

FILIPPE MANUEL GUERREIRO

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL: EFEITO DE  
VARIÁVEIS MICRO E MACROECONÓMICAS NO SETOR  
HOTELEIRO EM PORTUGAL - UMA ANÁLISE DE DADOS EM  
PAINEL**



UNIVERSIDADE DO ALGARVE  
FACULDADE DE ECONOMIA

2020

FILIPPE MANUEL GUERREIRO

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL: EFEITO DE  
VARIÁVEIS MICRO E MACROECONÓMICAS NO SETOR  
HOTELEIRO EM PORTUGAL - UMA ANÁLISE DE DADOS EM  
PAINEL**

Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Professora Doutora Fernanda Matias



UNIVERSIDADE DO ALGARVE  
FACULDADE DE ECONOMIA

2020

**Determinantes da Estrutura de Capital: Efeito de Variáveis Micro e  
Macroeconómicas no Setor Hoteleiro em Portugal - Uma Análise de  
Dados em Pannel**

**Declaração de Auditoria do Trabalho**

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

Filipe Manuel Guerreiro

.....  
(assinatura)

## **Direitos de cópia ou Copyright**

© Copyright: (Filipe Manuel Guerreiro)

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicitar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

## **AGRADECIMENTOS**

A realização desta dissertação representa um dos momentos mais importantes do meu percurso acadêmico, por isso, devo um grande agradecimento a todos aqueles que de certa forma (direta ou indiretamente) contribuíram para a concretização deste trabalho.

Um especial agradecimento à minha orientadora, Professora Doutora Fernanda Matias. Pela sua orientação sábia, pela revisão crítica e sugestiva, pela sua disponibilidade e conhecimento, que contribuíram para a elaboração desta dissertação.

À minha família, em especial aos meus pais que independentemente das escolhas que tomei, sempre me apoiaram e depositaram total confiança.

A todos os meus amigos, que apesar de se verem privados de partilhar a nossa amizade, sempre demonstraram o seu apoio, paciência e motivação.

## RESUMO

A estrutura de capital investiga a forma como as empresas financiam os seus investimentos e a identificação dos determinantes que afetam a estrutura de capital é crucial no entendimento das decisões de investimento e de financiamento das empresas.

A estrutura de capital ganhou maior relevância após o trabalho de Modigliani e Miller (1958). Esse trabalho serviu como referência para o desenvolvimento de várias teorias sobre a estrutura de capital, nomeadamente agrupadas em teoria do *trade-off* e teoria da *pecking order*.

Este estudo pretende analisar os determinantes de natureza micro e macroeconómica da estrutura de capital, de uma amostra de 1213 PME do setor hoteleiro em Portugal, obtida através da base de dados Amadeus, para o período de 2014-2018, utilizando dados em painel. A variável dependente estudada foi o endividamento total. Como variáveis independentes foram consideradas variáveis microeconómicas e variáveis macroeconómicas. As de natureza microeconómica foram a rendibilidade, a tangibilidade do ativo, a dimensão, a poupança fiscal não associada à dívida, o crescimento e a reputação. Por sua vez, as de natureza macroeconómica foram o crescimento do PIB e a taxa de inflação.

Os resultados demonstram que as variáveis rendibilidade, poupança fiscal não associada à dívida, reputação e inflação apresentam uma relação negativa com o endividamento. As variáveis tangibilidade do ativo, dimensão e crescimento do PIB apresentam uma relação positiva com o endividamento. A variável crescimento não é estatisticamente significativa, pelo que não tem poder explicativo no que tange ao endividamento das PME hoteleiras em Portugal. As variáveis de natureza macroeconómica apresentaram maior poder explicativo em relação ao endividamento total do que as variáveis microeconómicas.

Os resultados obtidos neste estudo conferem aderência à teoria do *trade-off* e à teoria da *pecking order* como teorias explicativas da estrutura de capital das PME hoteleiras em Portugal.

**Palavras-chave:** Determinantes da Estrutura de Capital, Setor Hoteleiro; PME; Dados em Painel; Variáveis Microeconómicas; Variáveis Macroeconómicas.

## ABSTRACT

The capital structure investigates the way how companies finance their investments and the determinants identification that affect the capital structure is crucial in understanding companies investment and financing decisions.

The capital structure obtained more relevance after the work of Modigliani and Miller (1958). Their work served as a reference for the development of several theories on the capital structure, namely grouped in the *trade-off* theory and the *pecking order* theory.

