

Teresa Isabel Fonseca Inácio Pinto Gago

**Quais são os fatores que afetam a estrutura de capital das empresas hoteleiras? Evidência empírica em diferentes regiões de Portugal.**



Universidade do Algarve

Faculdade de Economia

2023

Teresa Isabel Fonseca Inácio Pinto Gago

**Quais são os fatores que afetam a estrutura de capital das empresas hoteleiras? Evidência empírica em diferentes regiões de Portugal.**

Dissertação

Mestrado em Finanças

**Trabalho efetuado sob a orientação de:**  
Professora Doutora Maria Fernanda  
Ludovina Inácio Matias



Universidade do Algarve  
Faculdade de Economia

2023

# Quais são os fatores que afetam a estrutura de capital das empresas hoteleiras? Evidência empírica em diferentes regiões de Portugal.

## Declaração de Autoria do Trabalho

Declaro ser o(a) autor(a) deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Teresa Isabel Fonseca Inácio Pinto Gago

.....

(assinatura)

- Obs: assinar apenas em folha separada a ser entregue com o pedido de provas -

---

**No verso** da declaração de autoria do trabalho incluir a seguinte indicação:

© **Copyright:** Teresa Isabel Fonseca Inácio Pinto Gago.

A Universidade do Algarve reserva para si o direito, em conformidade com o disposto no Código do Direito de Autor e dos Direitos Conexos, de arquivar, reproduzir e publicar a obra, independentemente do meio utilizado, bem como de a divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição para fins meramente educacionais ou de investigação e não comerciais, conquanto seja dado o devido crédito ao autor e editor respetivos.

# Agradecimentos

Para a concretização do presente trabalho, contei com o imprescindível apoio, direto e indireto, de várias pessoas. Demonstro a este grupo de pessoas o meu reconhecimento pela sua contribuição para a materialização deste objetivo.

Apresento os meus mais sinceros agradecimentos à minha orientadora, a Professora Doutora Fernanda Matias, pela sua disponibilidade e simpatia, pelo seu acompanhamento atento e metódico, pela partilha de conhecimentos e pela confiança depositada no meu trabalho.

Manifesto a mais profunda gratidão pelos meus pais e amigos. Sou grata pelo seu apoio incondicional, pela confiança que sempre depositaram nas minhas capacidades e por me transmitirem os valores e a paz de que necessito para alcançar os meus objetivos de vida.

# Resumo

O presente estudo analisa os determinantes da estrutura de capital de PME hoteleiras portuguesas por regiões (NUTS I). A variável dependente investigada é a dívida total e as variáveis explicativas são o crescimento, a dimensão, os ganhos fiscais não associados à dívida, a idade, a rendibilidade, a tangibilidade do ativo e a localização. Recorrendo à base de dados Orbis, foram obtidos dados relativos a uma amostra de 994 empresas para o período 2015-2019. Foi aplicada a metodologia dos modelos de dados em painel à amostra total e às subamostras das diferentes regiões em estudo.

Os resultados obtidos para a amostra total e para o Continente permitem concluir que todos os determinantes financeiros em estudo são estatisticamente significativos na explicação do endividamento total. Relativamente à subamostra Madeira, o nível de endividamento das suas empresas é explicado pelas variáveis dimensão, idade, rendibilidade e tangibilidade do ativo. A dívida total das empresas dos Açores, por sua vez, só apresenta uma relação estatisticamente significativa com a variável rendibilidade.

A presente investigação também possibilitou verificar que existem diferenças estatisticamente significativas entre as regiões portuguesas (NUTS I) ao nível do endividamento total das PME do setor hoteleiro.

É possível concluir que tanto a *trade-off theory* (TOT) como a *pecking order theory* (POT) são relevantes para a fundamentação do comportamento da estrutura de capital das empresas analisadas.

Palavras-chave: Estrutura de Capital, Dados em Painel, Heterogeneidade Regional, PME, Setor Hoteleiro.

# Abstract

This study analyzes the capital structure determinants of Portuguese hotel SMEs by regions (NUTS I). The dependent variable investigated is total debt and the independent variables are growth, size, non-debt tax shields, age, profitability, asset tangibility and location. Using Orbis database, data was obtained for a sample of 994 companies, for the period 2015-2019. The panel data methodology was applied to the total sample and to the subsamples correspondent to the different regions under observation.

The results obtained for the total sample and for the Continent region allow us to conclude that all the financial determinants studied are statistically significant in explaining the total debt. Regarding Madeira's subsample, the level of debt of its companies is explained by the variables size, age, profitability and asset tangibility. In turn, the total debt of Azores' companies only presents a statistically significant relationship with the profitability variable.

This investigation also allowed the finding of statistically significant differences between Portuguese regions (NUTS I) in terms of hospitality SMEs' total debt.

It is proper to conclude that both the *trade-off theory* (TOT) and the *pecking order theory* (POT) are important in justifying capital structure's behavior of the samples analyzed in this study.

Keywords: Capital Structure, Panel Data, Regional Heterogeneity, SMEs, Hotel Sector.

# Índice Geral

Agradecimentos .....	iii
Resumo.....	iv
Abstract .....	v
Índice Geral .....	vi
Índice de Tabelas .....	viii
Capítulo 1 – Introdução.....	1
Capítulo 2 – Revisão de Literatura .....	4
2.1 – Teoria da Estrutura de Capital .....	4
2.1.1 – Abordagem tradicional.....	4
2.1.2 – Modigliani e Miller (1958).....	5
2.1.3 – Teoria do <i>trade-off</i> .....	6
2.1.4 – Teoria da <i>pecking order</i> .....	9
2.2 – Estudos Empíricos .....	14
Capítulo 3 – Indústria Hoteleira Portuguesa .....	45
3.1 – Importância do Turismo em Portugal.....	45
3.2 – Relevância da Indústria Hoteleira Portuguesa .....	47
3.3 – Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa .....	49
Capítulo 4 – Metodologia.....	57
4.1 – Formulação de Hipóteses.....	57
4.1.1 – Crescimento.....	58
4.1.2 – Dimensão.....	59
4.1.3 – Ganho fiscal não associado à dívida.....	60
4.1.4 – Idade.....	61
4.1.5 – Rendibilidade.....	62
4.1.6 – Tangibilidade do Ativo .....	63
4.1.7 – Localização .....	64
4.2 – Base de Dados, Amostra e Variáveis .....	66
4.3 – Modelos de Dados em Painel .....	68
Capítulo 5 – Resultados.....	70
5.1 – Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlações .....	70

5.2 – Resultados dos Modelos .....	73
5.3 – Discussão dos Resultados.....	78
Capítulo 6 – Conclusões e Limitações .....	82
Referências Bibliográficas.....	85

# Índice de Tabelas

Tabela 2.1 - Relação esperada entre os determinantes e o endividamento, por determinante.....	11
Tabela 2.2 - Relação esperada entre determinantes e endividamento, por efeito (teoria).....	12
Tabela 2.3 - Relação esperada entre determinantes e endividamento, por teorias financeiras da estrutura do capital (teoria do trade-off e teoria da hierarquização das fontes de financiamento)....	13
Tabela 2.4 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital na indústria hoteleira.....	15
Tabela 2.5 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital por regiões.....	23
Tabela 2.6 - Outros estudos empíricos sobre estrutura de capital.....	29
Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital.....	34
Tabela 4.1 - Indicadores de região.....	65
Tabela 4.2 - Distribuição geográfica da amostra total.....	67
Tabela 4.3 – Variáveis dependentes e independentes.....	67
Tabela 5.1 – Estatísticas Descritivas.....	71
Tabela 5.2 – Matriz de Correlações.....	72
Tabela 5.3 – Determinantes da Dívida Total – Amostra Total.....	73
Tabela 5.4 – Determinantes da Dívida Total – Continente.....	74
Tabela 5.5 – Determinantes da Dívida Total – Madeira.....	75
Tabela 5.6 – Determinantes da Dívida Total – Açores.....	76
Tabela 5.7 – Síntese dos Resultados.....	78

# Capítulo 1 – Introdução

Entende-se por estrutura de capital de uma empresa a combinação de fontes de financiamento às quais recorre no desenvolvimento da sua atividade. O presente estudo tem como finalidade analisar determinantes da estrutura de capital de PME portuguesas da indústria hoteleira por regiões (NUTS I). As regiões portuguesas apresentam diferenças inter-regionais significativas (Andraz & Norte, 2010), pelo que também se pretende estudar se esta heterogeneidade se estende à estrutura de capital.

A abordagem teórica tradicional à temática da estrutura de capital defendia a existência de uma estrutura ótima de capital, que maximiza o valor da empresa e minimiza o custo médio ponderado do capital. A investigação sobre estrutura de capital cresceu consideravelmente após a divulgação do trabalho de Modigliani e Miller (1958) denominado “*The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*”, que defendia a inexistência de uma estrutura de capital ótima. Modigliani e Miller (1963) introduzem o imposto sobre os rendimentos empresariais e a influência que os benefícios fiscais da dívida exercem sobre a estrutura de capital. Consequentemente, defenderam a existência de uma estrutura de capital ótima, constituída exclusivamente por dívida. O contributo de Miller (1977) para a literatura sobre estrutura de capital está relacionado com a introdução dos impostos sobre os rendimentos de pessoas singulares (juros e dividendos). O trabalho de DeAngelo e Masulis (1980), por sua vez, teve em consideração os benefícios fiscais não associados ao endividamento.

As teorias financeiras sobre estrutura de capital têm vindo a ser sintetizadas nas teorias do *trade-off* (TOT) e da *pecking order* (POT). A TOT assume a existência de uma estrutura de capital ótima, resultante do equilíbrio entre os benefícios e os custos da dívida. Por sua vez, a POT defende que a estrutura de capital das empresas é determinada por uma hierarquia de fontes de financiamento.

Os estabelecimentos hoteleiros destacam-se pela sua relevância no setor do turismo (Rebelo, 2016). Por sua vez, o turismo é um dos principais setores impulsionadores da economia

portuguesa. Em 2021, o setor contribuiu direta e indiretamente para o PIB com 16,8 mil milhões de euros, montante que representa 8,0% do total do PIB. (Instituto Nacional de Estatística, 2021). Portugal era o décimo quinto país com mais chegadas de turistas não residentes no ano de 2019 (pré-pandemia), com uma quota de mercado de 1,7% (UNWTO, 2020). No mesmo ano, cerca de 51,2% das receitas obtidas pelas exportações de serviços resultaram da exportação de viagens e turismo (BdP/Pordata, 2023).

Em 2021, 8,3% das empresas portuguesas não financeiras desempenhavam funções de alojamento, restauração ou similares, perfazendo um total de 111 094 empresas (INE, 2023). No mesmo ano, o setor do Alojamento empregava perto de 1,6% da população com emprego em Portugal (INE, 2022). O volume de negócios alcançado pelo subsector Alojamento em 2019 (pré-pandemia) foi de 5 678 milhões de euros e o VAB atingiu 2 799 milhões de euros (INE, 2023).

O presente estudo incide sobre uma amostra composta exclusivamente por PME. Ainda que sejam as empresas de grande dimensão a gerar 39,3% do VAB e 42,6% do volume de negócios das empresas portuguesas, as PME representam a quase totalidade do tecido empresarial português, pelo que é inegável a sua apreciável influência no país e a sua relevância para a economia. Também são as PME que garantem 77,6% do emprego em Portugal e 60,7% do valor acrescentado bruto das suas empresas (INE, 2023). Em grande parte dos países desenvolvidos, as PME também constituem a maioria do tecido empresarial (Palacín-Sánchez et al., 2013). Na União Europeia, 99% das empresas são PME (Comissão Europeia, 2023).

Para realizar a investigação proposta, procedeu-se a uma revisão de literatura sobre a estrutura de capital e à análise e sistematização de estudos empíricos desenvolvidos sobre esta temática. Não obstante o elevado nível de investigação teórica e empírica, muitos resultados mostram-se inconclusivos. Também se realizou uma descrição do setor do turismo em Portugal, seguida de uma análise mais aprofundada à indústria hoteleira portuguesa.

Este estudo investiga os determinantes financeiros crescimento, dimensão, ganho fiscal não associado à dívida, idade, rendibilidade e tangibilidade, além da localização da empresa com base numa amostra geral de 994 empresas recolhida na base de dados Orbis para o período 2015-2019, prévio à pandemia Covid-19.

O presente trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: o capítulo 1 contém a introdução do estudo, justificando a sua pertinência e identificando os objetivos que se pretendem atingir; o capítulo 2 exhibe as revisões teórica e empírica desenvolvidas; o capítulo 3 apresenta a caracterização do setor da hotelaria em Portugal; o capítulo 4 apresenta a metodologia utilizada; o capítulo 5 expõe os resultados da investigação; o capítulo 6 apresenta as conclusões do presente estudo, bem como as suas limitações e propostas de investigação.

# Capítulo 2 – Revisão de Literatura

## 2.1 – Teoria da Estrutura de Capital

### 2.1.1 – Abordagem tradicional

A abordagem tradicional da estrutura de capital, apresentada por Durand (1952), consiste em admitir a existência de uma combinação ótima de capital próprio e de capital alheio da empresa. Na presença desta estrutura de capital, o custo médio ponderado do capital da empresa é minimizado e o seu valor é maximizado.

Segundo a abordagem tradicional, à medida que o peso da dívida de uma empresa pouco endividada aumenta, o custo do capital alheio mantém-se estável, mas o custo do capital próprio aumenta devido ao risco financeiro do endividamento. O custo médio ponderado do capital desce nesta primeira fase, pois o capital alheio é menos oneroso do que o capital próprio. No entanto, a um certo nível de endividamento, o aumento do custo do capital próprio deixa de permitir que o custo médio ponderado continue a decrescer. Este é o rácio de endividamento para o qual a empresa minimiza o custo médio ponderado do seu capital e maximiza o seu valor, ou seja, é a estrutura ótima de capital da empresa. Se o nível de dívida aumentar para além deste valor, as remunerações dos capitais próprio e alheio encarecem, devido à perceção de risco por parte dos investidores, pelo que o custo médio ponderado do capital da empresa também aumenta e o valor da mesma diminui (Solomon, 1963).

## 2.1.2 – Modigliani e Miller (1958)

O trabalho de Modigliani e Miller (1958) denominado “*The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*” é considerado seminal para a investigação da estrutura de capital. Apoia-se num conjunto muito vasto de pressupostos, nomeadamente: mercados de capitais perfeitos; financiamento da empresa através de dívida sem risco (obrigações) e capital próprio (ações); resultado esperado antes de juros e impostos (RAJI) igual ao *cash-flow*; *cash-flows* perpétuos e constantes, ou seja, o seu crescimento esperado é nulo; decisões dos gestores visam maximizar a riqueza dos acionistas. Pormenorizando, os pressupostos dos mercados de capitais perfeitos são numerosos: nenhum comprador ou vendedor pode influenciar a cotação dos títulos ou a taxa de juro; não existem custos de transação de títulos; todos os investidores têm acesso igual e gratuito a toda a informação relevante sobre o preço e outras características dos títulos; todos os títulos transacionáveis são infinitamente divisíveis; os investidores atuam de forma racional; as condições de endividamento são idênticas para empresas e investidores; todos os investidores antecipam os mesmos resultados operacionais para cada empresa; não existem impostos; não existem custos de falência das empresas.

Este trabalho foi crucial para a investigação sobre a estrutura de capital, pois permitiu que a investigação subsequente, em parte motivada pela derrogação dos pressupostos, criasse um expressivo enquadramento teórico sobre a estrutura de capital.

As Proposições I e II de Modigliani e Miller (1958) preveem, respetivamente, a influência do endividamento no valor de uma empresa e na rendibilidade das ações da mesma. A proposição III refere-se à taxa de rendibilidade dos projetos de investimento.

Segundo a proposição I do artigo de Modigliani e Miller (1958), a estrutura de capital de uma empresa não tem influência sobre o seu valor de mercado ou sobre o custo médio ponderado do capital. O valor da empresa não está, portanto, dependente das decisões de financiamento. O valor da empresa deriva da sua política de investimento, dos *cash-flows* esperados para a empresa e da taxa de atualização adequada à sua classe de risco. Posto isto, não é admitida a

existência de uma estrutura de capital ótima, o que contraria a abordagem tradicional da estrutura de capital.

A proposição II de Modigliani e Miller (1958) estabelece que quando se verifica o crescimento do nível de dívida de uma empresa, a rentabilidade exigida pelos acionistas aumenta porque estes percebem o risco inerente ao endividamento, o que provoca o crescimento da taxa de rentabilidade esperada do capital próprio. O capital alheio é uma fonte de financiamento menos onerosa do que o capital próprio. No entanto, segundo esta proposição, este benefício do endividamento é compensado pelo referido encarecimento do capital próprio, pelo que o custo médio ponderado do capital se mantém constante. A taxa de rentabilidade do capital próprio corresponde à taxa de rentabilidade da empresa não endividada acrescida de um prémio de risco financeiro.

### 2.1.3 – Teoria do *trade-off*

Kraus e Lintzenberger (1973) defenderam que a estrutura de capital é influenciada por um *trade-off* existente entre os custos de falência e os ganhos fiscais inerentes ao endividamento. Segundo a teoria do *trade-off*, ou *trade-off theory* (TOT), existe um nível de endividamento que otimiza a estrutura de capital, ao equilibrar os custos e os benefícios da dívida.

Esta teoria surge da derrogação de pressupostos assumidos por Modigliani e Miller (1958), estudo basilar sobre a estrutura de capital.

A dívida oferece, a título de exemplo, o benefício da dedutibilidade dos juros (Modigliani & Miller, 1963). Também permite reduzir os custos de agência do capital próprio (Jensen, 1986), em virtude do papel disciplinador que desempenha na relação entre os gestores e os proprietários.

Os custos da dívida advêm dos fatores que incentivam a empresa a reduzir a mesma. Alguns destes incentivos são os custos de agência que surgem das divergências de interesses entre os dirigentes e os credores (Jensen & Meckling, 1976), os custos de falência (Robichek &

Myers, 1966) e os ganhos fiscais não associados à dívida, como as depreciações e amortizações do exercício (DeAngelo & Masulis, 1980).

#### *2.1.3.1 – Efeito fiscal*

A investigação sobre a estrutura de capital prossegue com o trabalho de Modigliani e Miller (1963), que inclui o efeito dos impostos sobre os lucros das empresas. Os investigadores assumem que os encargos financeiros da empresa são dedutíveis para efeitos fiscais e que as empresas recorrem a dívida sem risco. Entende-se que o crescimento do nível de endividamento é benéfico, não só porque reduz o custo médio ponderado do capital, mas também porque gera ganhos fiscais que favorecem o valor da empresa. Consequentemente, estes estudos reconhecem a possibilidade de uma estrutura de capital ótima, sendo esta composta exclusivamente por dívida.

Miller (1977) acrescentou à discussão a variável impostos sobre os rendimentos de pessoas singulares, argumentando que estes compensam o benefício fiscal da dívida. Este estudo sustenta que o nível de endividamento volta a perder relevância para o cálculo do valor da empresa, não existindo uma estrutura de capital ótima para a empresa, embora o setor de atividade possa atingir uma combinação de capitais próprios e alheios ótima.

DeAngelo e Masulis (1980) incorporaram no estudo da estrutura de capital a temática dos ganhos fiscais não associados à dívida (e.g., crédito fiscal de investimento e depreciação de ativos tangíveis). Concluíram que a empresa beneficia do endividamento se os resultados forem suficientes para conseguir usufruir de todas as fontes de benefício fiscal. Os autores afirmam que à medida que a proporção de capital alheio aumenta, verifica-se a diminuição do valor incremental do benefício fiscal por ele proporcionado. O valor de mercado da empresa pode mesmo diminuir a partir de determinado nível de endividamento.

### 2.1.3.2 – Efeito dos custos de falência

Os custos de falência constituem um fator que ganha importância na investigação da estrutura de capital. Uma empresa encontra-se em processo de falência quando as circunstâncias em que se encontra revelam a sua incapacidade de fazer face aos seus compromissos financeiros. A análise de Kim (1978) à influência de benefícios fiscais e custos de falência na estrutura de capital possibilitou verificar que a relação entre o valor da empresa e o seu endividamento é positiva para níveis de dívida baixos, mas negativa para níveis de dívida altos, pois o ganho fiscal da dívida deixa de ser suficiente para torná-la benéfica. Demonstrou, portanto, a existência de uma estrutura de capital que otimiza o valor da empresa. Scott (1976) também defendeu a existência de um *trade-off* entre dívida e custos de falência e concluiu que a empresa apresenta uma estrutura de capital ótima quando o ganho fiscal marginal da dívida é equivalente aos custos de falência marginais da mesma.

