura de capital ótima.

Em conformidade com os estudos desenvolvidos sobre a estrutura de capital em Finanças, Modigliani e Miller (1958) desenvolveram a primeira de diversas proposições capaz de descrever e avaliar a relevância de existência de uma política de estrutura de capital consolidada dentro de uma empresa. Nesse estudo, aqueles autores consideraram-se as seguintes premissas: (i) o mercado é perfeito; (ii) investidores individuais podem adquirir empréstimos a mesma taxa que as empresas; (iii) não existem oportunidades de arbitragem; e (iv) a divisão do lucro entre dividendos e lucros retidos não tem efeito nenhum sobre o custo de capital da empresa. Desse modo, Modigliani e Miller (1958) demonstraram que embora uma empresa possa se endividar utilizando-se de capitais de terceiros, o valor da empresa não irá se diferenciar de outra não endividada cujos fluxos de resultados operacionais sejam equivalentes. Assim, a política de endividamento pode ser considerada irrelevante para avaliar uma empresa, ou seja, a estrutura de capital não afeta seu valor de mercado.

Devido a inúmeras críticas feitas ao seu primeiro estudo, Modigliani e Miller (1963) fizeram uma correção em seu artigo original. As críticas se fundamentavam na afirmação de que o processo arbitrário condicionaria a equivalência dos valores das empresas mesmo com a existência de

tributos. Desse modo, Modigliani e Miller (1963) consideraram a dedutibilidade dos juros na apuração do Imposto de Renda como benefício fiscal. Nesse sentido, fundamentaram a ideia de que o aumento do nível de endividamento de uma empresa eleva o seu risco e, conseqüentemente, compromete a rentabilidade exigida por um acionista.

Contudo, dada as imperfeições de mercado às quais às organizações se encontram sujeitas, as proposições estipuladas por Modigliani e Miller (1958; 1963) são constantemente questionadas e vários autores por meio, por exemplo, de aplicação do empirismo em seus estudos, ratificam a ideia da existência de uma relação entre a estrutura de capital e suas relações com o valor da empresa (BRITO et al., 2007; SALIM; YADAV, 2012).

De acordo com Gitman e Zutter (2011), os projetos desenvolvidos por uma empresa carecem de investimentos e exigem uma taxa de retorno mínima para manter o valor de mercado de suas ações. Tal taxa é denominada como custo de capital organizacional. Segundo Brealey e Myers (2007), ao se elevar o grau de risco ao qual uma empresa opera, o custo de capital estimado para ela será superior se comparado ao de outra similar de mercado, mas detentora de menor risco. Tal afirmação se justifica pela existência de maior insegurança sobre o futuro da organização e em dirimir suas obrigações, o que por sua vez, reflete ainda em uma maior exigência de desempenho por parte dos acionistas e pelos fornecedores de capital no mercado.

Como determinantes do custo de capital empresarial, existem duas fontes específicas que o compõem: o custo do capital de terceiros, geralmente de longo prazo e o custo do capital próprio, sob a forma de ações ordinárias. A primeira diz respeito à taxa de empréstimo exigida pelos fundos de longo prazo e o segundo, por sua vez, à uma taxa de desconto esperada para os dividendos da empresa pelos investidores, a fim de determinarem o valor de sua ação. Assim, em meio à existência dessas fontes específicas de financiamento, a sua combinação refletirá o custo médio esperado,

dadas a estrutura de capital da empresa e as perspectivas de risco e retorno, conhecido como CMPC (DAVIS; POINTON, 1996).

Diante do exposto, pode-se dizer que duas teorias concorrem para fornecer explicações acerca da estrutura de capital das empresas e seu endividamento: Teoria do *Trade-off* (TOT) e a Teoria do *Pecking Order* (POT). A última é atribuída a Myers (1984), enquanto a primeira é fundamentada nos estudos de Kraus e Litzenberger (1973), Jensen e Meckling (1976) e De Angelo e Masulis (1980). Basicamente, a TOT se refere à utilização de um nível ótimo de capital de terceiros, enquanto a POT pressupõe a existência de uma hierarquia na escolha entre o uso de recursos próprios e o uso de capital de terceiros (CERETTA et al., 2007).