Segundo Vilabella e Silvosa (1997), os custos de falência podem ser particularmente prejudiciais para as PME devido às garantias pessoais que muitas vezes são necessárias para que as mesmas consigam obter financiamento.

### 2.1.3.3 – Efeitos dos custos de agência

Jensen e Meckling (1976) estudaram a estrutura de capital recorrendo à teoria da agência. Estabelece-se uma relação de agência entre duas entidades quando uma, o principal, delega a outra, o agente, poder de tomada de decisão. As relações entre os agentes económicos associados a uma empresa podem gerar custos se as diferentes partes manifestarem conflitos de interesses, sendo que a assimetria de informação entre os *stakeholders* poderá acentuar o efeito da conflitualidade de interesses das partes.

Esta teoria ajuda a explicar a estrutura de capital porque parte das vantagens e desvantagens da dívida são, respetivamente, a redução e o aumento destes conflitos. A dívida poderá contribuir para reduzir os conflitos entre os proprietários e os gestores pois, ao diminuir os fundos disponíveis devido ao serviço da dívida, assume um papel disciplinador. Desta forma,

reduz os custos de agência advindos de gastos supérfluos ou de investimentos de reduzida rentabilidade. Por outro lado, as relações entre os dirigentes e os credores também são geradoras de conflitos, devido às decisões oportunistas que expõem os credores ao risco de expropriação. Os problemas de agência surgem, por exemplo, quando os dirigentes tomam decisões como a realização de investimentos que não procuram maximizar o valor da empresa ou a distribuição de dividendos em montante superior ao previsto.

As PME's suportam custos de agência diferentes, devido ao facto de ser habitual a propriedade e a gestão estarem concentradas na mesma pessoa. Os conflitos entre proprietários e gestores são, portanto, reduzidos. No entanto, os interesses dos sócios gestores e dos sócios não gestores podem colidir, porque os primeiros têm o poder de tomar decisões para benefício próprio em detrimento do valor da empresa. Quanto aos conflitos entre os credores e os dirigentes nas PME's, estes advêm principalmente de características das empresas desta dimensão como a grande assimetria de informação entre as partes e a maior imprevisibilidade dos *cash-flows* futuros comparativamente a empresas de grande dimensão. Posto isto, as garantias pessoais são uma das condições usualmente exigidas pelos credores.

#### 2.1.4 – Teoria da *pecking order*

A teoria da hierarquização das fontes de financiamento, ou *pecking order theory* (POT), foi introduzida por Myers e Majluf (1984), com base nos custos de informação assimétrica. Quando os agentes económicos internos e externos à empresa possuem informação distinta ou de diferente qualidade, estamos perante assimetria de informação entre as partes, que pode originar situações de seleção adversa e risco moral. Esta teoria não admite a existência de uma estrutura de capital ótima. Defende que a estrutura de capital de uma empresa surge de decisões de financiamento que respeitam uma hierarquia de fontes de financiamento, e não da procura por atingir um nível de endividamento ótimo. As empresas financiam-se

inicialmente com fontes de financiamento com as quais preservam uma relação de maior transparência e que são, por isso, as menos onerosas.

No topo da hierarquia encontram-se os fundos gerados internamente. Esta alternativa de financiamento é a mais económica. Não implica custos de transação, permite a preservação da estrutura de propriedade da empresa e não a sujeita aos problemas causados por assimetria de informação que advêm da sua exposição ao mercado. A segunda fonte de financiamento na hierarquia é a dívida, alternativa que sinaliza estabilidade financeira e que proporciona benefícios fiscais quando os resultados da empresa são suficientes para que tal seja possível. A teoria coloca os aumentos de capital próprio em último lugar na ordem de preferências. Associada a esta alternativa está a elevada assimetria de informação, que é geradora de custos.

Quando comparadas com grandes empresas, as PME divulgam menos informação para o exterior e a qualidade dessa informação também não é regida pelas exigências que são colocadas às grandes empresas. Estes fatores contribuem para que nas relações com PME exista uma maior assimetria de informação. No entanto, quando comparada com a de empresas de maior dimensão, a reputação de PME é menos manipulável através da sinalização ao exterior e mais dependente de aspetos como a relação de confiança estabelecida com os agentes económicos.

Os trabalhos de investigação demonstram que a teoria do *trade-off* e a teoria da hierarquização das fontes de financiamento são importantes para explicar o modo como as empresas se financiam. A relação esperada entre o nível de endividamento e os diversos determinantes é apresentada nas tabelas 2.1, 2.2 e 2.3.

A tabela 2.1 apresenta a relação esperada entre os determinantes e o endividamento, organizada por determinante. Na tabela 2.2 encontra-se a referida relação esperada, mas tendo em conta a natureza do efeito (teoria). Por último, na tabela 2.3 apresenta-se a referida relação com base nas teorias do *trade-off* e da *pecking order*, tendo em conta o endividamento total.

**Tabela 2.1 - Relação esperada entre os determinantes e o endividamento, por determinante**

<b>Determinante</b>	<b>Efeitos</b>	<b>Modelo</b>	<b>Relação com o endividamento</b>
Poupança fiscal não associada à dívida	Fiscal	DeAngelo e Masulis (1980)	-
Rendibilidade	Fiscal	DeAngelo e Masulis (1980)	+
	Agência	Jensen (1986)	+
	Informação assimétrica	Leland e Pyle (1977)	+
	Informação assimétrica	Myers (1984)	-
	Informação assimétrica	Myers e Majluf (1984)	-
Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	Fiscal	DeAngelo e Masulis (1980)	+
	Fiscal	Modigliani e Miller (1963)	+
	Custos de falência	Scott (1976)	+
Valor da garantia dos ativos	Fiscal	DeAngelo e Masulis (1980)	-
	Custos de falência	Myers (1993)	+
	Agência	Jensen e Meckling (1976)	+
	Agência	Myers (1977)	+
Dimensão	Custos de falência	Scott (1976)	+
Valor de liquidação dos ativos	Custos de falência	Scott (1976)	+
Crescimento	Agência	Jensen (1986)	-
	Agência	Myers (1977)	-
	Informação assimétrica	Myers (1984)	+
Free cash-flow	Agência	Jensen (1986)	+
Participação dos gestores no capital	Agência	Jensen (1986)	-
	Agência	Jensen e Meckling (1976)	-
	Informação assimétrica	Leland e Pyle (1977)	+
Risco	Agência	Myers (1977)	+

Fonte: Adaptado de Matias (2000) e Correia (2015).

**Tabela 2.2 - Relação esperada entre determinantes e endividamento, por efeito (teoria)**

<b>Efeitos</b>	<b>Determinante</b>	<b>Modelo</b>	<b>Relação com o endividamento</b>
Teoria do Efeito Fiscal	Poupança fiscal não associada à dívida	DeAngelo e Masulis (1980)	-
	Rendibilidade	DeAngelo e Masulis (1980)	+
	Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	DeAngelo e Masulis (1980) Modigliani e Miller (1963)	+ +
	Valor da garantia dos ativos	DeAngelo e Masulis (1980)	-
Teoria dos Custos de Falência	Dimensão	Scott (1976)	+
	Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	Scott (1976)	+
	Valor da garantia dos ativos	Myers (1993)	+
	Valor de liquidação dos ativos	Scott (1976)	+
Teoria da Agência	Crescimento	Jensen (1986) Myers (1977)	- -
	Free cash-flow	Jensen (1986)	+
	Participação dos gestores no capital	Jensen (1986) Jensen e Meckling (1976)	- -
	Rendibilidade	Jensen (1986)	+
	Valor da garantia dos ativos	Jensen e Meckling (1976) Myers (1977)	+ +
	Risco	Myers (1977)	+
Teoria da Informação Assimétrica	Crescimento	Myers (1984)	+
	Participação dos gestores no capital	Leland e Pyle (1977)	+
	Rendibilidade	Leland e Pyle (1977)	+
		Myers (1984) Myers e Majluf (1984) Ross (1977)	- - +

Fonte: Adaptado de Matias (2000) e Correia (2015).

**Tabela 2.3 - Relação esperada entre determinantes e endividamento, por teorias financeiras da estrutura do capital (teoria do *trade-off* e teoria da hierarquização das fontes de financiamento)**

Determinantes	Relação prevista com o endividamento	
	PT	
	TOT	POT
Crescimento	-	+
Dimensão	+	+ <sup>1</sup>
Ganho fiscal não associado à dívida	-	
Idade	+	-/+
Oportunidades de crescimento	-	-
Rendibilidade	+	- <sup>2</sup>
Risco	- <sup>3</sup>	-
Tangibilidade do ativo	+ <sup>4</sup>	+ <sup>5</sup>

Fonte: Adaptado de Matias (2000) e Correia (2015).

<sup>1</sup> Sikveland, Xie e Zhang (2022) prevêm uma relação não significativa.

<sup>2</sup> Rebelo (2016) prevê a possibilidade de a relação ser positiva, com base nos argumentos presentes em Leland e Pyle (1977), Ross (1977) e Poitevin (1989), ou negativa, segundo os argumentos apresentados em Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

<sup>3</sup> Rebelo (2016) prevê uma relação positiva, de acordo com os argumentos de Myers (1977).

<sup>4</sup> Rebelo (2016) prevê a possibilidade de a relação positiva, segundo os fundamentos de Jensen e Meckling (1976), Harris e Raviv (1990), Scott (1976) e Myers (1977, 1993), ou negativa, com base nos trabalhos de DeAngelo e Masulis (1980).

<sup>5</sup> Matias e Serrasqueiro (2016) prevêm a possibilidade de a relação ser positiva ou negativa.

## 2.2 – Estudos Empíricos

Neste capítulo, apresenta-se o conjunto dos estudos sobre estrutura de capital que foram analisados no decorrer da elaboração do presente trabalho.

As tabelas 2.4, 2.5 e 2.6 organizam a informação recolhida por estudo. Os trabalhos que analisam empresas do setor hoteleiro encontram-se na tabela 2.4 e os que têm em conta a localização das empresas encontram-se na tabela 2.5. Na tabela 2.6 encontram-se os estudos que não possuem nenhuma destas particularidades, mas que se consideram igualmente interessantes para aprofundar a revisão da investigação empírica.

A tabela 2.7 organiza a informação recolhida por determinantes do endividamento e reúne informação de todos os estudos revistos.

**Tabela 2.4 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital na indústria hoteleira**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Rebelo, Matias e Carrasco (2022)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2007-2013</li> <li>◦ 686 empresas hoteleiras portuguesas e 910 empresas hoteleiras espanholas</li> <li>◦ Amadeus</li> </ul>	PT/ ATL	Crescimento (Taxa de crescimento do	+			Modelos de regressão fracionários
			Dimensão (log ATL)	+			
			Ganho fiscal não associado à dívida	+			
			Rendibilidade (RAJI/ATL)	-			
			<i>Free cash-flow</i> ((RL+DP)/VN)	-			
			Idade (Número de anos de vida da empresa)	-			
			Tangibilidade do ativo (AFT/ATL)	+			
			Risco (CD do VN)	+			
			Localização (Variável <i>dummy</i> : 1 – Portugal; 0 – Espanha)	+			
<b>Conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ Os resultados obtidos ajustam-se melhor ao que é enunciado pela POT do que ao previsto pela TOT. As empresas hoteleiras portuguesas com maiores níveis de rendibilidade e de <i>free cash-flow</i> dependem menos de capital alheio.</li> <li>◦ Enquanto que para as empresas portuguesas o risco de negócio constitui um obstáculo ao endividamento e os ativos tangíveis são pouco importantes enquanto colateral, para as empresas espanholas em estudo os ativos tangíveis são valorizados.</li> <li>◦ Nas empresas que evidenciam maior risco, ter mais <i>cash-flow</i> facilita o acesso à dívida. Este facto aponta para a possibilidade de os bancos concederem crédito levando em consideração garantias reais e risco pessoal em detrimento do risco do negócio.</li> </ul>							
Sikveland, Xie e Zhang (2022)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2008-2018</li> <li>◦ 5 474 empresas norueguesas do setor da hotelaria</li> <li>◦ Brønnøysund Register Centre</li> </ul>	PT/AT	Rendibilidade (ROS= RAJI/VT)	-	-	-	Dados em painel com efeitos fixos
		PLP/AT	Crescimento (Taxa de crescimento das VT)	+	n.s.	+	
		PCP/AT	Tangibilidade do ativo (AFT/AT)	+	+	-	
		ACL/AT	Dimensão (log AT)	+	+	-	

**Tabela 2.4 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital na indústria hoteleira (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Sikveland, Xie e Zhang (2022) (cont.)			Ganho fiscal não associado à dívida (DP/AT)	+	n.s.	+	
			<i>Clustering</i> (log (Número de empresas do setor hoteleiro na região))	n.s.	n.s.	+	
			Sazonalidade (Coeficiente de Gini agregado)	+	+	n.s.	
			Procura turística interna (Coeficiente de Gini desagregado)	n.s.	n.s.	+	
			Procura turística externa (Coeficiente de Gini desagregado)	+	+	n.s.	
<b>Notas e conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ A relação apresentada na tabela para os determinantes crescimento, tangibilidade do ativo, dimensão, ganho fiscal não associado à dívida e número de empresas foi a verificada tanto para os modelos empíricos que usaram o índice de Gini agregado como para os modelos que utilizaram este índice desagregado.</li> <li>◦ A sazonalidade e o agrupamento geográfico (<i>clustering</i>) influenciam, de facto, as componentes da estrutura do capital. Os resultados sugerem que empresas sujeitas a elevada sazonalidade necessitam de conseguir aumentar a sua capacidade de alojamento em períodos de maior procura. Isto provoca uma subida do nível de endividamento de longo prazo, o que por sua vez aumenta o nível de endividamento total.</li> <li>◦ O agrupamento geográfico das empresas (<i>clustering</i>) influencia positivamente a dívida de curto prazo e negativamente a liquidez, o que indica a possibilidade de elevados níveis de competição serem responsáveis pela diminuição da liquidez e pelo conseqüente aumento da necessidade de recorrer a este tipo de endividamento como alternativa.</li> <li>◦ Foram indicadas somente as variáveis que são alvo de investigação no presente estudo.</li> </ul>							

**Tabela 2.4 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital na indústria hoteleira (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Li, Singal (2019)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2002-2016</li> <li>◦ 133 empresas dos setores hotelaria e restauração de capital aberto dos Estados Unidos da América</li> <li>◦ Compustat</li> </ul>	PLP/AT	Rendibilidade (RL/AT)		-		Dados em painel
			Oportunidades de crescimento ( <i>market-to-book ratio</i> = Valor de mercado do AT / Valor contábilístico do AT)		n.s.		
			Dimensão (ln AT)		n.s.		
			Ganho fiscal não associado		-		
			Risco ( $\sigma$ (RAJI/AT))		-		
			Tangibilidade do ativo (AFT/AT)		-		
			Intensidade de capital (Despesas de capital/AT)		+		
			Rácio de receita das taxas ((Taxas de administração + Taxas de franchising) / RB)		n.s.		
			Grau de franchising (Unidades franqueadas / Unidades totais)		-		
			Estratégia ALFO ( <i>asset-light and fee-oriented strategy</i> ) (medida que incorpora a variância das quatro medidas individuais acima)		n.s.		
<b>Notas e conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ Constam na tabela apenas as relações verificadas na subamostra das empresas do setor hoteleiro, por ser este o foco da presente dissertação.</li> <li>◦ A estratégia ALFO é muito utilizada no setor da hotelaria.</li> <li>◦ A aplicação desta estratégia relaciona-se de forma positiva com a dívida de longo prazo no setor da restauração e não influencia significativamente esta variável no setor do alojamento.</li> </ul>							

**Tabela 2.4 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital na indústria hoteleira (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Pacheco e Tavares (2017)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2004-2013</li> <li>◦ 43 PME portuguesas no setor da hotelaria</li> <li>◦ SABI</li> </ul>	PT/AT PLP/AT PCP/AT	Rendibilidade	-	-	n.s.	Dados em painel
			◦ (ROA = RAJI/ AT)	+	n.s.	n.s.	
			◦ (ROE = RAJI/ CP)				
			Tangibilidade dos ativos ((ANC + I)/ AT)	n.s.	+	n.s.	
			Crescimento				
			◦ Das vendas: ((VN <sub>t</sub> - VN <sub>t-1</sub> )/ VN <sub>t-1</sub> )	+	n.s.	n.s.	
			◦ Do ativo total: ((AT <sub>t</sub> - AT <sub>t-1</sub> )/ AT <sub>t-1</sub> )	n.s.	n.s.	n.s.	
			Dimensão (log AT)	n.s.	+	-	
			Liquidez total (AC/PC)	n.s.	+	-	
Ganho fiscal não associado à dívida (DP/AT)	n.s.	n.s.	n.s.				
Idade (Número de anos de vida da empresa)	-	n.s.	n.s.				
Risco							
◦ (SOR = CP/PT)	-	-	n.s.				
◦ (STR = PNC/CP)	n.s.	n.s.	-				
<b>Conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ Os resultados permitiram verificar que o endividamento é influenciado de forma significativa pelos determinantes rendibilidade, tangibilidade do ativo, dimensão, liquidez total e risco. Por outro lado, a sua relação com as variáveis crescimento, ganho fiscal não associado à dívida e idade não foi considerada estatisticamente relevante.</li> <li>◦ Concluiu-se que não é possível explicar as decisões de estrutura de capital da amostra em estudo recorrendo apenas a uma das teorias em análise. Ambas a TOT e a POT são necessárias para justificar essas escolhas.</li> </ul>							

**Tabela 2.4 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital na indústria hoteleira (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Nunes, Serrasqueiro (2017)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2004-2012</li> <li>◦ 177 PME portuguesas do setor hoteleiro</li> <li>◦ SABI</li> </ul>	PLP/AT PCP/AT	Rendibilidade (RAJI/AT)		n.s.	-	Modelos dinâmicos com dados em painel (GMM <i>system</i> e LSDVC), regressão linear (OLS) e regressões admitindo efeitos fixos
			Dimensão (log VT)		+	-	
			Tangibilidade do ativo (AFT/AT)		+	-	
			Crescimento (Taxa de crescimento das VT)		-	+	
			Ganho fiscal não associado à dívida (DP/AT)		-	n.s.	
			Taxa efetiva de imposto (Imposto pago/RAI)		n.s.	n.s.	
			Risco (Valor absoluto da primeira diferença da variação percentual do RAJIDA)		-	n.s.	
<b>Notas e conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ O comportamento das PME está em maior concordância com as previsões da TOT quando as empresas procuram aceder a dívida de longo prazo do que quando se procuram endividar no curto prazo. Em contrapartida, a POT consegue explicar melhor o endividamento de curto prazo do que o de longo prazo.</li> <li>◦ Foram indicadas somente as variáveis que são alvo de investigação no presente estudo.</li> </ul>							
Rebello (2016)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2007-2013</li> <li>◦ 686 empresas hoteleiras portuguesas e 910 empresas hoteleiras espanholas</li> <li>◦ Amadeus</li> </ul>	PT/ATL	Crescimento $((VN_{i,t} - VN_{i,t-1})/VN_{i,t-1})$	+			Modelos de regressão fracionários e Modelo bi-etápico
			Dimensão (log ATL)	+			
			Ganho fiscal não associado à dívida (DP/ATL)	+			
			Rendibilidade (ROI=RAJI/ATL)	-			
			<i>Free cash-flow</i> $((RL+DP)/VN)$	-			

**Tabela 2.4 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital na indústria hoteleira (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Rebello (2016) (cont.)			Idade (Número de anos de vida da empresa)	-			
			Tangibilidade do ativo (AFT/ATL)	+			
			Risco (CD do VN da empresa $i$ no ano $t$ : $(s(VN_{it})/\sqrt{N_{it}})$ )	+			
			Localização (Variável dummy: 1 – empresas portuguesas; 0 – empresas espanholas)	+			
<b>Notas e conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ O nível de dívida exerce uma influencia positiva na eficiência. Esta variável também influencia o nível de dívida positivamente.</li> <li>◦ A variável ganho fiscal não associado à dívida só exerce uma influencia estatisticamente significativa na dívida em empresas espanholas.</li> <li>◦ As empresas do setor hoteleiro portuguesas encontram-se mais endividadas que as empresas espanholas do mesmo setor.</li> <li>◦ A <i>performance</i> das empresas portuguesas do setor hoteleiro relaciona-se positivamente com a dimensão e a rendibilidade e negativamente com a tangibilidade do ativo e o risco. Quanto à <i>performance</i> das empresas hoteleiras espanholas, esta é influenciada positivamente pela rendibilidade, crescimento e <i>free cash-flow</i> e negativamente pela dimensão, tangibilidade do ativo e idade.</li> <li>◦ As variáveis de interação permitiram concluir que algumas variáveis também influenciam a estrutura de capital e a <i>performance</i> de forma indireta.</li> <li>◦ As decisões de financiamento das empresas em estudo ajustam-se mais ao comportamento previsto pela POT, ainda que a TOT também seja útil para explicar o mesmo.</li> <li>◦ Foram indicadas somente as variáveis que são alvo de investigação no presente estudo.</li> </ul>							
Correia (2015)	◦ 2009-2013 ◦ 900 PME hoteleiras portuguesas ◦ Amadeus	PT/AT	Tangibilidade do ativo (AFT/ AT)	+	+	n.s.	Dados em painel
		PLP/AT	Rendibilidade (RAJI/ AT)	-	-	-	
		PCP/AT	Crescimento $((AT_{i,t} - AT_{i,t-1}) / AT_{i,t-1})$	n.s.	+	-	

**Tabela 2.4 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital na indústria hoteleira (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Correia (2015) (cont.)			Dimensão (log VT)	n.s.	n.s.	n.s.	
			Ganho fiscal não associado à dívida (DP/ AT)	-	-	n.s.	
			Idade (ln (Número de anos de vida da empresa))	-	+	-	
<b>Conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ A estrutura de capital das PME portuguesas é influenciada significativamente pelas variáveis tangibilidade do ativo, crescimento, ganho fiscal não associado à dívida e reputação.</li> <li>◦ A estrutura destas empresas não pode ser explicada pela TOT ou pela POT individualmente, sendo necessários os argumentos de ambas as teorias.</li> </ul>							
Serrasqueiro, Nunes (2014)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2000-2009</li> <li>◦ 177 PME portuguesas no setor hoteleiro</li> <li>◦ SABI</li> </ul>	PT/AT	Rendibilidade (RAJ/AT)	-			Modelo dinâmico com dados em painel admitindo efeitos fixos, regressão linear (OLS), modelos dinâmicos com dados em painel (GMM e LSDVC)
			Dimensão (log VT)	+			
			Tangibilidade do ativo (AFT/AT)	+			
			Oportunidades de crescimento (Taxa de crescimento das VT)	-			
			Ganho fiscal não associado à dívida (DP/AT)	-			
			Taxa efetiva de imposto (ISRP/RAI)	n.s.			
			Risco (Valor absoluto da primeira diferença da variação percentual do RAJIDA)	-			
<b>Notas e conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ As empresas em estudo hierarquizam as suas fontes de financiamento, evidência que suporta a POT.</li> <li>◦ Foi aceite a hipótese, prevista pela TOT, de que as empresas procuram ajustar o nível de endividamento a um rácio objetivo. Esta última teoria também é suportada pela relação positiva verificada entre o endividamento e as variáveis dimensão e tangibilidade do ativo, bem como pela relação negativa entre o endividamento e as variáveis oportunidades de crescimento, ganho fiscal não associado à dívida e nível de risco.</li> <li>◦ Foram indicadas somente as variáveis que são alvo de investigação no presente estudo.</li> </ul>							

Nota: Legenda adjacente à tabela 2.6.

Nesta tabela (2.4) encontram-se sintetizados estudos empíricos. Relativamente a cada um sintetizam-se as principais conclusões. Predomina a metodologia de dados em painel. Os estudos apontam para a pertinência de considerar as teorias TOT e POT para explicar as decisões sobre a estrutura de capital.

**Tabela 2.5 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital por regiões**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Butzbach e Sarno (2019)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2001-2013</li> <li>◦ 32 882 PME italianas</li> <li>◦ 20 regiões administrativas de Itália, agrupadas em Sul e Centro-Norte</li> <li>◦ ISTAT</li> </ul>	PT/CP PLP/CP PCP/CP DBT/CP	Dimensão (Número médio anual de funcionários)				Painel de dados não balanceado
			Idade (Número de anos de vida da empresa)				
			Crescimento (Taxa de crescimento anual do AT)				
			Rendibilidade (ROI=RB/AT)				
			Tangibilidade do ativo (AFL/AT)				
			Risco ( $s$ (ROI))				
			Localização (Variável <i>dummy</i> : 1 – observações de empresas do Sul; 0 – restantes observações)				

**Notas e conclusões adicionais**

- As variáveis dependentes em estudo são rácios que têm como denominador o capital próprio e como numeradores a dívida total, dívida de longo prazo, dívida de curto prazo e dívida bancária total, razão pela qual os resultados não figuram na tabela.
- Devido à correlação verificada entre o termo constante e as variáveis dimensão e idade, estas foram substituídas por uma variável que expressa a interação entre elas.
- A tabela apresenta os resultados obtidos para o modelo concebido para Itália porque este contém a *dummy* regional, que permite compreender o efeito da localização no endividamento. Os resultados apresentados são também os obtidos apenas para as empresas rentáveis, pois os resultados referentes à amostra total estão adulterados pelos efeitos da crise económica.
- As variáveis dependentes dívida total e dívida bancária total não são influenciadas de forma estatisticamente significativa pela localização. Relacionam-se positivamente com o crescimento e com a variável interação entre dimensão e idade e negativamente com as restantes variáveis explicativas.
- A dívida de longo prazo também não é influenciada pela localização de modo estatisticamente significativo. Está negativamente associada com o determinante risco e positivamente associada aos restantes determinantes.
- A dívida de curto prazo relaciona-se de forma positiva com o crescimento e com a variável interação entre dimensão e idade e negativamente com as restantes variáveis, incluindo a localização.
- Alguns resultados contrariam as expectativas, principalmente os que se referem às zonas menos desenvolvidas de Itália, localizadas no sul do país. Nestas regiões, as pequenas empresas apresentam valores de capital próprio e de endividamento superiores ao esperado.
- Os determinantes da estrutura de capital de empresas do sul da Itália exercem a influência expectável, com exceção da tangibilidade do ativo, que tem uma relação negativa com a dívida.

**Tabela 2.5 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital por regiões (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados			
				PT	PLP	PCP				
Pietro, Bontempi, Palacín-Sánchez e Samaniego-Medina (2019)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2004-2010</li> <li>◦ 26 504 PME italianas</li> <li>◦ 20 regiões de Itália</li> <li>◦ CADS</li> </ul>	PFT/AT	Dimensão (log AT)				Painel de dados não balanceado			
			Tangibilidade do ativo (AFL/AT)							
			Rendibilidade (RAJIDA/AT)							
			Crescimento (Taxa de crescimento anual do AT)							
			Risco (s(RAJI/AT))							
			Idade (log (Número de anos de vida da empresa))							
			Setor (Variáveis <i>dummy</i> )							
			Indicadores de região:							
			Filiais bancárias (Número de filiais bancárias por 10 000 habitantes)							
			Concentração do mercado bancário (Índice de <i>Lerner</i> )							
			Custo da dívida (Spread de taxa de juro pago em empréstimos)							
			Economia real (Taxa média anual de crescimento do PIB <i>per capita</i> por região)							

**Notas e conclusões adicionais**

- Este estudo mede a variável dependente, endividamento, através do rácio entre o passivo financeiro (empréstimos) e o ativo total, razão pela qual os resultados não figuram na tabela.
- Esta variável é diretamente proporcional às variáveis Economia real, Filiais bancárias, Dimensão, Tangibilidade do ativo e Risco e inversamente proporcional aos determinantes Concentração, Rendibilidade, Crescimento e Idade.
- Concluiu-se, portanto, que os indicadores regionais que afetam o endividamento das PME são os que medem o grau de desenvolvimento do setor financeiro, a aglomeração bancária e o desenvolvimento económico. Relativamente à variável regional Custo da dívida, verifica-se que exerce uma influencia significativa no endividamento apenas em períodos de estabilidade económica.

**Tabela 2.5 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital por regiões (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Pietro, Palacín-Sánchez e Roldán (2018)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2007</li> <li>◦ 6 560 PME espanholas</li> <li>◦ As 17 comunidades autónomas de Espanha</li> <li>◦ SABI</li> </ul>	Estrutura de capital ((PLP/AT), (PCP/AT) e (PT/CP))	Tangibilidade do ativo ◦ ((I+AFT)/AT) ◦ (AFL/AT)		-		Modelo de equações estruturais
			Crescimento ◦ ((AT <sub>t</sub> -AT <sub>t-1</sub> )/AT <sub>t-1</sub> )		+		
			Rendibilidade ◦ (RAJ/AT) ◦ (RAJIDA/AT)		-		
			Idade (Número de anos de vida da empresa)		-		
			Dimensão ◦ (ln AT) ◦ (ln VT)		+		
			Desenvolvimento Regional (indicadores): ◦ Taxa de desemprego de longa duração ◦ Participação de adultos (25-65 anos) nos sistemas de ensino e de formação ◦ Taxa de crescimento populacional ◦ PIB <i>per capita</i> ◦ Depósitos bancários/PIB		-		
			Setor (Variáveis <i>dummy</i> )				
			<p><b>Notas e conclusões adicionais</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ Para analisar a estrutura de capital, este estudo utiliza conjuntamente os rácios de dívida de longo prazo (PLP/AT), de dívida de curto prazo (PCP/AT) e de dívida para capital próprio (PT/CP).</li> <li>◦ A variável setor exerce uma influencia estatisticamente significativa na estrutura de capital. Esta variável relaciona-se com a estrutura de capital não apenas diretamente mas também de forma indireta, através da sua influencia na tangibilidade do ativo.</li> <li>◦ Na generalidade, os determinantes financeiros e o setor explicam uma porção maior da variação da estrutura de capital das empresas em estudo que o desenvolvimento regional. Ainda assim, esta variável deve ser tida em conta pois tem poder explicativo sobre a estrutura de capital, sendo este até mesmo superior ao das variáveis crescimento e idade.</li> </ul>				

**Tabela 2.5 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital por regiões (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados		
				PT	PLP	PCP			
X. Wang, J. Wang e Johnson (2018)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 1980-2006</li> <li>◦ Empresas industriais dos EUA</li> <li>◦ Compustat</li> </ul>	PLP/Valor de mercado do AT PLP/Valor contabilístico do AT	Dimensão (log AT)		+		Dados em painel		
			Rendibilidade (ROA=RAJIDA/AT)		-				
			Oportunidades de crescimento ( <i>market-to-book ratio</i> = Valor de mercado do AT / Valor contabilístico do AT)		+*				
			Dividendos (Dividendos/AT)		-				
			Tangibilidade do ativo (AFT/AT)		+				
			Investigação e desenvolvimento (Despesas de I&D/AT)		-				
			Notação de crédito (Variável <i>dummy</i> : 1 – empresas têm uma classificação de crédito de longo prazo da S&P; 0 – restantes observações)		+*				
			Cobertura por analistas (Número de previsões a um ano por analistas de EPS)		-				
			Indicadores de região:						
			Distância (Quilómetros entre a sede e a mais próxima das 10 maiores áreas metropolitanas identificadas pelo Censo 2000)		+				
			Localização central (Variável <i>dummy</i> : 1 – empresas localizadas numa das 10 maiores áreas metropolitanas identificadas pelo Censo 2000; 0 – restantes observações)		-				

**Tabela 2.5 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital por regiões (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
<p><b>Notas e conclusões adicionais</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ *A relação é positiva para a variável dependente que tem como quociente o valor contabilístico do ativo e negativa para a outra variável dependente.</li> <li>◦ A localização das empresas em estudo afeta a sua estrutura de capital.</li> <li>◦ O efeito da localização na estrutura de capital das empresas é maior para empresas associadas a problemas de assimetria de informação. Este resultado apoia a hipótese de empresas mais remotas sofrerem mais devido a problemas de seleção adversa.</li> <li>◦ Empresa mais afastadas de regiões centrais têm rácios de endividamento superiores. Esta relação não é explicada por escassez de fundos internos nem pelo efeito da concentração regional de empresas.</li> <li>◦ Foram indicadas somente as variáveis que são alvo de investigação no presente estudo.</li> </ul>							
Matias e Serrasqueiro (2017)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2007-2011</li> <li>◦ 11 016 PME portuguesas</li> <li>◦ As 7 regiões de Portugal (NUTS II)</li> <li>◦ Amadeus</li> </ul>	PT/AT PLP/AT PCP/AT	Dimensão (log AT)	+	+	+	Dados em painel
			Tangibilidade do Ativo (AFT/AT)	+	+	-	
			Rendibilidade (RAJ/AT)	-	-	-	
			Crescimento $((AT_{i,t} - AT_{i,t-1}) / AT_{i,t-1})$	n.s.	n.s.	n.s.	
			Idade (ln (Número de anos de vida da empresa))	-	+	-	
			Indicadores de região: <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ PNB <i>per capita</i></li> <li>◦ Crescimento do PNB (%)</li> <li>◦ Taxa de inflação (%)</li> <li>◦ Número de filiais bancárias e caixas de poupança por 10 000 habitantes</li> </ul>				
<p><b>Conclusões adicionais</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ A estrutura de capital varia consoante a localização geográfica.</li> <li>◦ A região também influencia a magnitude da relação entre os determinantes e as variáveis dependentes, ainda que as diferenças não sejam significativas ao nível dos sinais dessas relações.</li> <li>◦ Todos os determinantes financeiros estudados têm poder explicativo sobre o comportamento da dívida, com exceção do crescimento.</li> <li>◦ Apesar de as relações descobertas revelarem que o processo de decisão das empresas se aproxima mais daquilo que é exposto pela POT do que o previsto pela TOT, é possível que estas teorias não sejam suficientes para explicar a estrutura de capital da amostra em estudo pois não foi descoberta uma influencia significativa por parte da variável crescimento.</li> </ul>							

**Tabela 2.5 - Estudos empíricos sobre a estrutura de capital por regiões (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera e Pietro (2013)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2004-2007</li> <li>◦ 13 838 PME espanholas não cotadas</li> <li>◦ As 17 comunidades autónomas de Espanha</li> <li>◦ SABI</li> </ul>	PT/AT PLP/AT PCP/AT	Dimensão (log AT)	+	+	-	Dados em painel
			Tangibilidade do ativo (AFL/AT)	-	+	-	
			Rendibilidade (RAJI/AT)	-	-	-	
			Crescimento (Taxa de crescimento anual do AT)	+	+	+	
			Idade (log (Número de anos de vida da empresa))	-	-	-	
			Indicadores de região: <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ Crédito bancário regional/PIB</li> <li>◦ Número de filiais bancárias regionais por 1000 habitantes</li> <li>◦ Índice de <i>Lerner</i></li> <li>◦ PIB <i>per capita</i></li> <li>◦ Crescimento do PIB (%)</li> <li>◦ Taxa de inflação (%)</li> </ul>				
<p><b>Conclusões adicionais</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ A região em que uma empresa se localiza influencia tanto a sua estrutura de capital como o nível de significância, o sinal e a magnitude da influência que as restantes variáveis financeiras estudadas exercem sobre a dívida.</li> <li>◦ A influência da dimensão no endividamento das empresas é estatisticamente menos significativa que a exercida pelos restantes determinantes financeiros estudados.</li> </ul>							

Nota: Legenda adjacente à tabela 2.6.

Nesta tabela (2.5) sintetizam-se os resultados de seis estudos empíricos que contemplam também a diversidade regional. Como metodologia predomina a de dados em painel. Os resultados evidenciam que a localização das empresas contribui para explicar o facto de existirem empresas mais e menos endividadas.

**Tabela 2.6 - Outros estudos empíricos sobre estrutura de capital**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
D'Amato (2020)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2006-2016</li> <li>◦ 14 500 PME italianas</li> <li>◦ AIDA</li> </ul>	PT/AT PLP/AT PCP/AT	Idade (ln (Número de anos de	-	n.s.	-	Painel de dados balanceado, GMM
			Dimensão (ln VT)	+	+	+	
			Tangibilidade do ativo (AFT/AT)	-	+	-	
			Rendibilidade (RAJIDA/AT)	-	-	-	
			Risco (Diferença absoluta entre a rendibilidade anual da	-	-	-	
			Oportunidades de crescimento (Taxa de crescimento anual das VT)	+	+	+	
			Liquidez (AC/PC)	-	+	-	
			Ganho fiscal não associado à dívida (DP/AT)	+	+	n.s.	
<b>Conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ A estrutura de capital das PME assenta em dívida de curto prazo, principalmente em crédito comercial.</li> <li>◦ O comportamento das empresas em estudo ajusta-se mais às previsões da POT.</li> <li>◦ O endividamento das empresas é influenciado negativamente por choques na oferta de crédito.</li> <li>◦ As empresas em estudo reduziram o seu endividamento durante e após a crise económica. Esta alteração é mais proeminente para a dívida de curto prazo, o que demonstra que este recurso é mais sensível às condições de concessão de crédito do que a dívida de longo prazo.</li> <li>◦ O crédito comercial não compensa pela redução de crédito bancário durante o período de crise, resultado que contraria as expectativas. Também é negativamente afetado pelos choques de crédito.</li> <li>◦ Empresas mais endividadas antes da crise são mais sensíveis a reduções de crédito durante a crise.</li> <li>◦ A influência exercida tanto pelos determinantes da estrutura de capital como pelos determinantes da maturidade da dívida sofre alterações significativas quando a conjuntura macroeconómica se altera.</li> <li>◦ Os determinantes cujo impacto se alterou mais significativamente entre o período anterior à crise e o período de crise são o risco, a tangibilidade do ativo e a rendibilidade.</li> <li>◦ Empresas mais rentáveis e associadas a maior risco reduzem mais a sua exposição a dívida durante períodos de crise do que antes dos mesmos. Por outro lado, empresas com maior tangibilidade de ativo reduzem menos o seu endividamento durante a crise do que no período pré-crise. Sucede o mesmo relativamente à dívida de curto prazo.</li> <li>◦ Ao nível dos determinantes da dívida de longo prazo, o impacto exercido pela tangibilidade do ativo foi o que mais se alterou entre os períodos de crise e anterior à mesma.</li> <li>◦ No período posterior à crise económica, os determinantes da estrutura de capital e da maturidade da dívida voltaram parcialmente a assumir os seus valores anteriores à crise.</li> </ul>							

**Tabela 2.6 - Outros estudos empíricos sobre estrutura de capital (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Camfield, Freitas, Correia e Serrasqueiro (2018)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2007-2011</li> <li>◦ 2 329 pequenas empresas portuguesas</li> <li>◦ Amadeus</li> </ul>	PT/AT	Dimensão (log AT)	+			Regressão linear múltipla-método <i>stepwise</i>
			Liquidez (AC/PC)	-			
			Tangibilidade do ativo (AFT/ AT)	n.s.			
			Rendibilidade (ROA=RAJI/AT)	-			
			Idade (ln (Número de anos de vida da empresa))	-			
			Oportunidades de crescimento (informação insuficiente)	+			
			Taxa efetiva de imposto (Imposto pago/RAI)	n.s.			
			Ganho fiscal não associado à dívida (DP/AT)	n.s.			
<b>Notas e conclusões adicionais</b>							
<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ As variáveis que não têm poder explicativo sobre o endividamento de pequenas empresas portuguesas são sobretudo as que se relacionam com o efeito fiscal.</li> <li>◦ A relação verificada entre o endividamento e as variáveis explicativas oferecem mais suporte à POT que à TOT.</li> </ul>							
Lourenço, Oliveira (2017)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 2008-2012</li> <li>◦ 6 184 empresas do distrito de Santarém</li> <li>◦ SABI</li> </ul>	PT/ATL PLP/ATL PCP/ATL	Dimensão	+	+	n.s.	Dados em painel, modelo com efeitos fixos, GLS
			◦ (Número de funcionários)	-	-	-	
			◦ (ln ATL)	+	-	+	
			◦ (ln VN)				
Crescimento	+	+	+				
$((AT_{i,t} - AT_{i,t-1}) / AT_{i,t-1})$							

**Tabela 2.6 – Outros estudos empíricos sobre estrutura de capital (cont.)**

Estudo (Ano)	Amostra e Dados	Indicador do nível de dívida	Determinantes (Indicador)	Relação com o Endividamento			Tipo de análise de dados
				PT	PLP	PCP	
Lourenço, Oliveira (2017) (cont.)			Risco ◦ CV do RAJI: $(\sqrt{((\sum(r_t - \bar{r})^2)/(n-1)) / \bar{r}})$ , com $rt = RAJI_t / ATL_t$ .	n.s.	n.s.	n.s.	
			◦ s do VN: $(s((VN_t - VN_{t-1}) / \bar{VN}))$	-	n.s.	-	
			◦ s do RAJI: $(s((RAJI_t - RAJI_{t-1}) / \bar{RAJI}))$	n.s.	n.s.	n.s.	
			Rendibilidade (RAJI/AT)	-	-	-	
			Tangibilidade do ativo ◦ (AFT/ATL) ◦ (AI/ATL)	n.s. n.s.	- n.s.	+ n.s.	
Ganho fiscal não associado à dívida (DP/RAJIDA)	n.s.	n.s.	n.s.				
<b>Conclusões adicionais</b>							
◦ Os resultados obtidos para a influencia que as variáveis crescimento e rendibilidade exercem no endividamento oferecem suporte à POT.							
◦ O nível de endividamento das empresas em estudo é elevado e estas recorrem maioritariamente a dívida de curto prazo.							
Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016)	◦ 2007-2011 ◦ 2 329 pequenas empresas portuguesas ◦ Amadeus	PT/AT PLP/AT PCP/AT	Dimensão (ln AT)	+	+	+	Dados em painel
			Liquidez ((Devedores-Credores)/AT)	-	+	-	
			Tangibilidade do ativo (AFT/AT)	-	+	-	
			Rendibilidade (RAJI/AT)	-	-	-	
			Oportunidades de crescimento $((AT_{i,t} - AT_{i,t-1})/AT_{t-1})$	-	n.s.	n.s.	
			Taxa efetiva de imposto (Imposto pago/RAI)	n.s.	n.s.	n.s.	
			Ganho fiscal não associado à dívida (DP/AT)	+	n.s.	n.s.	