Em termos gerais, Brito et al. (2007) ressaltam que, na TOT pressupõe-se que o custo do capital de terceiros se manterá estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual se eleva devido ao aumento do risco de falência. Como o custo de capital de terceiros pode ser inferior ao custo do capital próprio, a empresa deveria se endividar até o ponto em que o seu custo de capital total atingisse um patamar mínimo. Sendo que esse ponto representaria a estrutura de capital ótima, que levaria à maximização do valor da empresa (BRITO et al., 2007; ROSS et al., 2008). Autores como Ross et al. (2008) destacam que, sob a perspectiva da TOT, uma empresa toma emprestado até o ponto em que o benefício fiscal de uma unidade monetária extra de dívida se iguala ao custo resultante da maior probabilidade de problemas financeiros.

Já no caso da POT, as empresas geralmente preferem financiar seus investimentos por meio de recursos internos (retenção de lucros). Sendo que, caso esses recursos não sejam suficientes, sua segunda opção seria o financiamento por meio de dívidas e, por fim, se ainda existir necessidade de recursos, são emitidas novas ações (BRITO et al., 2007).

Diante do exposto, observam-se divergências significativas entre a estrutura de capital esperada e o endividamento das empresas sob a

perspectiva de cada uma das teorias apresentadas. Dessa forma, muitos fatores considerados determinantes da estrutura de capital das empresas podem ser interpretados de formas distintas entre as teorias abordadas. Algumas dessas interpretações são apresentadas por Brito e Lima (2005) como descrito na Tabela 1.

Tabela 1: Relação entre fatores e o previsto pelas teorias da estrutura de capital

Fator	Teoria	Associação Prevista
Tangibilidade	TOT	Positiva
	POT	Positiva
Rentabilidade	TOT	Positiva
	POT	Negativa
Crescimento	TOT	Negativa
	POT	Positiva
Risco	TOT	Negativa
	POT	Negativa

Fonte: Adaptado de Brito e Lima (2005)

As teorias da estrutura de capital não aplicam apenas a empresas com fins lucrativos, mas também podem ser aplicadas a hospitais. Assim, o foco da pesquisa ora apresentada é analisar essas teorias no caso de hospitais filantrópicos. As organizações hospitalares de natureza filantrópica, diferentemente das organizações privadas com fins lucrativos, são aquelas que realizam suas atividades sem quaisquer fins lucrativos. Segundo o *Department of Trade and Industry* (2002), uma empresa de caráter social também pode ser definida como uma organização, cujo foco primário da realização de suas atividades representa essencialmente objetivos sociais, e na qual o reinvestimento principal dos excedentes é realizado em atividades voltadas para as comunidades ligadas com seu negócio. Desse modo, os hospitais filantrópicos podem ser classificados como empresas de cunho social.

3. METODOLOGIA

A pesquisa cujos resultados são apresentados neste artigo pode ser classificada como causal e com enfoque quantitativo segundo Malhotra e Birks (2007). Os dados utilizados na pesquisa apresentada neste artigo foram retirados inicialmente das demonstrações financeiras de 22 hospitais filantrópicos brasileiros. A base apresenta contínua fomentação e o registro do recolhimento de informações contábeis teve seu início a partir de 2007. Assim, o banco de dados contempla as demonstrações financeiras anuais de 2006 a 2013. Todavia, em detrimento da ausência de informações completas das demonstrações financeiras de alguns dos hospitais filantrópicos, foram utilizados dados de 15 hospitais filantrópicos e considerado o período de 2006 a 2012 (7 anos). Assim, em razão da origem dos dados e devido à finalidade de seu uso, os dados utilizados são essencialmente de natureza secundária (COOPER; SCHINDLER, 2012).

Para a análise dos dados, aplicou-se a técnica de análise de dados organizados em painel. De acordo com Baltagi (2013), os dados em painéis dizem respeito às informações coletadas de determinados indivíduos, neste caso hospitais filantrópicos, em que os mesmos são acompanhados dentro de um intervalo de tempo específico. Todavia, houve momentos que, embora todos os indivíduos tenham sido acompanhados em um horizonte de tempo, por vezes se perde informação em determinados instantes de tempo, e o painel se configura como desbalanceado (CAMERON; TRIVEDI, 2005). Adicionalmente, a estimação dos parâmetros de interesse referentes ao método dos dados em painéis, proporciona maiores inferências se comparados ao uso, por exemplo, de apenas séries transversais ou temporais (GREENE, 2011).