**Tabela 2.6 – Outros estudos empíricos sobre estrutura de capital (cont.)**

<b>Conclusões adicionais</b>							
<p>◦ Os resultados apontam para a utilidade de ambas as teorias POT e TOT na explicação das relações verificadas entre os determinantes da estrutura de capital das pequenas empresas portuguesas e a dívida.</p>							
Serrasqueiro (2011)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 1999-2006</li> <li>◦ 610 PME portuguesas não cotadas do setor dos serviços, e 381 PME portuguesas não cotadas do setor da manufatura</li> <li>◦ SABI</li> </ul>	PLP/AT PCP/AT	Rendibilidade (RAJI/AT)		n.s.	-	Modelos dinâmicos com dados em painel (GMM, GMM <i>system</i> e LSDVC)
			Dimensão (log AT)		+	-	
			Tangibilidade do ativo (AFT/AT)		+	-	
			Crescimento (Taxa de crescimento do AT)		-	+	
			Oportunidades de crescimento (I&D/AT)		-	+	
			Idade (log (Número de anos de vida da empresa))		+	-	
			Ganho fiscal não associado à dívida (DP/AT)		n.s.	n.s.	
			Risco (Valor absoluto da variação percentual do RAJIDA)		n.s.	n.s.	
<b>Notas e conclusões adicionais</b>							
<p>◦ Cada célula da coluna Relação com o Endividamento contém dois sinais, sendo o sinal de cima referente à indústria dos serviços e o sinal de baixo referente à indústria da manufatura.</p> <p>◦ As empresas do ramo dos serviços suportam maiores custos de transação e têm mais dificuldade em aceder a dívida de longo prazo, endividando-se em demasia no curto prazo. Concluiu-se que a indústria dos serviços é mais afetada pela informação assimétrica que a indústria da manufatura.</p>							

**Legenda:**

-- relação negativa

+ – relação positiva

ACL – Ativo corrente líquido

AFL – Ativo fixo líquido

AFT – Ativo Fixo Tangível

AI – Ativo intangível

ANC – Ativo não corrente

AT – Ativo total

ATL – Ativo total líquido

CD – Coeficiente de dispersão da amostra

CP – Capital próprio

CV – Coeficiente de variação da amostra

DBT – Dívida bancária total

DP – Depreciações e/ou amortizações do período  
I – Inventários  
I&D – Investigação e desenvolvimento  
ISRP – Imposto sobre o rendimento do período  
n.s. – relação estatisticamente não significativa  
PCP – Passivo de curto prazo  
PFT – Passivo financeiro total  
PLP – Passivo de longo prazo  
PT – Passivo total  
PT – Passivo total  
RAI – Resultado antes de impostos  
RAJI – Resultado antes de juros e impostos  
RAJIDA – Resultado antes juros, impostos, depreciações e amortizações  
RB – Rendimento bruto  
RL – Resultado líquido  
ROA – *Return on assets*  
ROE – *Return on equity*  
ROI – *Return on investment*  
ROS – *Return on sales*  
s – Desvio-padrão da amostra  
SOR – *Solvency ratio*  
STR – *Structure ratio*  
VN – Volume de Negócios (turnover)  
VT – Vendas totais

Nesta tabela (2.6) encontram-se sintetizados cinco estudos empíricos que recaem sobre empresas de diversos setores. Também predomina a metodologia de dados em painel.

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital**

Determinante	Estudo (Ano)	Indicador	Relação com o Endividamento		
			PT	PLP	PCP
Crescimento	Correia (2015)	$(AT_{i,t} - AT_{i,t-1}) / AT_{i,t-1}$	n.s.	+	-
	Nunes, Serrasqueiro (2017)	Taxa de crescimento das VT		-	+
	Pacheco e Tavares (2017)	Crescimento das vendas: $(VN_t - VN_{t-1}) / VN_{t-1}$	+	n.s.	n.s.
		Crescimento do ativo total: $(AT_t - AT_{t-1}) / AT_{t-1}$	n.s.	n.s.	n.s.
	Rebello (2016)	$(VN_{i,t} - VN_{i,t-1}) / VN_{i,t-1}$	+		
	Rebello, Matias e Carrasco (2022)	Taxa de crescimento do VN	+		
	Sikveland, Xie e Zhang (2022)	Taxa de crescimento das VT	+	n.s.	+
	Matias e Serrasqueiro (2017)	$(AT_{i,t} - AT_{i,t-1}) / AT_{i,t-1}$	n.s.	n.s.	n.s.
	Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera e Pietro (2013)	Taxa de crescimento anual do AT	+	+	+
	Pietro, Palacín-Sánchez e Roldán (2018)	$(AT_t - AT_{t-1}) / AT_{t-1}$	+		
	Pietro, Bontempi, Palacín-Sánchez e Samaniego-Medina (2019)	Taxa de crescimento anual do AT			
	Butzbach e Sarno (2019)	Taxa de crescimento anual do AT			
	Serrasqueiro (2011)	Taxa de crescimento do AT		- +	+ n.s.
	Lourenço, Oliveira (2017)	$(AT_{i,t} - AT_{i,t-1}) / AT_{i,t-1}$	+	+	+
Dimensão	Correia (2015)	log VT	n.s.	n.s.	n.s.
	Serrasqueiro, Nunes (2014)	log VT	+		
	Nunes, Serrasqueiro (2017)	log VT		+	-
	Pacheco e Tavares (2017)	log AT	n.s.	+	-
	Rebello (2016)	log ATL	+		
	Rebello, Matias e Carrasco (2022)	log ATL	+		
	Sikveland, Xie e Zhang (2022)	log AT	+	+	-
	Li, Singal (2019)	ln AT		n.s.	
	Matias e Serrasqueiro (2017)	log AT	+	+	+

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital (cont.)**

Determinante	Estudo (Ano)	Indicador	Relação com o Endividamento		
			PT	PLP	PCP
Dimensão (cont.)	Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera e Pietro (2013)	log AT	+	+	-
	Pietro, Palacín-Sánchez e Roldán (2018)	ln AT	+		
		ln VT	+		
	Pietro, Bontempi, Palacín-Sánchez e Samaniego-Medina (2019)	log AT			
	Butzbach e Sarno (2019)	Número médio anual de funcionários			
	X. Wang, J.Wang e Johnson (2018)	log AT		+	
	Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016)	ln AT	+	+	+
	Camfield, Freitas, Correia e Serrasqueiro (2018)	log AT	+		
	Serrasqueiro (2011)	log AT		+	-
	Lourenço, Oliveira (2017)	Número de funcionários	+	+	n.s.
		ln ATL	-	-	-
		ln VN	+	-	+
D'Amato (2020)	ln VT	+	+	+	
<i>Free cash-flow</i>	Rebelo (2016)	(RL+DP)/ VN	-		
	Rebelo, Matias e Carrasco (2022)	(RL+DP)/ VN	-		
Ganho fiscal não associado à dívida	Correia (2015)	DP/AT	-	-	n.s.
	Serrasqueiro, Nunes (2014)	DP/AT	-		
	Nunes, Serrasqueiro (2017)	DP/AT		-	n.s.
	Pacheco e Tavares (2017)	DP/AT	n.s.	n.s.	n.s.
	Rebelo (2016)	DP/ATL	+		
	Rebelo, Matias e Carrasco (2022)	DP/ATL	+		
	Sikveland, Xie e Zhang (2022)	DP/AT	+	n.s.	+
	Li, Singal (2019)	DP/RB		-	
	Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016)	DP/AT	+	n.s.	n.s.

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital (cont.)**

Determinante	Estudo (Ano)	Indicador	Relação com o Endividamento		
			PT	PLP	PCP
Ganho fiscal não associado à dívida (cont.)	Camfield, Freitas, Correia e Serrasqueiro (2018)	DP/AT	n.s.		
	Serrasqueiro (2011)	DP/AT		n.s. n.s.	n.s. -
	Lourenço, Oliveira (2017)	DP/RAJIDA	n.s.	n.s.	n.s.
	D'Amato (2020)	DP/AT	+	+	n.s.
Idade	Correia (2015)	ln (Número de anos de vida da empresa)	-	+	-
	Pacheco e Tavares (2017)	Número de anos de vida da empresa	-	n.s.	n.s.
	Rebelo (2016)	Número de anos de vida da empresa	-		
	Rebelo, Matias e Carrasco (2022)	Número de anos de vida da empresa	-		
	Matias e Serrasqueiro (2017)	ln (Número de anos de vida da empresa)	-	+	-
	Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera e Pietro (2013)	log (Número de anos de vida da empresa)	-	-	-
	Pietro, Palacín-Sánchez e Roldán (2018)	Número de anos de vida da empresa	-		
	Pietro, Bontempi, Palacín-Sánchez e Samaniego-Medina (2019)	log (Número de anos de vida da empresa)			
	Butzbach e Sarno (2019)	Número de anos de vida da empresa			
	Camfield, Freitas, Correia e Serrasqueiro (2018)	ln (Número de anos de vida da empresa)	-		
	Serrasqueiro (2011)	log (Número de anos de vida da empresa)		+	-
	D'Amato (2020)	ln (Número de anos de vida da empresa)	-	n.s.	-
Liquidez total	Pacheco e Tavares (2017)	AC/PC	n.s.	+	-
	Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016)	(Devedores-Credores)/AT	-	+	-
	Camfield, Freitas, Correia e Serrasqueiro (2018)	AC/PC	-		
	D'Amato (2020)	AC/PC	-	+	-

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital (cont.)**

Determinante	Estudo (Ano)	Indicador	Relação com o Endividamento		
			PT	PLP	PCP
Localização	Rebelo (2016)	Variável dummy: 1 – empresas portuguesas; 0 – empresas espanholas	+		
	Rebelo, Matias e Carrasco (2022)	Variável <i>dummy</i> : 1 – Portugal; 0 – Espanha	+		
	Matias e Serrasqueiro (2017)	Indicadores de região: ◦ PNB <i>per capita</i> ◦ Crescimento do PNB (%) ◦ Taxa de inflação (%) ◦ Número de filiais bancárias e caixas de poupança por 10 000 habitantes			
	Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera e Pietro (2013)	Indicadores de região: ◦ Crédito bancário regional/PIB ◦ Número de filiais bancárias regionais por 1000 habitantes ◦ Índice de <i>Lerner</i> ◦ PIB <i>per capita</i> ◦ Crescimento do PIB (%) ◦ Taxa de inflação (%)			
	Pietro, Palacín-Sánchez e Roldán (2018)	Desenvolvimento Regional (indicadores): ◦ Taxa de desemprego de longa duração ◦ Participação de adultos (25-65 anos) nos sistemas de ensino e de formação ◦ Taxa de crescimento populacional ◦ PIB <i>per capita</i> ◦ Depósitos bancários/PIB		-	
	Pietro, Bontempi, Palacín-Sánchez e Samaniego-Medina (2019)	Indicadores de região: Filiais bancárias (Número de filiais bancárias por 10 000 habitantes)			

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital (cont.)**

Determinante	Estudo (Ano)	Indicador	Relação com o Endividamento			
			PT	PLP	PCP	
Localização (cont.)		Concentração do mercado bancário (Índice de <i>Lerner</i> )				
		Custo da dívida (Spread de taxa de juro pago em empréstimos)				
		Economia real ( Taxa média anual de crescimento do PIB <i>per capita</i> por região)				
	Butzbach e Sarno (2019)	Variável <i>dummy</i> : 1 – observações de empresas do Sul; 0 – restantes observações				
	X. Wang, J.Wang e Johnson (2018)	Indicadores de região:				
		Distância (Quilómetros entre a sede e a mais próxima das 10 maiores áreas metropolitanas identificadas pelo Censo 2000)		+		
	Localização central (Variável <i>dummy</i> : 1 – empresas localizadas numa das 10 maiores áreas metropolitanas identificadas pelo Censo 2000; 0 – restantes observações)		-			
Oportunidades de crescimento	Serrasqueiro, Nunes (2014)	Taxa de crescimento das VT	-			
	Li, Singal (2019)	<i>market-to-book ratio</i> = Valor de mercado do AT / Valor contabilístico do AT		n.s.		
	X. Wang, J.Wang e Johnson (2018)	<i>market-to-book ratio</i> = Valor de mercado do AT / Valor contabilístico do AT		+*		

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital (cont.)**

Determinante	Estudo (Ano)	Indicador	Relação com o Endividamento		
			PT	PLP	PCP
Oportunidades de crescimento (cont.)	Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016)	$(AT_{i,t} - AT_{i,t-1})/AT_{t-1}$	-	n.s.	n.s.
	Camfield, Freitas, Correia e Serrasqueiro (2018)	(informação insuficiente)	+		
	Serrasqueiro (2011)	I&D/AT		- +	+ n.s.
	D'Amato (2020)	Taxa de crescimento anual das VT	+	+	+
Rendibilidade	Correia (2015)	RAJI/ AT	-	-	-
	Serrasqueiro, Nunes (2014)	RAJI/AT	-		
	Nunes, Serrasqueiro (2017)	RAJI/AT		n.s.	-
	Pacheco e Tavares (2017)	ROA = RAJI/ AT	-	-	n.s.
		ROE = RAJI/ CP	+	n.s.	n.s.
	Rebelo (2016)	ROI=RAJI/ATL	-		
	Rebelo, Matias e Carrasco (2022)	RAJI/ATL	-		
	Sikveland, Xie e Zhang (2022)	ROS= RAJI/VT	-	-	-
	Li, Singal (2019)	RL/AT		-	
	Matias e Serrasqueiro (2017)	RAJI/AT	-	-	-
	Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera e Pietro (2013)	RAJI/AT	-	-	-
	Pietro, Palacín-Sánchez e Roldán (2018)	RAJI/AT		-	
		RAJIDA/AT		-	
	Pietro, Bontempi, Palacín-Sánchez e Samaniego-Medina (2019)	RAJIDA/AT			
	Butzbach e Sarno (2019)	ROI=RB/AT			
	X. Wang, J.Wang e Johnson (2018)	ROA=RAJIDA/AT		-	
Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016)	RAJI/AT	-	-	-	

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital (cont.)**

Determinante	Estudo (Ano)	Indicador	Relação com o Endividamento		
			PT	PLP	PCP
Rendibilidade (cont.)	Camfield, Freitas, Correia e Serrasqueiro (2018)	ROA=RAJI/AT	-		
	Serrasqueiro (2011)	RAJI/AT		n.s.	-
	Lourenço, Oliveira (2017)	RAJI/AT	-	-	-
	D'Amato (2020)	RAJIDA/AT	-	-	-
Risco	Serrasqueiro, Nunes (2014)	Valor absoluto da primeira diferença da variação percentual do RAJIDA	-		
	Nunes, Serrasqueiro (2017)	Valor absoluto da primeira diferença da variação percentual do RAJIDA		-	n.s.
	Pacheco e Tavares (2017)	SOR = CP/PT	-	-	n.s.
		STR = PNC/CP	n.s.	n.s.	-
	Rebelo (2016)	CD do VN da empresa $i$ no ano $t$ : $(s(VN_{it})/\bar{VN}_{it})$	+		
	Rebelo, Matias e Carrasco (2022)	CD do VN	+		
	Li, Singal (2019)	$s$ (RAJI/AT)		-	
	Pietro, Bontempi, Palacín-Sánchez e Samaniego-Medina (2019)	$s$ (RAJI/AT)			
	Butzbach e Sarno (2019)	$s$ (ROI)			
	Serrasqueiro (2011)	Valor absoluto da variação percentual do RAJIDA		n.s.	n.s.
	Lourenço, Oliveira (2017)	Risco			
◦ CV do RAJI: $(\sqrt{((\sum(r_t - \bar{r})^2)/(n-1)) / \bar{r}})$ , com $r_t = \text{RAJI}_t / \text{ATL}_t$ .		n.s.	n.s.	n.s.	
◦ $s$ do VN: $(s((VN_t - VN_{t-1}) / \bar{VN}))$		-	n.s.	-	
	◦ $s$ do RAJI: $(s((\text{RAJI}_t - \text{RAJI}_{t-1}) / \bar{\text{RAJI}}))$	n.s.	n.s.	n.s.	

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital (cont.)**

Determinante	Estudo (Ano)	Indicador	Relação com o Endividamento		
			PT	PLP	PCP
Risco (cont.)	D'Amato (2020)	Diferença absoluta entre a rendibilidade anual da empresa $i$ no ano $t$ e a sua rendibilidade média no período de tempo estudado	-	-	-
Setor	Pietro, Palacín-Sánchez e Roldán (2018)	Variáveis dummy			
	Pietro, Bontempi, Palacín-Sánchez e Samaniego-Medina (2019)	Variáveis dummy			
Tangibilidade do ativo	Correia (2015)	AFT/ AT	+	+	n.s.
	Serrasqueiro, Nunes (2014)	AFT/ AT	+		
	Nunes, Serrasqueiro (2017)	AFT/ AT		+	-
	Pacheco e Tavares (2017)	(ANC + I)/ AT	n.s.	+	n.s.
	Rebelo (2016)	AFL/ATL	+		
	Rebelo, Matias e Carrasco (2022)	AFT/ ATL	+		
	Sikveland, Xie e Zhang (2022)	AFT/AT	+	+	-
	Li, Singal (2019)	AFT/AT		-	
	Matias e Serrasqueiro (2017)	AFT/AT	+	+	-
	Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera e Pietro (2013)	AFL/AT	-	+	-
	Pietro, Palacín-Sánchez e Roldán (2018)	(I+AFT)/AT AFL/AT		-	
	Pietro, Bontempi, Palacín-Sánchez e Samaniego-Medina (2019)	AFL/AT			
	Butzbach e Sarno (2019)	AFL/AT			
X. Wang, J.Wang e Johnson (2018)	AFT/AT		+		

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital (cont.)**

Determinante	Estudo (Ano)	Indicador	Relação com o Endividamento		
			PT	PLP	PCP
Tangibilidade do ativo (cont.)	Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016)	AFT/AT	-	+	-
	Camfield, Freitas, Correia e Serrasqueiro (2018)	AFT/AT	n.s.		
	Serrasqueiro (2011)	AFT/AT		+	-
	Lourenço, Oliveira (2017)	AFT/ATL	n.s.	-	+
		AI/ATL	n.s.	n.s.	n.s.
D'Amato (2020)	AFT/AT	-	+	-	
Taxa efetiva de imposto	Serrasqueiro, Nunes (2014)	ISR/RAI	n.s.		
	Nunes, Serrasqueiro (2017)	Imposto pago/RAI		n.s.	n.s.
	Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016)	Imposto pago/RAI	n.s.	n.s.	n.s.
	Camfield, Freitas, Correia e Serrasqueiro (2018)	Imposto pago/RAI	n.s.		
Outros dados	Sikveland, Xie e Zhang (2022)	<i>Clustering</i> (log (Número de empresas do setor hoteleiro na região))	n.s.	n.s.	+
		Sazonalidade (Coeficiente de Gini agregado)	+	+	n.s.
		Procura turística interna (Coeficiente de Gini desagregado)	n.s.	n.s.	+
		Procura turística externa (Coeficiente de Gini desagregado)	+	+	n.s.
	Li, Singal (2019)	Intensidade de capital (Despesas de capital/AT)		+	
		Rácio de receita das taxas (Taxas de administração + Taxas de franchising) / RB)		n.s.	
		Grau de franchising (Unidades franqueadas / Unidades totais)		-	
		Estratégia ALFO ( <i>asset-light and fee-oriented strategy</i> ) (medida que incorpora a variância das quatro medidas individuais acima)		n.s.	

**Tabela 2.7 – Indicadores utilizados nos estudos empíricos, por determinante da estrutura de capital (cont.)**

Outros dados (cont.)	X. Wang, J.Wang e Johnson (2018)	Dividendos (Dividendos/AT)	-	
		Investigação e desenvolvimento (Despesas de I&D/AT)	-	
		Notação de crédito (Variável <i>dummy</i> : 1 – empresas têm uma classificação de crédito de longo prazo da S&P; 0 – restantes observações)	+	
		Cobertura por analistas (Número de previsões a um ano por analistas de EPS)	-	

Legenda:

-- relação negativa

+ – relação positiva

ACL – Ativo corrente líquido

AFL – Ativo fixo líquido

AFT – Ativo Fixo Tangível

AI – Ativo intangível

ANC – Ativo não corrente

AT – Ativo total

ATL – Ativo total líquido

CD – Coeficiente de dispersão da amostra

CP – Capital próprio

CV – Coeficiente de variação da amostra

DBT – Dívida bancária total

DP – Depreciações e/ou amortizações do período

I – Inventários

I&D – Investigação e desenvolvimento

ISRP – Imposto sobre o rendimento do período

n.s. – relação estatisticamente não significativa

PCP – Passivo de curto prazo

PFT – Passivo financeiro total

PLP – Passivo de longo prazo

PT – Passivo total

PT – Passivo total

RAI – Resultado antes de impostos

RAJI – Resultado antes de juros e impostos

RAJIDA – Resultado antes juros, impostos, depreciações e amortizações

RB – Rendimento bruto

RL – Resultado líquido

ROA – *Return on assets*

ROE – *Return on equity*

ROI – *Return on investment*  
ROS – *Return on sales*  
s – Desvio-padrão da amostra  
SOR – *Solvency ratio*  
STR – *Structure ratio*  
VN – Volume de Negócios (*turnover*)  
VT – Vendas totais

Nesta tabela (2.7) apresenta-se a investigação empírica revista, individualizando os determinantes da estrutura de capital. Observa-se que alguns têm sido densamente investigados. Embora os resultados da influência destes determinantes no nível de dívida sejam dispare entre os estudos, o que se pode compreender atendendo aos diferentes contextos, refletem o predomínio de uma certa relação. Esta tabela também evidencia os indicadores que têm sido adotados nos vários estudos, o que permite observar que tendem a repetir-se. Este aspeto pode facilitar a análise dos resultados.

# Capítulo 3 – Indústria Hoteleira Portuguesa

## 3.1 – Importância do Turismo em Portugal

O turismo é um dos principais setores impulsionadores da economia portuguesa. Segundo Serrasqueiro e Nunes (2014), Portugal é o destino turístico de eleição de muitos turistas estrangeiros devido ao clima e aos seus preços competitivos.

Apresentam-se de seguida alguns indicadores, nomeadamente as chegadas de turistas, o peso do setor no PIB e as receitas obtidas, que permitem perceber a relevância do turismo em Portugal.

Em 2019, Portugal era o décimo quinto país com mais chegadas de turistas não residentes, com uma quota de mercado de 1,7% (UNWTO, 2020). Nos anos que antecederam a pandemia, este valor ultrapassava os 22 milhões de pessoas, tendo descido para 6,5 milhões em 2020 e recuperado para 9,6 milhões em 2021 (INE, 2018, 2019, 2020, 2021). Os turistas estrangeiros em 2021 advinham principalmente de Espanha (30,2%), França (16,1%), Reino Unido (10,6%) e Alemanha (8,0%) (INE, 2021). Em 2021, o setor do turismo contribuiu direta e indiretamente para o PIB com 16,8 mil milhões de euros, montante que representa 8,0% do total do PIB. Este contributo era de 11,8% em 2019 e de apenas 6,6% em 2020, em consequência da pandemia (INE, 2021).

Portugal é o vigésimo país com mais receitas obtidas pela exportação de viagens. Esta classificação que é superior à de países como Grécia, Croácia, Egito e Marrocos, que segundo a GEE (2013) fazem parte dos principais destinos turísticos concorrentes de Portugal (UNWTO, 2020). A receita obtida por Portugal em viagens e turismo em 2021 foi de 10 063,97 milhões de euros. Os turistas franceses foram os que mais contribuíram para a mesma (19,4% das receitas), seguidos pelos turistas do Reino Unido (14,1%), da Espanha (14,0%) e da Alemanha (11,3%) (BdP/Pordata, 2023). Em Portugal, o saldo da balança de viagens e

turismo é positivo. O seu valor em percentagem do PIB cresceu continuamente entre 2009 (2,4%) e 2019 (6,1%). Em 2020, este valor caiu para 2,5%. No entanto, segundo dados provisórios, recuperou em 2021 para 3,0% (INE/BdP, 2023).

Em 2013, cerca de 41,6% das receitas obtidas pelas exportações de serviços resultaram da exportação de viagens e turismo, valor que aumentou continuamente até registar um máximo de 51,2% em 2019. Esta percentagem desceu para 34,6% em 2020 e recuperou para 36,5% em 2021. Quanto às receitas obtidas pelo total de exportações portuguesas de bens e serviços, cerca de 13,4% das mesmas advieram de exportação de viagens e turismo em 2011, valor que aumentou continuamente até 2019, ano em que registou o seu máximo de 19,5%. Este valor desceu para 10,4% em 2020 e subiu para 11,2% em 2021 (BdP/Pordata, 2023).

Rebelo (2016) refere que os estabelecimentos hoteleiros são o maior setor do turismo. A sua atividade contribuí para a economia das diferentes regiões e, ao abrigarem turistas, permitem o crescimento de outras atividades de turismo que se encontram no mesmo local. Desta forma, a sua importância é inegável não só ao nível do desenvolvimento regional como do crescimento económico do país (Rebelo, 2016).

## 3.2 – Relevância da Indústria Hoteleira Portuguesa

O presente trabalho analisa o setor hoteleiro português, particularmente as empresas que se definem como estabelecimentos hoteleiros (CAE 551).

A definição de estabelecimento hoteleiro consta do Artigo 11.º do Decreto-Lei n.º 39/2008 (2008), posteriormente retificado pelo Decreto-Lei n.º 186/2015 (2015) e pelo Decreto-Lei n.º 80/2017 (2017). Este artigo declara que:

- 1 - São estabelecimentos hoteleiros os empreendimentos turísticos destinados a proporcionar alojamento temporário e outros serviços acessórios ou de apoio, com ou sem fornecimento de refeições, e vocacionados a uma locação diária.
- 2 - Os estabelecimentos hoteleiros podem ser classificados nos seguintes grupos:
  - a) Hotéis;
  - b) Hotéis-apartamentos (aparthotéis), quando a maioria das unidades de alojamento é constituída por apartamentos e/ou moradias;
  - c) Pousadas, quando explorados diretamente pela ENATUR - Empresa Nacional de Turismo, S. A., ou por terceiros mediante celebração de contratos de franquia ou de cessão de exploração, e instalados em imóveis classificados como de interesse nacional, de interesse público ou de interesse municipal ou em edifícios que, pela sua antiguidade, valor arquitetónico e histórico, sejam representativos de uma determinada época.

Apresentam-se alguns indicadores, nomeadamente de empresas, emprego, volume de negócios e VAB, que permitem perceber a relevância da indústria hoteleira.

Em 2021, 8,3% das empresas portuguesas não financeiras desempenhavam funções de alojamento, restauração ou similares, perfazendo um total de 111 094 empresas (INE, 2023). Cerca de 35,3% das empresas deste setor (39 212 empresas) pertencem ao ramo do alojamento, tendo esta percentagem vindo a aumentar consideravelmente na última década.

Em 2020, cerca de 96,6% do setor de alojamento era composto por microempresas, 2,7% por pequenas empresas e 0,7% por médias empresas (INE, 2022).

Em 2021, o setor do Alojamento empregava perto de 1,6% da população com emprego em Portugal (INE, 2022). Em 2019, o volume de negócios produzido pelo subsetor Alojamento foi de 5 678 milhões de euros. Este valor diminuiu para 2 489 milhões de euros em 2020 mas conseguiu recuperar em 2021 para 3 670 milhões de euros (INE, 2023). Relativamente ao VAB do ramo do alojamento, o último valor pré-pandémico registava 2 799 milhões de euros. Depois de cair para 784 milhões de euros em 2020, registou uma recuperação em 2021 para 1 551 milhões de euros (INE, 2023).

## 3.3 – Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa

Procede-se à caracterização da indústria hoteleira com base num conjunto de indicadores: número de estabelecimentos hoteleiros, capacidade de alojamento, número de hóspedes, número de dormidas, estada média, emprego, proveitos totais e rendimento médio por quarto disponível.

### **Número de estabelecimentos hoteleiros**

Em 2021, cerca de um quarto dos empreendimentos turísticos portugueses contabilizados pelo INE são estabelecimentos hoteleiros, existindo 1 407 hotéis (22,4% do total de empreendimentos turísticos), 137 hotéis-apartamentos (2,2%) e 36 pousadas (0,6%) (INE, 2023).

No período em estudo – anos 2015 a 2019 – o número de hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas aumentou em 24,5%, 11,3% e 4,5%, respetivamente. Em 2020, devido à pandemia de Covid-19, verificou-se um decréscimo do número destes estabelecimentos em 16,8%, 24,2% e 58,7%, respetivamente. Em 2021, apesar de os valores pré-pandemia ainda não terem sido atingidos, foi possível recuperar 82,8% do número de hotéis, 47,4% do número de hotéis-apartamentos e 63,0% do número de pousadas (Turismo de Portugal, 2022).

As regiões são heterogéneas na sua oferta de estabelecimentos hoteleiros (hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas). A região Norte oferece mais de um quarto dos estabelecimentos hoteleiros (26,3%), seguindo-se a região Centro com 21,8%, a Área Metropolitana de Lisboa com 18,2%, o Algarve com 14,9%, Alentejo com 7,3%, Madeira com 6,8%, e Açores com 4,7%. A região com maior concentração geográfica destes estabelecimentos é a Madeira, seguida da Área Metropolitana de Lisboa, Algarve, Açores, sendo as de menor concentração o Norte, Centro e Alentejo (Turismo de Portugal, 2022).

## **Capacidade de alojamento**

Quanto à capacidade de alojamento em estabelecimentos hoteleiros, em 2021 cerca de metade do total das camas são oferecidas pelas regiões do Algarve (27,4%) e Lisboa (22,1%), seguindo-se as regiões Norte (17,9%), Centro (14,6%), Madeira (9,8%), Alentejo (4,4%) e Açores (3,7%).

Entre 2015 e 2019, período em análise no presente trabalho, verificou-se um aumento do número de camas disponíveis em hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas em 18,3%, 7,2% e 2,1%, respetivamente. Em 2020, a pandemia de Covid-19 desencadeou um decréscimo da oferta de camas nestes estabelecimentos em 21,8%, 20,2% e 57,8%, respetivamente. Em 2021, foi possível recuperar cerca de 71,0% do número de hotéis, 44,2% do número de hotéis-apartamentos e 69,5% do número de pousadas (Turismo de Portugal, 2022).

A Madeira é a região com maior concentração de camas, com cerca de 31 unidades por quilómetro quadrado, seguindo-se Lisboa com 19, o Algarve com 14, os Açores com 4, e as regiões Norte, Centro e Alentejo com menos de 3.

Cerca de 62,9% das camas disponibilizadas por empreendimentos turísticos encontram-se em estabelecimentos hoteleiros, sendo 52,0% localizadas em hotéis, 10,0% em hotéis-apartamentos e 0,9% em pousadas (Turismo de Portugal, 2022).

## **Hóspedes**

Dados dos últimos anos comprovam que cerca de 72,9% dos hóspedes contabilizados pelo INE são alojados em estabelecimentos hoteleiros, ficando 64,7% em hotéis, 6,9% em hotéis-apartamentos e 1,2% em pousadas. Os restantes 27% ficam alojados em outros empreendimentos turísticos.

Entre 2015 e 2019, houve um aumento do número de hóspedes em hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas de 34,8%, 23,1% e 42,9%, respetivamente. Em 2020, a pandemia provocou uma queda no número de hóspedes destes estabelecimentos em cerca de 61,7%, 61,3% e 68,1%, pela mesma ordem. Em 2021, o setor contemplou uma recuperação de cerca

de 23,8% dos hóspedes perdidos entre 2019 e 2020 pelos hotéis, 22,5% dos hóspedes perdidos pelos hotéis-apartamentos e 20,4% dos hóspedes perdidos pelas pousadas (INE, 2023).

As regiões também apresentam heterogeneidade ao nível da procura. Segundo dados de 2021, aproximadamente metade dos hóspedes de estabelecimentos hoteleiros ficam alojados na Área Metropolitana de Lisboa (25,0%) e no Norte (24,1%). Seguem-se o Algarve (16,8%), o Centro (16,6%), a Madeira (7,1%), o Alentejo (6,4%) e os Açores (3,6%).

A Madeira e Lisboa são as regiões com maior concentração geográfica de hóspedes, alojando em cada quilómetro quadrado, respetivamente, 934 e 877 hóspedes. Segue-se o Algarve com 357 por quilómetro quadrado, os Açores com 164, o Norte com 119, o Centro com 64 e o Alentejo com 21.

## **Dormidas**

Em 2021, 70,3% das dormidas em empreendimentos turísticos portugueses contabilizados pelo INE foram em estabelecimentos hoteleiros, sendo 58,7% em hotéis, 10,5% em hotéis-apartamentos e 1,1% em pousadas (Turismo de Portugal, 2023). Durante o período em análise no presente trabalho, houve um aumento do número de dormidas em hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas em cerca de 29,6%, 14,4% e 21,0%, respetivamente. A única exceção ao aumento contínuo do número de dormidas ocorreu em 2019, ano em que as pousadas verificaram uma diminuição deste número relativamente ao ano anterior. Em 2020, este valor reduziu, respetivamente, 64,5%, 64,0% e 67,6% relativamente aos valores de 2019, devido aos efeitos da pandemia. Em 2021, apesar de os valores pré-pandemia ainda não terem sido atingidos, foi possível recuperar cerca de 26,3% do número de dormidas perdidas entre 2019 e 2020 em hotéis, 21,1% do mesmo valor em hotéis-apartamentos e 26,6% em pousadas (Turismo de Portugal, 2022).

As regiões também são heterogéneas ao nível da quantidade de dormidas em estabelecimentos hoteleiros (hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas). Em 2021, a grande maioria das dormidas ocorreu no Algarve (26,0%) e na Área Metropolitana de Lisboa

(21,8%), seguindo-se o Norte (17,1%), a Madeira (14,1%), Centro (11,9%), Alentejo (4,9%) e Açores (4,2%).

As regiões que registam maior concentração geográfica de dormidas são a Madeira, a Área Metropolitana de Lisboa, o Algarve e os Açores, sendo as regiões de menor concentração o Norte, Centro e Alentejo.

### **Estada média**

Em 2021, o número médio de noites passadas em empreendimentos turísticos era de 2,6 noites, ou seja, inferior à de hotéis-apartamentos (3,9 noites) e superior à de hotéis (2,3 noites) e pousadas (2,4 noites) (INE/Pordata,2023).

No período em estudo, a estada média em hotéis diminuiu 4,0%. Este indicador sofreu uma redução de 8,0% em 2020 e uma recuperação de metade dessa descida no ano seguinte. No caso dos hotéis-apartamentos, este indicador apresentou uma tendência decrescente até 2021, tendo diminuído 8,9% durante o período em estudo. A estada média em pousadas aumentou 16,7% no período em estudo e apresentou uma tendência crescente até 2021, interrompida apenas por um decréscimo verificado em 2019. A evolução da estada média em pousadas e em hotéis-apartamentos durante a pandemia não apresentou alterações anómalas passíveis de serem diretamente associadas à mesma. (INE/PORDATA, 2023)

O número de noites passadas, em média, nos estabelecimentos hoteleiros também varia geograficamente de forma considerável. Em 2021, as regiões onde se pernitoiu durante mais tempo foram a Madeira (4,7 noites) e o Algarve (4,0 noites), seguindo-se os Açores (2,9 noites), Lisboa (2,3 noites), Alentejo (2,0) e as regiões Norte e Centro (1,8 noites).

Verifica-se que, ao longo do período em estudo, a estada média tem vindo a diminuir na Madeira e no Algarve. A pandemia acelerou esta redução de pernoites na Madeira. Nas restantes regiões, os valores mantiveram-se constantes ao longo do tempo, com exceção para o Alentejo, que no ano da pandemia verificou um aumento neste indicador, e para os Açores, que neste ano sofreram uma redução no mesmo (INE/PORDATA, 2023).

## **Emprego**

Em 2021, 1,6% da população empregada em Portugal (71 003 pessoas) laborava no ramo do Alojamento. Este subsetor pertence ao setor do Alojamento, Restauração e similares, no qual trabalhava 5,8% da população empregada no mesmo ano (257 142 pessoas) (INE/Pordata, 2023). Através de informação recolhida nos Censos, é possível verificar que o setor do Alojamento, Restauração e similares empregava em 2011 mais 0,9% da população do que em 2021. No entanto, a percentagem de população empregue pelo subsetor em estudo – o Alojamento – é a mesma nos dois anos (1,6%), pelo que a redução verificada ocorreu apenas no ramo da Restauração e similares. Os dados disponíveis não permitem a realização de uma análise homóloga às das restantes variáveis apresentadas no presente capítulo.

Aproximadamente metade das pessoas empregadas em Alojamento trabalham em Lisboa (27,3%) e no Norte (21,3%), seguindo-se o Algarve (18,6%), o Centro (13,9%), a Madeira (8,9%), o Alentejo (6,1%) e os Açores (3,9%).

As regiões com a maior percentagem de população empregada a trabalhar no ramo do alojamento são o Algarve – 7,0% da população empregada na região trabalha em alojamento – e a Madeira (6,3%), seguindo-se os Açores (2,7%), as regiões Alentejo e Lisboa (1,5%), o Centro (1,1%) e o Norte (1,0%).

## **Proveitos totais**

Em 2021, aproximadamente 77,6% dos proveitos totais de empreendimentos turísticos portugueses contabilizados pelo INE foram gerados por estabelecimentos hoteleiros, sendo 65,4% provenientes de hotéis, 10,5% de hotéis-apartamentos e 1,7% de pousadas (Turismo de Portugal, 2023).

No período em estudo, houve um aumento dos proveitos totais de hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas em 61,0%, 58,1% e 37,7%. Este aumento foi interrompido apenas em 2019 e verificou-se nas pousadas.

Em 2020, devido à pandemia, verificou-se uma queda dos proveitos totais relativamente a 2019 de 68,5% nos hotéis, 63,2% nos hotéis-apartamentos e 73,7% nas pousadas. Em 2021, foi possível recuperar cerca de 28,9% das referidas perdas em hotéis, 34,7% das perdas em hotéis-apartamentos e 30,0% das perdas em pousadas (Turismo de Portugal, 2023).

As diferentes regiões portuguesas (NUTS II) são bastante heterogéneas ao nível do montante de proveitos totais que os seus estabelecimentos hoteleiros conseguem gerar. Em 2021, mais de metade dos proveitos totais produzidos nestes estabelecimentos advieram da região do Algarve (30,9%) e da região de Lisboa (23,6%). Pela mesma ordem, segue-se a região Norte (15,1%), a Madeira (12,9%), Centro (8,8%), Alentejo (5,3%) e os Açores (3,4%).

A média de proveitos totais gerados por estabelecimento em 2021 foi de 1 792 395,2 euros nos hotéis-apartamentos, 1 083 974,9 nos hotéis e 1 071 946,4 nas pousadas. Também é possível concluir que a média dos proveitos totais gerados pelos hotéis do Algarve foi de 2 564 587,2 euros, equiparável apenas à da região da Madeira, de 2 439 127,7 euros, seguindo-se por esta ordem Lisboa com uma média de 1 449 527,3 euros, os Açores com 866 395,4 euros, o Norte com 644 790,0 euros, o Alentejo com 553 323,6 euros e o Centro com 470 225,0 euros.

As regiões com o número mais elevado de proveitos totais por habitante são o Algarve (1174 euros) e a Madeira (914 euros). Seguem-se os Açores (257 euros), Lisboa (146 euros), Alentejo (132 euros), Norte (75 euros) e Centro (70 euros).

### **Rendimento médio por quarto disponível**

O INE define rendimento por quarto (RevPAR) de um estabelecimento hoteleiro como sendo o rácio entre os proveitos de aposento e o número de quartos disponíveis, no período ao qual os dados se referem. Este indicador também se obtém através da multiplicação entre a taxa de ocupação do estabelecimento e o rendimento por quarto ocupado.