Genericamente, nas perspectivas da TOT e da POT, pode-se considerar que a estrutura de capital seria um processo no qual as empresas ao longo do tempo tentam ajustá-la a um suposto nível-alvo ótimo. Assim, o endividamento das empresas pode ser avaliado como processo dinâmico que conjuntamente poderá ser

explicado combinando-se outras variáveis características da estrutura de capital de uma empresa. Nesse caso, dos hospitais filantrópicos adotou-se um modelo de dados em painel dinâmico. Formalmente, um modelo dinâmico defasado em 1 unidade de tempo e expresso como:

$$Y_{it} = \gamma Y_{i,t-1} + X'_{it} \beta + \alpha + \varepsilon_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T$$

Equação (1)

Equação na qual (γ) representa o endividamento do hospital filantrópico (i) no ano (t); (γ) representa o coeficiente da variável resposta (y) defasada em 1 ano; (x') compõem a matriz das variáveis explicativas de dimensão (K); (β) se refere ao vetor dos coeficientes das variáveis explicativas; (α) se refere ao efeito não observado específico do hospital filantrópico (i); e (ε) é o erro de (i) no tempo (t).

De acordo com a existência de variáveis possivelmente correlacionadas com o termo de erro, utilizou-se como recurso o uso de variáveis instrumentais. Assim, para a estimação de um

assim uma estimação mais eficiente com o uso das defasagens da variável dependente como variáveis instrumentais. Neste sentido, matematicamente a Equação (1) se reduziu para:

$$(Y_{it} - \gamma Y_{i,t-1}) = \gamma(Y_{i,t-1} - \gamma Y_{i,t-2}) + \beta'(X_{it} - X_{i,t-1}) + \varepsilon_{it} - \varepsilon_{i,t-1}$$

Equação (2)

As variáveis elegidas para explicar o endividamento dos hospitais filantrópicos (END) no que diz respeito ao custo de capital foram o crescimento (CRES), a rentabilidade (RENT), o tamanho (TAM), a tangibilidade (TANG) e o risco (RISC). A escolha destas variáveis está fundamentada em trabalhos em que se considerou a ideia de uma estrutura de capital ótima e que tal estrutura está relacionada com o grau de endividamento (NAKAMURA *et al.* 2007; MACMILLAN; CAMARA, 2012; ORTIZ; GODOY, 2012; CORREA *et al.* 2013). Assim, as variáveis contidas no modelo a ser construído estão matematicamente definidas como exposto nas equações 3 a 8. Ressalta-se, por fim, que a estimação do modelo e as análises estatísticas

$$END = \frac{(Passivo Circulante + Passivo Não Circulante)}{Ativo Total}$$

Equação (3)

$$CRES = \frac{(Receita Líquida_t - Receita Líquida_{t-1})}{Receita Líquida_{t-1}}$$

Equação (4)

$$RENT = \frac{EBIT}{Ativo Total}$$

Equação (5)

$$TAM = \ln(Receita líquida)$$

Equação (6)

$$TANG = \frac{(Estoques + Ativo Permanente)}{Ativo Total}$$

Equação (7)

$$RISC = (RENT - RENT \text{ Média})^2$$

Equação (8)

modelo dinâmico no qual se incluiu o uso de variáveis instrumentais, foi utilizado o *Generalized Methods of Moments* (GMM) proposto por Arellano e Bond (1991), permitindo

realizadas foram realizadas por meio do *software* estatístico R versão 3.1.0.

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A fim de estimar o modelo dinâmico o qual conseguisse melhor explicar o comportamento do endividamento dos hospitais filantrópicos por meio do custo de capital de terceiros, realizou-se inicialmente uma análise para verificar se as variáveis explicativas apresentavam correlação. Desse modo, a Tabela 2 apresenta os coeficientes de correlação linear de Pearson para as variáveis analisadas.

Inferese que as correlações existentes entre todas as variáveis não se apresentaram de maneira muito forte. Observa-se que maioria se ateve a um valor próximo a 0,30 apontando assim uma correlação fraca. Ressalta-se apenas uma correlação negativa moderada entre a RENT e o RISC, que atingiu o valor de -0,66. Adicionalmente, avaliou-se a multicolinearidade entre todas as variáveis especificadas no modelo por meio do *variance inflation fator* (VIF) e nenhuma delas apresentou multicolinearidade significativa em relação às demais. Portanto, para a construção do modelo, nenhuma dessas variáveis foi excluída.