Em 2021, o rendimento médio por quarto foi de 35,3 euros nos hotéis, 46,1 nos hotéis-apartamentos e 60,1 nas pousadas. O rendimento médio por quarto no total dos

empreendimentos turísticos foi 32,6 euros, ou seja, inferior ao dos estabelecimentos hoteleiros.

No período em estudo, houve um aumento do rendimento médio por quarto disponível nos hotéis, nos hotéis-apartamentos e nas pousadas de cerca de 55,6%, 53,4% e 13,0%. Este aumento contínuo foi interrompido apenas em 2019, nas pousadas.

Em 2020, a pandemia provocou uma diminuição do rendimento médio por quarto de 34 euros nos hotéis, 27 euros nos hotéis-apartamentos e 36 euros nas pousadas, o que representa uma perda relativamente a 2019 de 58,6%, 47,8% e 47,2%, respetivamente. Em 2021, foi possível recuperar esta redução relativamente a 2019 em 32,9%, 61,3% e 56,3%, respetivamente (Turismo de Portugal, 2022).

A região com um somatório mais elevado de rendimentos médios por quarto de estabelecimento hoteleiro é o Algarve, totalizando 20,3% do somatório total. Segue-se Lisboa (16,9%), a Madeira (16,1%), o Alentejo (14,9%), os Açores (14,0%), o Centro (9,8%) e o Norte (7,9%).

A região em que os hotéis atingem um rendimento por quarto mais elevado é o Algarve (61,4 euros), seguindo-se a Madeira (45,3 euros), Açores (33,9 euros), Lisboa (34,4 euros), o Alentejo (29,7 euros), o Norte (27,3 euros) e o Centro (20,5 euros).

Já nos hotéis-apartamentos, este valor é consideravelmente mais elevado na região Alentejo (83,0 euros), seguindo-se o Algarve (47,9 euros), os Açores (45,9 euros), Lisboa (44,1 euros), a Madeira (33,6 euros), o Norte (25,4 euros) e o Centro (17,6 euros).

A região onde as pousadas atingem o maior valor de rendimento por quarto é Lisboa (68,7 euros), o Algarve (67,5 euros), a Madeira (62,0 euros), o Centro (47,7 euros), os Açores (42,7 euros), o Alentejo (17,4 euros) e o Norte (16,7 euros).

Tendo em conta os referidos indicadores, é de notar que no período em estudo se observou uma evolução bastante favorável, interrompida pela pandemia de Covid-19, mas retomada posteriormente.

É possível verificar que no período em estudo – 2015 a 2019 – o número de dormidas aumentou mais que o número de estabelecimentos hoteleiros e que o número de camas, o que sugere que estes estabelecimentos ficaram mais perto de atingir a sua capacidade de alojamento total. A estada média em hotéis e hotéis-apartamentos diminuiu. No entanto, esta diminuição é compensada pelo aumento abrupto do número de hóspedes, culminando num aumento do número de dormidas. Esta constatação sugere que o nível de faturação destes estabelecimentos aumentou. Ao analisar a evolução da rentabilidade das empresas hoteleiras durante o período em estudo verificou-se que, de facto, ocorreu um aumento notável nos proveitos totais das mesmas nos diferentes estabelecimentos hoteleiros.

# Capítulo 4 – Metodologia

## 4.1 – Formulação de Hipóteses

As variáveis explicativas em análise no presente trabalho são o crescimento, a dimensão, o ganho fiscal não associado à dívida, a idade, a rendibilidade, a tangibilidade do ativo e a localização. Este capítulo apresenta as hipóteses formuladas sobre a forma como o endividamento das PME hoteleiras portuguesas se relaciona com as variáveis explicativas em estudo. As hipóteses são fundamentadas pela teoria da estrutura de capital, que consta do capítulo 2 do presente trabalho. Também a revisão empírica se revelou útil para a formulação das hipóteses, ao permitir visualizar os progressos realizados por outros investigadores ao nível da compreensão dos determinantes da estrutura de capital.

### 4.1.1 – Crescimento

A teoria do *trade-off* prevê uma relação negativa entre o crescimento de uma empresa e o seu nível de endividamento. O crescimento está associado a um menor nível de *cash-flows* excedentários. Consequentemente, existe menos necessidade de utilizar mecanismos disciplinadores do uso destes excedentes, como a dívida. Segundo Nunes e Serrasqueiro (2017), as empresas em crescimento evitam recorrer a dívida para que o seu risco de falência não aumente, salvaguardando as suas futuras oportunidades de investimento. Oportunidades de crescimento tendem a originar problemas de agência entre gestores e credores. Estes últimos tendem a evitar conceder empréstimos a empresas em crescimento devido à sua reduzida capacidade de otimização de investimentos (Pacheco & Tavares, 2017) ou por detetarem problemas de subinvestimento (Palacín-Sánchez et al., 2013).

A teoria da *pecking order* argumenta que o crescimento se relaciona positivamente com o endividamento. Empresas em crescimento carece de fundos retidos. Esgotados estes fundos, as empresas escolhem recorrer ao endividamento, fonte de financiamento exterior a menores custos de assimetria de informação.

Os resultados da maioria dos estudos empíricos revistos são coerentes com as previsões da teoria da *pecking order* (tabela 2.7).

H1. Verifica-se uma relação positiva entre o crescimento e a dívida total das empresas portuguesas do setor hoteleiro.

## 4.1.2 – Dimensão

Ambas as teorias TOT e POT apontam para a existência de uma relação positiva entre a dimensão de uma empresa e o seu nível de endividamento (tabela 2.3). Empresas de maior dimensão beneficiam de uma maior visibilidade e frequentemente disponibilizam informação financeira de melhor qualidade. Por conseguinte, a assimetria de informação entre as empresas maiores e os credores é inferior, comportamento propício à obtenção de condições de crédito mais favoráveis. O efeito de escala pressupõe que uma empresa de maior dimensão tem menos probabilidade de entrar em falência e menos custos associados a esse processo (Serrasqueiro et al., 2016). Empresas maiores tendem a diversificar os seus negócios, diluindo deste modo o risco de falência, percecionado pelos credores. Estas empresas reúnem atributos que podem ser usados como garantias de crédito, como a sua experiência, a detenção de mais ativos e a obtenção de resultados superiores e menos voláteis (Rebelo, 2016; Serrasqueiro et al., 2016). Uma empresa de maior dimensão tem uma maior probabilidade de conseguir resultados positivos e de, assim, conseguir beneficiar do endividamento, através da dedução de juros.

A revisão empírica corrobora as previsões elaboradas a partir dos fundamentos teóricos.

H2. Verifica-se uma relação positiva entre a dimensão e a dívida total das PME portuguesas do setor hoteleiro.

### 4.1.3 – Ganho fiscal não associado à dívida

As empresas são passíveis de usufruir de benefícios fiscais proporcionados por um determinado encargo financeiro (juros) quando os seus resultados antes de juros e impostos forem suficientes para cobrir o mesmo. Este encargo reduz o montante sobre o qual os seus impostos são calculados, o que resulta numa poupança fiscal.

A teoria do *trade-off* prevê uma relação negativa entre o endividamento e os ganhos fiscais não associados ao mesmo. As empresas possuem diversos mecanismos possíveis para a obtenção de poupanças fiscais, substituíveis entre si nesse propósito. Deste modo, é expectável que o endividamento seja inferior em empresas que obtêm ganhos fiscais por outras vias como, por exemplo, depreciações ou créditos a investimentos.

O setor hoteleiro possui um elevado nível de ativos fixos tangíveis e, conseqüentemente, de depreciações, pelo que a procura de endividamento como fonte de receita fiscal tende a ser inferior por parte destas empresas (Serrasqueiro & Nunes, 2014). Estes autores também recordam a importância que as alternativas ao endividamento têm para as PME, por permitirem o usufruto de benefícios fiscais sem o aumento do risco de falência.

Os estudos empíricos de Correia (2015) e Serrasqueiro e Nunes (2014) encontraram evidências de que os ganhos fiscais não associados à dívida se relacionam negativamente com o endividamento, oferecendo suporte empírico às previsões teóricas.

H3. Verifica-se uma relação negativa entre o ganho fiscal não associado à dívida e a dívida total das empresas portuguesas do setor hoteleiro.

#### 4.1.4 – Idade

A teoria do *trade-off* prevê que a idade potencie a concessão de crédito por parte dos bancos, pois empresas com maior longevidade tendem a ser mais credíveis, rentáveis e diversificadas do que as mais jovens (Correia, 2015). Já a lógica apresentada pela teoria da *pecking order* permite argumentar nos dois sentidos. Por um lado, na ausência de fundos próprios, a empresa recorre ao endividamento, sendo a reputação um fator facilitador do acesso a esta fonte de financiamento, como explicado anteriormente. Por outro lado, a uma maior longevidade está associada um maior nível de autofinanciamento, alternativa geradora de menor assimetria de informação, pelo que as empresas tenderão a recorrer menos a dívida.

Os fundos retidos pelas empresas mais jovens tendem a ser reduzidos. Simultaneamente, estas empresas necessitam de realizar investimentos nas suas oportunidades de crescimento, pelo que necessitam de recorrer a financiamento externo (Rebelo et al., 2022). O seu risco de falência aumentado dificulta o acesso a capital próprio, pelo que é expectável que estas empresas optem pelo endividamento.

Os resultados obtidos nos estudos revistos oferecem evidência de que a relação entre a idade e a dívida é negativa para o endividamento total (tabela 2.7).

H4. Verifica-se uma relação negativa entre a idade e a dívida total das empresas portuguesas do setor hoteleiro.

### 4.1.5 – Rendibilidade

Segundo a teoria do *trade-off*, é expectável que empresas mais rentáveis possuam um rácio de endividamento maior (tabela 2.3). As empresas com maior rendibilidade têm uma maior probabilidade de solver os seus compromissos e de usufruir dos benefícios fiscais. Adicionalmente, o risco de falência destas empresas é menor, o que aumenta a confiança dos credores nas mesmas e permite, deste modo, reduzir o custo do capital.

As predições da teoria da *pecking order* apontam para a existência de uma relação negativa entre rendibilidade e endividamento (tabela 2.3). Empresas mais rentáveis têm menos necessidade de recorrer a fundos externos porque dispõem de mais resultados retidos. As PME possuem características que podem reforçar a sua preferência por autofinanciamento, como o interesse em salvaguardar a autonomia financeira da empresa e conservar o controlo sobre a mesma. De acordo com Pacheco e Tavares (2017), é também menos comum para estas empresas recorrerem ao endividamento como forma de reduzir os recursos excedentários causadores de conflitos de interesse entre proprietários e gestores, devido à frequente sobreposição existente no exercício destes cargos.

A evidência empírica oferece suporte à existência de uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível de endividamento das empresas, como previsto pela POT.

H5. Verifica-se uma relação negativa entre a rendibilidade e a dívida total das PME portuguesas do setor hoteleiro.

#### 4.1.6 – Tangibilidade do Ativo

Os fundamentos das teorias do *trade-off* e da *pecking order* permitem antever uma relação positiva entre a tangibilidade do ativo de uma empresa e o seu nível de endividamento.

A hotelaria é uma indústria de capital intensivo pois a sua operação depende de investimentos avultados em ativos fixos tangíveis como terrenos e edifícios.

Como explica Rebelo (2016), de acordo com a teoria do *trade-off*, uma empresa com mais ativos tangíveis tem um risco de falência mais reduzido. Atribui-se este facto ao seu valor de liquidação, por haver menos assimetria de informação relativamente a estes ativos e por a sua desvalorização no mercado de usados ser menor, e ao seu valor colateral, que permite que sejam negociados custos de financiamento mais baixos e que os custos de agência entre dirigentes e credores diminuam, pois as empresas são obrigadas a utilizar a dívida para o propósito acordado.

A teoria da *pecking order* prevê que a utilização dos ativos tangíveis como colateral permita mitigar os efeitos da informação assimétrica e, desta forma, facilita o acesso ao endividamento e a negociação dos seus custos.

Os estudos analisados no decorrer da elaboração do presente trabalho corroboram as previsões teóricas apresentadas, como se verifica pela leitura da tabela 2.7.

H6. Verifica-se uma relação positiva entre a estrutura de ativos e a dívida total das empresas portuguesas do setor hoteleiro.

### 4.1.7 – Localização

Pretende-se investigar a influencia da localização geográfica das empresas em estudo na sua estrutura de capital. As regiões em estudo são o Continente, a Região Autónoma dos Açores e a Região Autónoma da Madeira, que segmentam o território português de acordo com a designação NUTS I, em conformidade com o disposto no Regulamento (CE) n.º 1059/2003 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de Maio de 2003.

Portugal apresenta uma heterogeneidade significativa entre as suas regiões. As regiões autónomas dos Açores e da Madeira possuem autonomia financeira, administrativa e legislativa e podem adaptar o sistema fiscal nacional às suas especificidades. Segundo o estudo de Andraz e Norte (2010), diferentes regiões portuguesas convergem para diferentes estados estacionários de rendimento, o que sugere a existência de heterogeneidade estrutural entre as mesmas (Matias & Serrasqueiro, 2017).

Posto isto, é expectável que também se verifiquem diferenças regionais significativas ao nível da estrutura de capital das empresas em estudo.

H7. A estrutura de capital das PME portuguesas do setor hoteleiro apresenta diferenças estatisticamente significativas entre as regiões (NUTS I).

A tabela 4.1 apresenta valores médios do período em estudo para variáveis caracterizadoras da heterogeneidade regional ao nível da estrutura de capital.

O indicador económico PIB *per capita* permite uma comparação inter-regional ao nível da produção de riqueza por habitante. Matias e Serrasqueiro (2017) referem que a variável crescimento do PIB se relaciona com as necessidades de financiamento das empresas, tendo sido utilizado como um indicador das oportunidades de investimento de uma empresa. A variável taxa de inflação é um indicador económico que mede o nível de aumento dos preços de bens e serviços. O número de instituições bancárias por 10 000 habitantes é utilizado com

indicador do desenvolvimento bancário. Trabalhos como o de Pietro et al. (2019) admitem que uma maior concentração de instituições bancárias pode influenciar positivamente a proximidade entre as mesmas e as PME. Deste modo, é expectável que nestas regiões a assimetria de informação entre partes seja menor e que, conseqüentemente, os credores proporcionem melhores oportunidades de financiamento para as PME. As variáveis PIB *per capita*, crescimento do PIB (%), taxa de desemprego de longa duração e participação de adultos (25-65 anos) nos sistemas de ensino e de formação são indicadores de desenvolvimento regional, de acordo com o Quinto Relatório sobre a Coesão Económica, Social e Territorial (Pietro et al., 2018). É comum a utilização do rácio depósitos bancários/ PIB na medição do grau de desenvolvimento regional do setor bancário, setor que influencia fortemente o crescimento económico de uma localidade, pelo que este rácio é também considerado um indicador de desenvolvimento regional (Pietro et al., 2018).

**Tabela 4.1 - Indicadores de região\***

Região	PIB <i>per capita</i> (10 <sup>3</sup> €)	Crescimento do PIB (%)	Taxa de inflação (%)	Instituições bancárias**	Desemprego (%)***	Formação (%)****	Depósitos bancários/ PIB
<b>Continente</b>	19,00	4,39	0,76	4,75	4,82	10,16	1092,62
<b>Madeira</b>	18,74	4,07	0,53	4,58	6,54	8,56	1393,40
<b>Açores</b>	17,26	4,01	1,04	6,12	5,44	5,90	728,75
<b>Portugal</b>	18,97	4,38	0,76	4,78	4,84	9,98	1091,39

Fonte: Elaboração própria.

\*Média referente ao período em estudo (2015-2019).

\*\*Número de instituições bancárias por 10 000 habitantes.

\*\*\*Taxa de desemprego de longa duração.

\*\*\*\*Participação de adultos (25-65 anos) nos sistemas de ensino e de formação.

Observando a tabela 4.1, a região dos Açores ressalta por ser a que apresenta menor valor de PIB *per capita*, menor crescimento do PIB, maior taxa de inflação, maior número de instituições bancárias e menor valor no indicador de formação, bem como no nível de depósitos bancários/PIB.

## 4.2 – Base de Dados, Amostra e Variáveis

Os dados contabilísticos utilizados neste trabalho foram obtidos através da base de dados Orbis. As empresas que constituem a amostra em estudo enquadram-se no conceito de PME, satisfazendo as condições definidas na Recomendação 2003/361/CE da Comissão de 6 de maio de 2003. Uma empresa é considerada uma PME se possuir um número de trabalhadores compreendido entre 10 e 250 e um volume de negócios compreendido entre 2 milhões e 50 milhões de euros, ou se o seu balanço total anual for compreendido entre 2 milhões e 43 milhões de euros.

O presente estudo analisa dados financeiros de PME portuguesas da indústria hoteleira, por regiões. Foram removidas as empresas cujos dados apresentavam as seguintes características: menos de 3 anos de dados para todas as variáveis estudadas; volume de negócios negativo; capital próprio negativo; ativo fixo superior ao ativo total líquido. A amostra final contém 994 empresas. A análise teve como ponto de partida dados relativos ao período compreendido entre 2015 e 2019, prévio à pandemia Covid-19, permitindo obter um painel com 5065 observações. As empresas em estudo dividem-se em três subamostras, segundo a sua distribuição geográfica (NUTS I): 864 empresas do Continente, 89 da Madeira e 41 dos Açores.

A tabela 4.2 representa a distribuição geográfica da amostra total final, bem como do total das PME portuguesas. Deste modo, é possível verificar que todas as regiões (NUTS I) se encontram representadas na amostra do presente trabalho.

**Tabela 4.2 - Distribuição geográfica da amostra total**

Região	Amostra	%	Total de empresas <sup>*,**</sup>	%
Continente	864	86,9	386 265	96,5
Madeira	89	9,0	8 673	2,2
Açores	41	4,1	5 227	1,3
Portugal	994	100	400 165	100

Fonte: Elaboração própria.

\*Média referente ao período em estudo (2015-2019).

\*\*Fonte: Pordata (2023).

Os resultados da presente investigação foram produzidos pelo software estatístico Stata.

O presente estudo tem como variável dependente o endividamento total das PME hoteleiras portuguesas. As variáveis explicativas analisadas foram o crescimento, a dimensão, o ganho fiscal não associado à dívida, a idade, a rendibilidade, a tangibilidade do ativo e a localização.

A tabela 4.3 apresenta as variáveis analisadas no presente trabalho e os indicadores para proceder à medição de cada uma. Todas as *proxies* utilizadas foram previamente estudadas em investigações semelhantes, como se verifica na tabela 2.7.

**Tabela 4.3 – Variáveis dependentes e independentes**

Variáveis	Definição	Fórmula
<b>Dependentes</b>		
$DT_{i,t}$	Dívida Total	Passivo Total/Ativo Total
<b>Independentes</b>		
$CRESC_{i,t}$	Crescimento	$(Ativo\ Total_{i,t} - Ativo\ Total_{i,t-1})/Ativo\ Total_{i,t-1}$
$DIMAT_{i,t}$	Dimensão	$\log (Ativo\ Total)$
$GFNAD_{i,t}$	Ganho Fiscal Não Associado à Dívida	Depreciações e Amortizações do Período/Ativo Total
$IDAD_{i,t}$	Idade	$\ln (\text{Número de Anos de Vida da Empresa})$
$RENDAT_{i,t}$	Rendibilidade	Resultado Antes de Juros e Impostos/Ativo Total
$TANG_{i,t}$	Tangibilidade do Ativo	Ativo Fixo Tangível/Ativo Total

Fonte: Elaboração própria.

## 4.3 – Modelos de Dados em Painel

No presente estudo, foram utilizados dados em painel — dados relativos a mais do que uma entidade e correspondentes a múltiplas variáveis e unidades temporais. Modelos com dados desta natureza apresentam algumas vantagens relativamente aos modelos de dados seccionais pois estes últimos não incluem informação relativa à evolução temporal das características de cada indivíduo.

Recorrer a dados em painel possibilita controlar os efeitos fixos não observáveis (heterogeneidade individual). Como Rebelo (2016) sintetiza, trabalhar com um maior número de observações possibilita obter um maior número de graus de liberdade e reduzir a possível multicolinearidade existente entre variáveis, aumentando a eficiência das estimativas dos coeficientes. A utilização destes modelos permite aumentar a potência dos testes estatísticos realizados, ou seja, a probabilidade de as hipóteses nulas formuladas serem rejeitadas corretamente.

O modelo de regressão linear múltipla de dados em painel usado na análise é o seguinte:

$$Y_{it} = \beta X_{jit} + \alpha_i + \mu_{it},$$

onde:  $Y_{it}$  é o rácio de dívida da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $X_{jit}$  é o vetor dos  $J$  determinantes da estrutura de capital considerados no presente trabalho, da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $\alpha_i$  mede o efeito individual não observado (heterogeneidade individual);  $\mu_{it}$  representa o erro idiossincrático, variando aleatoriamente ao longo de  $i$  e de  $t$ .

O método de estimação escolhido para testar as hipóteses formuladas é validado pelos testes de Wald Modificado (testes à heterocedasticidade), Multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan (LM) (teste aos efeitos individuais das empresas), Hausman (teste aos efeitos fixos e aleatórios) e Wooldridge (teste à autocorrelação).

O teste de Wald Modificado tem como hipótese nula a homocedasticidade, ou seja, a variância constante dos termos de erro, sendo aplicadas a regressões pelo método dos mínimos quadrados ordinários (*Pooled OLS*) e a modelos de efeitos fixos, respetivamente.

Os testes do Multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan (LM) estudam a significância dos efeitos individuais das empresas, de modo a averiguar se o modelo mais explicativo do endividamento das empresas em estudo consiste numa regressão de dados em painel ou numa regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários (*Pooled OLS*).

O teste de Hausman analisa a existência de correlação entre os efeitos individuais não observáveis das empresas e as variáveis independentes. O método de estimação mais apropriado no caso de se verificar esta correlação são modelos de dados em painel para efeitos fixos. Na ausência da correlação descrita, é adequado recorrer a modelos de dados em painel para efeitos aleatórios.

O teste de Wooldridge assume como hipótese nula a ausência de autocorrelação de primeira ordem em resíduos de modelos de dados em painel.

Os teste F e Wald avaliam a significância conjunta dos modelos.

Os resultados dos testes revelam que o modelo de efeitos fixos (AR1) é o mais adequado para a explicação do nível de endividamento das empresas da amostra total e das amostras do Continente e da Madeira. Por outro lado, o modelo de efeitos aleatórios (AR1) é o que se revela mais adequado para a explicação do endividamento das empresas dos Açores.

Para cada região, as tabelas apresentam os resultados dos diversos modelos. Não obstante, a análise será fundamentalmente efetuada com base no modelo que se revelou mais adequado, apresentado na última coluna de cada uma das respetivas tabelas.

# Capítulo 5 – Resultados

## 5.1 – Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlações

A tabela 5.1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis financeiras em estudo. É possível verificar que, em média, a estrutura de capital das PME portuguesas hoteleiras de todas as regiões estudadas é composta na sua maioria por dívida. O nível médio de endividamento das empresas da amostra total em estudo é cerca de 53,9%, sendo a Madeira a região com o valor mais baixo (50,2%) e o Continente a região onde este valor é mais elevado (54,4%).

O ativo total das empresas em estudo apresenta, em média, uma taxa de crescimento de 45,3%, variando este valor entre 35,3% (Madeira) e 50,1% (Açores). O grau de dispersão dos valores de taxa de crescimento é elevado em todas as regiões, como se pode concluir a partir dos valores de desvio-padrão.

O valor médio da dimensão das empresas em estudo é de 4 887 milhares de euros, sendo a Madeira a região onde a dimensão média é mais elevada (7 362 milhares de euros) e os Açores a região onde este valor é mais baixo (3 776 milhares de euros).

A nível dos ganhos fiscais não associados à dívida, é de notar que as depreciações representam, em média, 4,1% do total de ativos das empresas da amostra em estudo, variando este valor entre 4% (Continente) e 4,7% (Madeira).

As empresas da presente amostra têm uma idade média de 17 anos de vida, sendo os Açores a região onde se localizam empresas, em média, mais jovens (15 anos) e a Madeira a região que contém os alojamentos, em média, com maior longevidade (21 anos).

A rentabilidade média das PME hoteleiras portuguesas é de 5,9%. Em média, a Madeira é a região onde estas empresas conseguem obter os maiores níveis de rentabilidade (6,1%) e os Açores são a região onde a rentabilidade destas empresas é menor (4,3%).

Em média, os ativos fixos tangíveis das empresas em análise representam 58% do total de ativos, variando este valor entre 57,2% (Continente) e 63,9% (Açores).

**Tabela 5.1 – Estatísticas Descritivas**

Região	Medidas	DT	CRESC	DIMAT	GFNAD	IDAD	RENDAT	TANG
Continente	Obs.	4.181	4.061	4.181	3.689	4.044	4.155	4.073
	Média	0,544	0,461	3,675	0,040	2,832	0,060	0,572
	D.P.	0,274	3,898	0,602	0,042	0,911	0,130	0,344
Madeira	Obs.	439	434	439	408	438	436	423
	Média	0,502	0,353	3,867	0,047	3,050	0,061	0,624
	D.P.	0,253	4,314	0,606	0,035	0,597	0,111	0,312
Açores	Obs.	199	194	199	189	193	198	198
	Média	0,521	0,501	3,577	0,046	2,736	0,043	0,639
	D.P.	0,215	2,239	0,624	0,032	0,799	0,083	0,293
Portugal	Obs.	4.819	4.689	4.819	4.286	4.680	4.789	4.694
	Média	0,539	0,453	3,689	0,041	2,851	0,059	0,580
	D.P.	0,269	3,884	0,606	0,041	0,886	0,127	0,340
<b>One way ANOVA F statistic</b>		5,15***						

Nota: As variáveis encontram-se definidas na tabela 4.3.

Fonte: Elaboração própria.

A tabela 5.2 apresenta a matriz de correlações. É possível verificar, para níveis de significância de 1%, que o endividamento total se correlaciona positivamente com as variáveis crescimento, dimensão e tangibilidade e negativamente com as variáveis idade e rentabilidade. Também se verifica uma correlação negativa entre a variável dependente e os ganhos fiscais não associados à dívida, a um nível de significância de 10%.

Quando duas variáveis explicativas apresentam um grau de correlação muito elevado, estamos perante o problema da multicolinearidade que degrada os resultados da regressão. Cada uma destas variáveis capta boa parte da informação contida na outra, pelo que é suficiente colocar uma no modelo. Segundo Gujarati and Porter (2010), o problema da multicolinearidade é relevante quando o nível de correlação ultrapassa os 30% (Matias & Serrasqueiro, 2017). Posto isto, verifica-se que as correlações entre as variáveis explicativas são inferiores a 30%, pelo que o problema em causa não é relevante no presente trabalho.

**Tabela 5.2 – Matriz de Correlações**

	DT	CRESC	DIMAT	GFNAD	IDAD	RENDAT	TANG
DT	1						
CRESC	0,074***	1					
DIMAT	0,080***	-0,040***	1				
GFNAD	-0,026*	-0,054***	-0,207***	1			
IDAD	-0,262***	-0,122***	0,176***	0,006	1		
RENDAT	-0,191***	-0,010	-0,118***	-0,061***	-0,025*	1	
TANG	0,063***	-0,035**	0,083***	0,197***	0,027*	-0,266***	1

Nota: As variáveis encontram-se definidas na tabela 4.3.

Fonte: Elaboração própria.

## 5.2 – Resultados dos Modelos

Visando os objetivos do presente estudo, procedeu-se à estimação de modelos de dados em painel com base em amostras de PME hoteleiras portuguesas. As tabelas 5.3, 5.4, 5.5 e 5.6 apresentam os resultados obtidos para os modelos correspondentes à amostra total, Continente, Madeira e Açores, respetivamente.

**Tabela 5.3 – Determinantes da Dívida Total – Amostra Total**

Variáveis independentes	Pooled OLS	Efeitos aleatórios	Efeitos fixos	Efeitos fixos (AR1)
Constante	0,6379***	0,6117***	0,6124***	0,2540***
CRESC	0,0048***	0,0019**	0,0004	-0,0031**
DIMAT	0,0412***	0,0682***	0,1405***	0,3187***
GFNAD	-0,1402	-0,3047*	-0,2591	-0,3145***
IDAD	-0,0833***	-0,1204***	-0,2184***	-0,3109***
RENDAT	-0,4616***	-0,4156***	-0,4007***	-0,3680***
TANG	0,0246	0,0889***	0,1054***	0,0408**
R <sup>2</sup>	0,1288	0,1747	0,1865	0,2177
F	98,91***		41,36***	108,39***
Wald ( $\chi^2$ )		381,36***		
Wald Modificado ( $\chi^2$ )			1,6e+33***	
LM ( $\chi^2$ )		5256,37***		
Hausman Robusto ( $\chi^2$ )			95,31***	
Wooldridge (F)		230,395***		
VIF médio	1,09			

Notas: 1) As variáveis encontram-se definidas na tabela 4.3; 2) \*\*\* indica um nível de significância de 1%, \*\* indica um nível de significância de 5%, \* indica um nível de significância de 10%.

Fonte: Elaboração própria.

**Tabela 5.4 – Determinantes da Dívida Total – Continente**

Variáveis independentes	Pooled OLS	Efeitos aleatórios	Efeitos fixos	Efeitos fixos (AR1)
Constante	0,6490***	0,6071***	0,5920***	0,1384***
CRESC	0,0063***	0,0023**	0,0011	-0,0036**
DIMAT	0,0399***	0,0682***	0,1421***	0,3557***
GFNAD	-0,1540	-0,2880	-0,2404	-0,3187***
IDAD	-0,0845***	-0,1218***	-0,2173***	-0,3193***
RENDAT	-0,4598***	-0,3974***	-0,3802***	-0,3633***
TANG	0,0253	0,1055***	0,1259***	0,0525***
R <sup>2</sup>	0,1325	0,1826	0,1941	0,2396
F	86,34***		35,86***	104,85***
Wald ( $\chi^2$ )		336,57***		
Wald Modificado ( $\chi^2$ )			2,9e+33***	
LM ( $\chi^2$ )		4503,06***		
Hausman Robusto ( $\chi^2$ )			91,11***	
Wooldridge (F)		175,490***		
VIF médio	1,09			

Notas: 1) As variáveis encontram-se definidas na tabela 4.3; 2) \*\*\* indica um nível de significância de 1%, \*\* indica um nível de significância de 5%.

Fonte: Elaboração própria.

**Tabela 5.5 – Determinantes da Dívida Total – Madeira**

Variáveis independentes	Pooled OLS	Efeitos aleatórios	Efeitos fixos	Efeitos fixos (AR1)
Constante	0,5231***	0,6749***	0,8085***	0,6723***
CRESC	0,0043***	0,0017*	-0,0014	-0,0024
DIMAT	0,0724***	0,1050**	0,2037*	0,3124***
GFNAD	0,2133	0,0405	0,2211	0,6033
IDAD	-0,0926***	-0,1664***	-0,3348***	-0,4185***
RENDAT	-0,5339***	-0,6765***	-0,6781***	-0,4297***
TANG	0,0196	-0,0375	-0,0593	-0,1766***
R <sup>2</sup>	0,1256	0,2049	0,2235	0,1965
F	54,24***		14,56***	9,29***
Wald ( $\chi^2$ )		88,53***		
Wald Modificado ( $\chi^2$ )			3,6e+29***	
LM ( $\chi^2$ )		549,16***		
Hausman Robusto ( $\chi^2$ )			15,66**	
Wooldridge (F)		91,442***		
VIF médio	1,26			

Notas: 1) As variáveis encontram-se definidas na tabela 4.3; 2) \*\*\* indica um nível de significância de 1%, \*\* indica um nível de significância de 5%, \* indica um nível de significância de 10%.

Fonte: Elaboração própria.

**Tabela 5.6 – Determinantes da Dívida Total – Açores**

Variáveis independentes	Pooled OLS	Efeitos aleatórios	Efeitos fixos	Efeitos aleatórios (AR1)
Constante	0,6096***	0,6487**	0,7718	0,6074***
CRESC	-0,0138***	-0,0086**	-0,0105**	-0,0060
DIMAT	0,0147	0,0237	0,0491	0,0222
GFNAD	0,0632	-0,2120	-0,2207	0,0858
IDAD	-0,0342**	-0,0484	-0,1235	-0,0382
RENDAT	-0,7677***	-0,6134***	-0,5585**	-0,6807***
TANG	-0,0169	-0,0620	-0,0767	-0,0528
R <sup>2</sup>	0,1137	0,1154	0,1254	0,1073
F	4,39***		9,62***	
Wald ( $\chi^2$ )		45,47***		26,09***
Wald Modificado ( $\chi^2$ )			4,3e+05***	
LM ( $\chi^2$ )		194,75***		
Hausman Robusto ( $\chi^2$ )			3,28	
Wooldridge (F)		47,401***		
VIF médio	1,24			

Notas: 1) As variáveis encontram-se definidas na tabela 4.3; 2) \*\*\* indica um nível de significância de 1%, \*\* indica um nível de significância de 5%.

Fonte: Elaboração própria.

O coeficiente de determinação (R<sup>2</sup>) apurado nos modelos varia entre as diferentes regiões, sendo o modelo com menor poder explicativo o correspondente à região dos Açores (R<sup>2</sup>=0,1073) e o modelo do Continente aquele que tem um poder explicativo mais elevado (R<sup>2</sup>=0,2396).

Todas as variáveis são significativas para a explicação do endividamento total nos modelos correspondentes à amostra total e ao Continente. Os sinais dos coeficientes são idênticos e as magnitudes são semelhantes. Os resultados obtidos para a amostra da Madeira diferem dos anteriores na magnitude dos coeficientes idade e rendibilidade, no sinal do coeficiente da variável tangibilidade do ativo e no facto de as variáveis, crescimento e ganho fiscal não associado à dívida não serem explicativas neste modelo. A estimação do modelo correspondente às empresas dos Açores permite verificar que a única variável explicativa do

nível de endividamento desta amostra é a rendibilidade, sendo o sinal deste coeficiente o mesmo que nos modelos para as restantes regiões.

As estatísticas presentes nas tabelas de resultados permitem fazer as seguintes observações:

- A realização do Wald Modificado conduziu à rejeição da hipótese nula, sendo possível concluir que a variância dos termos de erro não é constante (heterocedasticidade). Consequentemente, foi necessário corrigir a heterocedasticidade recorrendo, como explicam Matias et al. (2015), ao estimador robusto das variâncias nos modelos *pooled* OLS, nos modelos de efeitos fixos e nos modelos de efeitos aleatórios.
- A rejeição da hipótese nula do teste do Multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan (LM) implica que os efeitos individuais das empresas em análise são estatisticamente significativos na explicação do nível de endividamento das mesmas. Deste modo, é possível afirmar que o modelo *pooled* OLS não é o mais adequado ao presente estudo.
- Para os modelos correspondentes á amostra total, ao Continente e á Madeira, a hipótese nula do teste de Hausman foi rejeitada, pelo que existe correlação entre os efeitos individuais não observáveis e as variáveis explicativas em estudo. Deste modo, conclui-se que o modelo de dados em painel de efeitos fixos é mais adequado que o modelo de efeitos aleatórios para explicar o endividamento total das referidas amostras. No caso da amostra dos Açores, a não rejeição da hipótese nula permite concluir que o modelo de efeitos aleatórios é mais adequado que o modelo de efeitos fixos.
- A realização do teste de Wooldridge conduziu à rejeição da hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem. Consequentemente, é possível concluir que o modelo mais adequado para explicar o nível de endividamento das empresas da amostra total, do Continente e da Madeira é o modelo de efeitos fixos (AR1). Para a explicação do endividamento das empresas dos Açores, o modelo de efeitos aleatórios (AR1) é o mais adequado. Como explicam Matias et al. (2015), a autocorrelação não é um motivo de preocupação nos modelos *pooled* OLS, modelos de efeitos fixos e modelos de efeitos aleatórios devido à utilização do estimador robusto das variâncias.

## 5.3 – Discussão dos Resultados

A tabela 5.7 apresenta os resultados dos modelos mais adequados à explicação do nível de endividamento da amostra total, do Continente, da Madeira e dos Açores. Possibilita observar se a evidência empírica permite ou não sustentar as hipóteses formuladas entre os determinantes e o endividamento total nas amostras consideradas.

**Tabela 5.7 – Síntese dos Resultados**

Variáveis independentes	Relação observada				Hipótese		
	Amostra Total	Continente	Madeira	Açores	Nº	Relação prevista	Resultado
<b>Crescimento</b>	-	-	n.s.	n.s.	1	+	Rejeitada
<b>Dimensão</b>	+	+	+	n.s.	2	+	Não rejeitada, exceto para a região dos Açores
<b>Ganho Fiscal Não Associado à Dívida</b>	-	-	n.s.	n.s.	3	-	Não rejeitada, exceto para as regiões da Madeira e dos Açores
<b>Idade</b>	-	-	-	n.s.	4	-	Não rejeitada, exceto para a região dos Açores
<b>Rendibilidade</b>	-	-	-	-	5	-	Não rejeitada
<b>Tangibilidade do Ativo</b>	+	+	-	n.s.	6	+	Não rejeitada, exceto para as regiões da Madeira e dos Açores

Nota: 1) As variáveis encontram-se definidas na tabela 4.3; 2) += a variável independente relaciona-se positivamente com o nível de endividamento; 3) -= a variável independente relaciona-se negativamente com o nível de endividamento; 4) n.s. = a relação entre a variável independente e o nível de endividamento não é estatisticamente significativa.

Fonte: Elaboração própria.

A evidência empírica sugere que quanto maior a taxa de crescimento do ativo das empresas da amostra total e da subamostra Continente, menor o seu nível de endividamento, resultado previsto pela TOT. A hipótese 1 é rejeitada. Segundo esta teoria, as empresas em crescimento possuem menos *cash-flows* excedentários. Por esta razão, é expectável que estas empresas

evitem recorrer ao endividamento, pois não necessitam de mecanismos disciplinadores de fundos excedentes e ainda porque iriam aumentar o seu risco de falência. A relação verificada entre este determinante e o endividamento corrobora os estudos de Jensen (1986) e Myers (1977).

As empresas de maior dimensão apresentam estruturas de capital mais endividadas, segundo as evidências estatisticamente significativas obtidas para a amostra total e para as subamostras Continente e Madeira. Estes resultados vão de encontro às predições das teorias POT e TOT. Por conseguinte, a hipótese 2 não é rejeitada. O acesso das empresas de maior dimensão ao endividamento tende a ser mais facilitado porque estas empresas disponibilizam informação financeira de melhor qualidade e possuem características que diminuem o seu risco de falência. Ao gerarem mais resultados, estas empresas também possuem uma maior probabilidade de conseguirem beneficiar do endividamento. Os resultados obtidos no presente trabalho para a relação entre a dimensão e o endividamento são idênticos aos dos trabalhos de Serrasqueiro e Nunes (2014), Rebelo (2016), Rebelo et al. (2022), Sikveland et al. (2022), Matias e Serrasqueiro (2017), entre outros.

Como previsto pela TOT, o ganho fiscal não associado à dívida encontra-se negativamente relacionado, exibindo relevância estatística, com o nível de dívida das empresas, segundo os resultados obtidos para a amostra total e para o Continente. Estes resultados permitem a não rejeição da hipótese 3. Importa acrescentar que a hotelaria é uma indústria de capital intensivo, sendo relevante a tangibilidade do ativo destas empresas. Consequentemente, é expectável que as empresas deste setor contêm com um maior nível de depreciações, que proporcionam benefícios fiscais sem que seja necessário recorrer a endividamento. Por esta razão, a procura de endividamento como fonte de receita fiscal tende a ser inferior por parte destas empresas (Serrasqueiro & Nunes, 2014). Os estudos de Correia (2015) e Serrasqueiro e Nunes (2014) obtiveram resultados idênticos para a relação entre este determinante e o endividamento.

Os resultados obtidos para a amostra total e para as subamostras Continente e Madeira permitem concluir que empresas com mais longevidade se encontram menos endividadas. Por conseguinte, não se rejeita a hipótese 4. A POT oferece suporte teórico aos resultados obtidos para este determinante. É expectável que empresas mais antigas possuam mais

resultados retidos e consigam recorrer a mais autofinanciamento. Segundo a hierarquia das fontes de financiamento, esta é a alternativa que minimiza os custos de assimetria de informação, pelo que é preferida ao endividamento. Em trabalhos como os de Pacheco e Tavares (2017), Matias e Serrasqueiro (2017), Palacín-Sánchez et al. (2013), Camfield et al. (2018) e D'Amato (2020), as variáveis idade e nível de endividamento evidenciam o mesmo comportamento, ou seja, uma relação negativa.