Os resultados do painel dinâmico no tocante do

uso do teste de Wald no qual se rejeita a hipótese nula de que algum dos coeficientes estimados sejam igual a 0. Ou seja, mesmo estimados, tais coeficientes podem ser considerados significantes para o modelo. Adicionalmente, para a validação dos instrumentos utilizados no modelo, recorreu-se ao teste de Sargan, no qual não se rejeitou a hipótese nula de que os instrumentos utilizados no modelo estão inadequados. E por fim, em conformidade com os p-valores dos testes de verificação da correlação nos erros, verificou-se que não se rejeita a hipótese de não correlação serial dos resíduos de primeira e segunda ordem.

Observa-se, na Tabela 3, que, das variáveis utilizadas como explicativas no modelo, apenas o ENDit-1, a RENT o CRES e a TANG apresentaram-se de forma significativas para explicar o endividamento dos hospitais filantrópicos ao nível de 5% de significância. Assim, pode-se dizer que o endividamento se encontra positivamente correlacionado com o endividamento no ano anterior (0,96), negativamente correlacionado com a rentabilidade (-0,18), positivamente correlacionado com o grau de crescimento (0,01) e positivamente correlacionado com o grau de tangibilidade (0,43) do hospital filantrópico.

Tabela 2 – Coeficiente de correlação linear de Pearson para as variáveis explicativas do modelo

Variáveis	END	CRES	RENT	TAM	TANG	RISC
END	1					
CRES	0,03	1				
RENT	-0,21	0,02	1			
TAM	0,33	0,03	-0,03	1		
TANG	0,08	-0,05	-0,33	-0,10	1	
RISC	0,04	-0,02	-0,66	-0,14	0,10	1

Fonte: Elaborado pelos autores

endividamento dos hospitais filantrópicos por meio do custo do capital de terceiros estão disponíveis na Tabela 3. No que se relaciona aos testes estatísticos de avaliação do modelo, fez-se

Tabela 3 – Resultados do Painel Dinâmico

Variável explicativa	Coefficiente	Valor do teste	P-valor
ENDit-1	0,96	6,95	0,00
CRES	0,01	2,76	0,01
RENT	-0,18	-2,05	0,04
TAM	-0,10	-1,14	0,45
TANG	0,43	2,13	0,03
RISC	-0,52	-1,55	0,57
Teste de Wald		495,64	0,00
Teste de autocorrelação AR(1)		-1,59	0,14
Teste de autocorrelação AR(2)		0,54	0,78
Teste de Sargan		12,36	0,34

Fonte: Elaborado pelos autores.

5 CONCLUSÕES

Com relação às atividades desempenhadas por um administrador, cabe ao mesmo tomar as decisões necessárias para o melhor desempenho possível da empresa mediante o mercado. Desse modo, no que diz respeito à área financeira da organização, os administradores devem sempre se ater também em como realizar a captação de recursos para a sustentabilidade de seus investimentos e qual será a influência dessa escolha para o futuro da empresa. Nesse sentido, o profissional deverá estimar quanto de recursos pode e precisa ser adquirido para a empresa. Deverá principalmente definir qual a combinação de capital próprio e de terceiros seria a melhor de modo a reduzir os riscos associados à empresa, assegurando suas atividades e o aumento do seu valor de mercado. Tal situação pode ser observada no caso de hospitais filantrópicos.

De acordo com os resultados obtidos por meio da metodologia aplicada neste estudo, favorece-se a ideia de existência da relevância da estrutura de capital, no caso para hospitais filantrópicos, contrapondo-se às proposições de Modigliani e Miller (1958; 1963). Em conformidade com o modelo obtido, o fato do endividamento do ano anterior ter sido significativo e positivo, isso corrobora com a ideia da existência de custos

relevantes para ajuste da estrutura de capital, o que ratifica a TOT. Entretanto, a rentabilidade também foi considerada significativa para explicar o comportamento dos níveis de endividamento organizacional, devido a sua correlação negativa e pode-se inferir ainda que os hospitais filantrópicos mais rentáveis optem por recorrer menos a capitais de terceiros, em razão de disponibilidade de recursos e tal evidência fornece suporte ao que é sustentado pela POT.