Quanto maior a rendibilidade das empresas, menor o seu nível de endividamento, segundo a evidência obtida pelos modelos da amostra total e de todas as subamostras regionais estudadas. Não se rejeita a hipótese 5. Os resultados vão de encontro ao previsto pela POT. De facto, o setor do turismo apresenta uma rendibilidade elevada. Ao longo do período em estudo (2015-2019), os proveitos totais dos estabelecimentos hoteleiros registaram aumentos abruptos: 61,0% em hotéis, 58,1% em hotéis-apartamentos e 37,7% em pousadas. Posto isto, a relação negativa verificada entre a rendibilidade e o endividamento vai de encontro à preferência das empresas por uma fonte de financiamento sem custos de assimetria de informação (POT) e ao interesse das PME em salvaguardar a sua autonomia financeira. Estes resultados obtidos para a rendibilidade são idênticos aos de estudos como os de Serrasqueiro e Nunes (2014), Rebelo (2016), Palacín-Sánchez et al. (2013), Serrasqueiro et al. (2016) e Lourenço e Oliveira (2017).

Empresas com maiores níveis de tangibilidade encontram-se mais endividadas, segundo os resultados obtidos pelos modelos da amostra total e do Continente. Por conseguinte, a hipótese 6 não é rejeitada. Ambas as teorias POT e TOT fundamentam a existência de uma relação positiva entre estas variáveis. Como referido anteriormente, a hotelaria é uma atividade de capital intensivo, pois requer investimentos avultados na compra e manutenção de ativos fixos como edifícios, equipamentos e terrenos (Rebelo, 2016). O estudo do setor hoteleiro revelou que o número de hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas aumentou no período 2015-2019, bem como o número de camas disponíveis nestes estabelecimentos. Uma tangibilidade do ativo elevada estará provavelmente associada a significativas quantidades de ativos fixos que podem ser usados como garantia de capital, pelo que é expectável que empresas intensivas em capital recorram mais ao endividamento (Serrasqueiro e Nunes, 2014). Estes resultados estão em linha com vários trabalhos como Correia (2015), Rebelo

(2016), Rebelo, Matias e Carrasco (2022), Sikveland et al. (2022) e Matias e Serrasqueiro (2017). É de notar que na região da Madeira, a tangibilidade sugere uma relação negativa com o nível de dívida, tal como nos estudos de Palacín-Sánchez et al. (2013), Serrasqueiro et al. (2016) e D'Amato (2020).

A tabela 4.1 sugere a presença de heterogeneidade regional ao nível de variáveis como a produção e crescimento de riqueza, o aumento do nível de preços, a concentração de instituições bancárias, o desemprego, a formação e os depósitos bancários. Por outro lado, as amostras investigadas também revelam que a região dos Açores apresenta, em média, empresas mais endividadas, com maior crescimento e de menor dimensão e rendibilidade, enquanto a região da Madeira apresenta, em média, empresas menos endividadas, com menor crescimento e de maior dimensão e rendibilidade. A ANOVA (análise de variância) analisa as diferenças que diversos grupos apresentam nos valores médios de uma variável. A realização desta análise sugere que a média do endividamento total apresenta diferenças estatisticamente significativas entre as regiões portuguesas (NUTS I), pelo que a hipótese 7 não é rejeitada.

# Capítulo 6 – Conclusões e Limitações

O presente estudo investiga os determinantes da estrutura de capital de PME portuguesas da indústria hoteleira por regiões (NUTS I). As regiões portuguesas apresentam diferenças inter-regionais significativas (Andraz & Norte, 2010), pelo que se considerou pertinente aprofundar a pesquisa sobre o efeito da heterogeneidade na estrutura de capital.

A investigação sobre estrutura de capital intensificou-se após a divulgação do trabalho de Modigliani e Miller (1958) denominado “*The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*”, que contrariando a abordagem tradicional, defendeu a inexistência de uma estrutura de capital ótima. As teorias financeiras sobre estrutura de capital têm vindo a ser sintetizadas nas teorias do *trade-off* (TOT) e da *pecking order* (POT). A TOT assume a existência de uma estrutura de capital ótima, resultante do equilíbrio entre os benefícios e os custos da dívida. Por sua vez, a POT defende que a estrutura de capital das empresas é determinada por uma hierarquia de fontes de financiamento.

Para realizar a investigação proposta, procedeu-se a uma revisão de literatura sobre a estrutura de capital e à análise e sistematização de estudos empíricos desenvolvidos sobre esta temática. Procedeu-se a uma revisão de trabalhos que analisam empresas do setor hoteleiro, de estudos que têm em conta a localização das empresas e estudos que não possuem nenhuma destas particularidades, mas que se consideraram igualmente interessantes para aprofundar a revisão da investigação empírica. Os estudos apontam para a pertinência de considerar as teorias TOT e POT para explicar as decisões sobre a estrutura de capital e evidenciam que a localização das empresas contribui para explicar o facto de existirem empresas mais e menos endividadas.

Os estabelecimentos hoteleiros são muito relevantes no âmbito da atividade turística (Rebelo, 2016). Caracterizada a indústria hoteleira com base num conjunto de indicadores, nomeadamente, número de estabelecimentos hoteleiros, capacidade de alojamento, número de hóspedes, número de dormidas, estada média, emprego, proveitos totais e rendimento médio por quarto disponível, observou-se uma forte dinâmica no período em estudo,

interrompida com a pandemia covid-19. Por exemplo, no período 2015 a 2019, o número de hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas aumentou em 24,5%, 11,3% e 4,5%, respetivamente e um aumento dos proveitos totais de hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas em 61,0%, 58,1% e 37,7%, respetivamente.

O presente estudo analisa dados financeiros de 994 PME portuguesas da indústria hoteleira por regiões, obtidos por meio da base de dados Orbis, recorrendo a modelos de dados em painel. A variável dependente em análise é a dívida total e as variáveis explicativas são o crescimento, a dimensão, o ganho fiscal não associado à dívida, a idade, a rendibilidade, a tangibilidade do ativo e a localização.

Os resultados obtidos para a amostra total e para o Continente permitem concluir que todos os determinantes financeiros em estudo são estatisticamente significativos na explicação do endividamento total destas amostras. A relação obtida entre a dívida total e as variáveis dimensão e tangibilidade vão de encontro às predições de ambas as teorias que preveem uma relação positiva. Os resultados obtidos para os efeitos das variáveis crescimento e ganho fiscal não associado à dívida corroboram a TOT e os resultados obtidos para as variáveis idade e rendibilidade oferecem suporte empírico à POT.

Relativamente à subamostra Madeira que apresentou no período em estudo, em média, empresas menos endividadas, com menor crescimento e de maior dimensão e rendibilidade no período em estudo, os resultados obtidos distinguem-se dos anteriores nas variáveis tangibilidade do ativo, crescimento, ganhos fiscais não associado à dívida. A tangibilidade do ativo das empresas madeirenses relaciona-se de forma negativa e estatisticamente significativa com o seu endividamento. Por sua vez, o crescimento do ativo e os benefícios fiscais não associados à dívida não apresentam uma relação estatisticamente significativa com o nível de endividamento das empresas desta amostra.

Relativamente à subamostra Açores que apresentou no período em estudo, em média, empresas mais endividadas, com maior crescimento e de menor dimensão e rendibilidade, além de menor valor de PIB *per capita*, menor crescimento do PIB, maior taxa de inflação, maior número de instituições bancárias e menor valor no indicador de formação, bem como no nível de depósitos bancários/PIB, a dívida total das empresas açorianas somente evidencia

uma relação estatisticamente significativa com a variável rendibilidade. Este determinante relaciona-se negativamente com a dívida em todas as amostras, oferecendo suporte empírico às predições da POT.

A presente investigação também possibilitou verificar que existem diferenças estatisticamente significativas entre as regiões portuguesas (NUTS I) ao nível do endividamento total das PME do setor hoteleiro.

É possível concluir que ambas as teorias TOT e POT são importantes para a fundamentação do comportamento da estrutura de capital das PME hoteleiras portuguesas.

A nível de limitações, é de realçar que este estudo analisa um conjunto restrito de variáveis explicativas e somente investiga determinantes financeiros, além da localização das empresas. Em trabalhos de pesquisa a desenvolver, sugere-se a inclusão de outros determinantes financeiros, bem como de variáveis macroeconómicas e de gestão empresarial. Sugere-se a inserção de variáveis que captem características intangíveis, como a qualidade das relações de agência, a capacidade dos recursos humanos e a cultura do país ou região relativamente ao endividamento. Também é pertinente estudar a influência da maturidade da dívida no nível de endividamento das empresas e nos respetivos determinantes. Também poderá ter interesse analisar as regiões portuguesas (NUTS II) ou elaborar um estudo comparativo com os diferentes países da União Europeia ao nível dos determinantes da estrutura de capital.

# Referências Bibliográficas

Andraz, J., Norte, N. (2010). Are the Portuguese regions converging to a single steady state. *International Economic Journal*, 24(3), 317–327.

Banco de Portugal. (2023). *Balança de viagens e turismo*. <https://www.pordata.pt/portugal/balanca+de+viagens+e+turismo-2583>

Banco de Portugal. (2023). Balança comercial. <https://www.pordata.pt/portugal/balanca+comercial-2594>

Banco de Portugal. (2023). *Balança de viagens e turismo: exportações por alguns países parceiros comerciais*.

<https://www.pordata.pt/portugal/balanca+de+viagens+e+turismo+exportacoes+por+alguns+países+parceiros+comerciais-2650>

Banco de Portugal. (2023). *Exportações de serviços: total e por tipo*. <https://www.pordata.pt/portugal/exportacoes+de+servicos+total+e+por+tipo-2352>

Banco Mundial. (2023). *Crescimento do PIB (%) anual – Portugal*. [https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=PT&most\\_recent\\_value\\_desc=false](https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=PT&most_recent_value_desc=false)

Butzbach, O., & Sarno, D. (2019). To What Extent Do Regional Effects Influence Firms' Capital Structure? The Case of Southern Italian SMEs'. *International Journal of Financial Studies*, 7(1), 3. <https://doi.org/10.3390/ijfs7010003>

Camfield, C., Freitas, G., Correia, M., & Serrasqueiro, Z. (2018). A estrutura de capital de empresas de pequena dimensão em Portugal: uma abordagem segundo as teorias do trade-off e da pecking order. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 17(1), 365-388. <http://dx.doi.org/10.18593/race.v17i1.15434>

Correia, A. (2015). *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Hoteleiras Portuguesas: uma Análise de Dados em Painel*. [Dissertação de mestrado, Universidade do Algarve]. Repositório da Universidade do Algarve. <https://sapiencia.ualg.pt/bitstream/10400.1/8325/1/TESE.pdf>

D'Amato, A. (2020). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. *Small Business Economics*, 55, 919-941.

DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.

Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In U. N. Bureau (Ed.), *Conference on Research on Business Finance* (Vol. 0-87014-194-5, pp. 215-262). National Bureau of Economic Research.

European Commission. (2023). *EU small and medium-sized enterprises: an overview*. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/edn-20220627-1>

European Commission. (2023). *Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs*. [https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-definition\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-definition_en)

Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Balança de viagens e turismo em % do PIB*. <https://www.pordata.pt/portugal/balanca+de+viagens+e+turismo+em+percentagem+do+pib-2632>

Gujarati, D., & Porter, D. (2010). *Essentials of Econometrics* (4<sup>a</sup> ed). McGraw Hill International.

INE/Pordata. (2023). *Empresas: total e por dimensão*. <https://www.pordata.pt/portugal/empresas+total+e+por+dimensao-2857>

INE/Pordata. (2023). *Pequenas e médias empresas: total e por dimensão*. <https://www.pordata.pt/portugal/pequenas+e+medias+empresas+total+e+por+dimensao-2927>

INE/Pordata. (2023). *Pessoal ao serviço nas empresas: total e por dimensão*. <https://www.pordata.pt/portugal/pessoal+ao+servico+nas+empresas+total+e+por+dimensao-2896>

INE/Pordata. (2023). *Valor acrescentado bruto das empresas: total e por dimensão*. <https://www.pordata.pt/portugal/valor+acrescentado+bruto+das+empresas+total+e+por+dimensao-2916>

Instituto Nacional de Estatística (2019) *Estatísticas do Turismo 2018*, Lisboa, Instituto Nacional de Estatística, I.P.

Instituto Nacional de Estatística (2020) *Estatísticas do Turismo 2019*, Lisboa, Instituto Nacional de Estatística, I.P.

Instituto Nacional de Estatística (2021) *Estatísticas do Turismo 2020*, Lisboa, Instituto Nacional de Estatística, I.P.

Instituto Nacional de Estatística (2022) *Estatísticas do Turismo 2021*, Lisboa, Instituto Nacional de Estatística, I.P.

Instituto Nacional de Estatística. (2022). *População empregada (N.º) por Local de residência (à data dos Censos 2021), Sexo, Grupo etário, Atividade económica (CAE Rev. 3) e Profissão (Grande grupo - CPP); Decenal*. [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0011641&contexto=bd&selTab=tab2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0011641&contexto=bd&selTab=tab2)

Instituto Nacional de Estatística. (2022). *População empregada (N.º) por Local de residência (à data dos Censos 2021), Sexo, Grupo etário, Atividade económica (CAE Rev. 3) e Profissão (Grande grupo - CPP); Decenal*.

[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0011641&contexto=bd&selTab=tab2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0011641&contexto=bd&selTab=tab2)

Instituto Nacional de Estatística. (2022). *População empregada segundo os Censos: total e por ramo de atividade económica (2011-)*.  
[https://www.pordata.pt/portugal/populacao+empregada+segundo+os+censos+total+e+por+ramo+de+atividade+economica+\(2011+\)-3785](https://www.pordata.pt/portugal/populacao+empregada+segundo+os+censos+total+e+por+ramo+de+atividade+economica+(2011+)-3785)

Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Alojamentos turísticos: total e por tipo de estabelecimento*.  
<https://www.pordata.pt/portugal/alojamentos+turisticos+total+e+por+tipo+de+estabelecimento-2562>

Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Empresas (N.º) por Localização geográfica (NUTS - 2013) e Atividade económica (Subclasse - CAE Rev. 3); Anual*.  
[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&contexto=pi&indOcorrCod=0008466&selTab=tab0&xlang=pt](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&contexto=pi&indOcorrCod=0008466&selTab=tab0&xlang=pt)

Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Empresas não financeiras: total e por forma jurídica*.  
<https://www.pordata.pt/municipios/empresas+nao+financeiras+total+e+por+forma+juridica-911-6312>

Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Estada média nos alojamentos turísticos: total, residentes em Portugal e residentes no estrangeiro*.  
<https://www.pordata.pt/municipios/estada+media+nos+alojamentos+turisticos+total++residentes+em+portugal+e+residentes+no+estrangeiro-758>

Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Estada média nos alojamentos turísticos: total e por tipo de estabelecimento*.  
<https://www.pordata.pt/portugal/estada+media+nos+alojamentos+turisticos+total+e+por+tipo+de+estabelecimento-2621>

Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Hóspedes nos alojamentos turísticos: total e por tipo de estabelecimento*.  
<https://www.pordata.pt/portugal/hospedes+nos+alojamentos+turisticos+total+e+por+tipo+de+estabelecimento-2614>

Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Volume de negócios (€) das empresas por Atividade económica (Classe - CAE Rev. 3) e Forma jurídica; Anual*.  
[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0006587&xlang=pt&contexto=bd&selTab=tab2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0006587&xlang=pt&contexto=bd&selTab=tab2)

Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Valor acrescentado bruto (€) das Empresas por Localização geográfica (NUTS - 2013) e Atividade económica (Subclasse - CAE Rev. 3); Anual*.  
[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&userLoadSave=Load&userTableOrder=9965&tipoSelecao=0&contexto=pq&selTab=tab1&submitLoad=true&xlang=pt](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&userLoadSave=Load&userTableOrder=9965&tipoSelecao=0&contexto=pq&selTab=tab1&submitLoad=true&xlang=pt)

- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- 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.
- Kim, E. H. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *Journal of Finance*, 34(1), 45-63.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 33(4), 911-922.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Li, Y., & Singal, M. (2019). Capital structure in the hospitality industry: The role of the asset-light and fee-oriented strategy. *Tourism Management*, 70, 124-133. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2018.08.004>
- Lourenço, A., & Oliveira, E. (2017). Determinants of debt: Empirical evidence on firms in the district of Santarém in Portugal. *Contaduría y Administración*, 62, 625-643.
- 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. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014>
- Matias, F., Baptista, C., & Salsa, L. (2015). Estrutura do capital das PME da indústria transformadora portuguesa: uma análise com dados em painel. *Tourism & Management Studies*, 11(2), 120-129. [10.18089/tms.2015.11215](https://doi.org/10.18089/tms.2015.11215)
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- 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.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C. (1993). Still searching for optimal capital structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(1), 4-14.

Nunes, P. M., & Serrasqueiro, Z. (2017). Short-term debt and long-term debt determinants in small and medium-sized hospitality firms. *Tourism Economics*, 23(3), 543-560. 10.5367/te.2015.0529 journals.sagepub.com/home/teu

Organização Mundial do Turismo (2020) UNWTO World Tourism Barometer and Statistical Annex, December 2020. *World Tourism Barometer* 18, 1-36. Disponível em: [www.e-unwto.org/doi/epdf/10.18111/wtobarometereng.2020.18.1.7](http://www.e-unwto.org/doi/epdf/10.18111/wtobarometereng.2020.18.1.7)

Gabinete de Estratégia e Estudos (2013) *A Atividade Turística em Portugal*, Lisboa, Ministério da Economia.

Pacheco, L., & Tavares, F. (2017). Capital structure determinants of hospitality sector SMEs. *Tourism Economics*, 23(1), 113-132. 10.5367/te.2015.0501 journals.sagepub.com/home/teu

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

Pietro, F., Bontempi, M., Palacín-Sánchez, M., & Samaniego-Medina, R. (2019). Capital Structure across Italian Regions: The Role of Financial and Economic Differences. *Sustainability*, 11(16), 4474. 10.3390/su11164474

Pietro, F., Palacín-Sánchez, M., & Roldán, J. (2018). Regional development and capital structure of SMEs. *Cuadernos de Gestión*, 18(1), 37-60. 10.5295/cdg.150530fd

Pordata. (2023). *Empresas não financeiras: total e por dimensão*. <https://www.pordata.pt/db/municipios/ambiente+de+consulta/tabela>

Pordata. (2023). *Empresas não financeiras: total e por setor de atividade económica*. <https://www.pordata.pt/municipios/empresas+nao+financeiras+total+e+por+setor+de+atividade+economica-346>

Rebelo, S. (2016). *A Estrutura de Capital e a Performance das Empresas Hoteleiras Portuguesas e Espanholas*. [Tese de doutoramento, Universidade do Algarve]. Repositório da Universidade do Algarve. <https://sapientia.ualg.pt/handle/10400.1/10096>

Rebelo, S., Matias, M. F., & Carrasco, M. (2022). Estrutura de capital e a indústria hoteleira: uma análise comparativa de Portugal e Espanha com aplicação de modelos de regressão fracionários. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*, 8(15), 2183-3826. <https://doi.org/10.54663/2183-3826.2022.v8.n15.3-20>

Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.

Scott, J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, 34 (inverno), 33-54.

Serrasqueiro, Z. (2011). Are capital structure decisions of service SMEs different? Empirical evidence from Portugal. *Management Research Review*, 34(1), 34-57. 10.1108/01409171111096469

- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2014). Financing behaviour of Portuguese SMEs in hotel industry. *International Journal of Hospitality Management*, 43, 98-107. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijhm.2014.09.001>
- Serrasqueiro, Z., Matias, F., & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves*, 28, 13-28. 10.18089/DAMeJ.2016.28.2
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. (1999). Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Sikveland, M., Xie, J., & Zhang, D. (2022). Determinants of capital structure in the hospitality industry: Impact of clustering and seasonality on debt and liquidity. *International Journal of Hospitality Management*, 102, 103-172. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2022.103172>
- Solomon, E. (1963). *The theory of Financial Management* (1<sup>a</sup> ed.). Columbia University Press.
- Turismo de Portugal. (2022). *Oferta no Alojamento Turístico*. <https://travelbi.turismodeportugal.pt/alojamento/oferta-no-alojamento-turistico/>
- Turismo de Portugal. (2022). *RevPAR e ADR*. <https://travelbi.turismodeportugal.pt/alojamento/revpar-e-adr/>
- Turismo de Portugal. (2023). *Dormidas*. <https://travelbi.turismodeportugal.pt/alojamento/dormidas/>
- Turismo de Portugal. (2023). *Hóspedes nos alojamentos turísticos*. <https://travelbi.turismodeportugal.pt/alojamento/hospedes/>
- Turismo de Portugal. (2023). *Proveitos Totais*. <https://travelbi.turismodeportugal.pt/alojamento/proveitos/>
- Vilabella, L., & Silvosa, A. (1997). Un Modelo de Síntesis de los Factores que Determinan la Estructura de Capital óptima de las PYMES. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6(1), 107-124.
- Wang, X., & Wang, J. (2018). Geography and capital structure. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 35(1), 107-122. 10.1002/CJAS.1383