Quanto à variável crescimento, observa-se que ela apresentou relação positiva e como significativa, implicando assim no favorecimento da ideia de que hospitais filantrópicos que apresentam crescimento em suas receitas tendem a recorrer menos ao uso de capitais de terceiros e, conseqüentemente, terão menores dívidas (essa relação ratifica a TOT). Para a variável tangibilidade, sua significância e correlação positiva implicaram que, hospitais filantrópicos cujo grau de imobilização é maior, tendem a evitar o uso de capital próprio para financiamento de suas atividades, favorecendo simultaneamente à TOT e à POT.

Por fim, as variáveis “riscos” e “tamanho” dos hospitais não se apresentaram de maneira significativa o suficiente para explicar o nível endividamento dessas instituições filantrópicas

abordadas no estudo. Desse modo, os resultados vão de encontro ao exposto por Modigliani e Miller (1958; 1963) e evidenciam certo favorecimento da TOT em relação à POT, para o caso de hospitais filantrópicos.

Como limitações do estudo, ressalta-se a escassez de informações contábeis divulgadas pelos hospitais filantrópicos brasileiros no que se refere às demonstrações financeiras. Nesses documentos não se verificou padrão para as contas, o que dificultou a tabulação adequada dos dados. Além disso, o uso limitado de apenas 15 organizações filantrópicas não possibilita a inferências mais robustas sobre a avaliação do real impacto do custo do capital de terceiros pela análise de dados em painéis dinâmicos para a população total de hospitais filantrópicos brasileiros.

Portanto, como uma sugestão para desenvolvimentos de trabalhos futuros, podem ser realizados estudos semelhantes a este, todavia agregando um número maior de hospitais filantrópicos, dada disponibilidade de informação, e até mesmo acrescentando-se novas variáveis que contribuam para explicações acerca do nível de endividamento organizacional. Adicionalmente, também podem ser desenvolvidas pesquisas com intuito comparativo do custo do capital de terceiros envolvendo os hospitais públicos, privados e filantrópicos.

REFERÊNCIAS

- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, v. 58, p. 277-297, 1991.
- BALTAGI, B. H. *Econometric analysis of panel data*. 5th ed. UK: John Wiley & Sons Ltd, 2013.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Principles of corporate finance*. 9th ed. New York: McGraw-Hill, 2007.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D.. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 18, n. 43, Apr. 2007.
- BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 59, n.2, p. 177-208, 2005.
- CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. *Microeconometrics: methods and applications*. 1st ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.
- CERETTA, P. C.; VIEIRA, K. M.; FONSECA, J. L.; TRINDADE, L. L. Determinantes da estrutura de capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao Ibovespa no período de 1995 a 2007. *Revista de Gestão USP*, v. 16, n. 4, p. 29-43, 2009.
- CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 14, n. 4, p. 106-133.
- DAVIS, Edwards W.; POINTON, John. *Finance and the firm: an introduction to corporate finance*. New York: Oxford University Press 1996.
- DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY (DTI). *Social Enterprise: A strategy of success*. UK: DTI, 2002.
- GITMAN, L. J.; ZUTTER, C. J. *Principles of Managerial Finance*. 13th ed. Boston: Prentice Hall, 2011.
- GREENE, W. H. *Econometric analysis*. 7th ed. New Jersey: Prentice Hall, 2011.
- MARGARITIS, D.; PSILLAKI, M. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, v. 34, p. 621-632, 2010.
- MCMILLAN, D. G.; CAMARA, O. Dynamic capital structure adjustment: US MNCs & DCs. *Journal of Multinational Financial Management*, v. 22, p. 278-301, 2012.
- MILLER, M. H. *Debt and taxes*. *Journal of Finance*, v. 32, p. 261-275, 1977.

MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 187-222, 1984.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período de 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, n. 44, p. 72-85, 2007.

ORTIZ, V. V.; GODOY, A. R. Condiciones financieras que impactan la estructura financiera de la indústria de cosméticos y aseo em Colombia. *Cuad. Admon. Ser. Organ*, v. 25, nº 44, p. 175-191, 2012.

SALIM, M.; YADAV, R. Capital structure and firm performance: evidence from Malaysian listed companies. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, v. 65, p. 156-166, 2012.