This study aims to analyze the determinants of micro and macroeconomic nature of the capital structure, from a sample of 1213 SME in the hotel sector in Portugal, obtained through the Amadeus database, for the period 2014-2018, using panel data model. The dependent variable studied was total debt. As independent variables, microeconomic variables and macroeconomic variables were considered. The microeconomic variables were profitability, asset tangibility, size, non-debt tax shields, growth and reputation. In turn, the macroeconomic variables were GDP growth and inflation rate.

The results show that the variables profitability, non-debt tax shields, reputation and inflation rate have a negative relationship with indebtedness. The variables asset tangibility, size and GDP growth have a positive relationship with indebtedness. The growth variable is not statistically significant, so it has no explanatory power regarding to the indebtedness of hotel SME in Portugal. The macroeconomic variables showed greater explanatory power in relation to indebtedness than microeconomic variables.

The results obtained in this study provide adherence to the *trade-off* theory and the *pecking order* theory as explanatory theories of the capital structure of hotel SME in Portugal.

**Keywords:** Determinants of Capital Structure; Hotel Sector; SME; Panel Data; Microeconomic Variables; Macroeconomic Variables.

# ÍNDICE GERAL

AGRADECIMENTOS .....	iv
RESUMO.....	v
ABSTRACT.....	vi
ÍNDICE DE GRÁFICOS .....	ix
ÍNDICE DE TABELAS.....	x
LISTA DE ABREVIATURAS .....	xii
CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO .....	1
1.1 - Enquadramento do Problema.....	1
1.2 - Objetivos do Estudo.....	2
1.3 - Estrutura do Estudo.....	2
CAPÍTULO 2 - REVISÃO DE LITERATURA.....	3
2.1 - Teorias da Estrutura de Capital.....	3
2.1.1 - Abordagem Tradicional .....	3
2.1.2 - Modelo de Modigliani e Miller (1958) .....	3
2.1.3 - Teoria do <i>Trade-Off</i> (TOT).....	5
2.1.3.1 - Teoria do Efeito Fiscal .....	5
2.1.3.2 - Teoria dos Custos de Falência.....	8
2.1.3.3 - Teoria dos Custos de Agência .....	9
2.1.4 - Teoria da <i>Pecking Order</i> (POT).....	10
2.2 - Estudos Empíricos .....	12
2.2.1 - Estudos Empíricos das Empresas em Geral .....	12
2.2.2 - Estudos Empíricos do Setor Hoteleiro .....	17
2.2.3 - Estudos Empíricos, Incluindo Variáveis Macroeconómicas.....	20
CAPÍTULO 3 - INDÚSTRIA HOTELEIRA EM PORTUGAL .....	25
3.1 - Importância da Atividade Turística na Economia Portuguesa.....	26
3.2 - Caracterização da Indústria Hoteleira em Portugal .....	28

3.2.1 - Número de Estabelecimentos Hoteleiros .....	28
3.2.2 - Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros .....	31
3.2.3 - Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros .....	34
3.2.4 - Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros .....	37
3.2.5 - Estada Média nos Estabelecimentos Hoteleiros .....	40
3.2.6 - Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros .....	42
3.2.7 - Rendimento Médio por Quarto (RevPAR) nos Estabelecimentos Hoteleiros .....	45
3.2.8 - Síntese da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa .....	47
<b>CAPÍTULO 4 - METODOLOGIA DE ESTUDO .....</b>	<b>52</b>
4.1 - Hipóteses de Estudo .....	52
4.2 - Base de Dados, Amostra e Variáveis .....	57
4.3 - Modelos de Dados em Painel .....	59
<b>CAPÍTULO 5 - APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS E DISCUSSÃO .....</b>	<b>61</b>
5.1 - Estatísticas Descritivas .....	61
5.2 - Matriz de Correlações .....	62
5.3 - Determinantes da Estrutura de Capital .....	63
5.4 - Síntese dos Resultados e Discussão .....	67
<b>CAPÍTULO 6 - CONCLUSÕES .....</b>	<b>70</b>
6.1 - Conclusões do Estudo .....	70
6.2 - Limitações do Estudo .....	73
6.3 - Sugestões para Investigação Futura .....	73
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>74</b>
<b>APÊNDICES .....</b>	<b>79</b>
Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica .....	79
Apêndice 2 - Modelo de Efeitos Aleatórios (AR1) .....	96

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Balança Turística Portuguesa, Rubrica Viagens e Turismo, 2014-2018..... 27

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital, segundo a Teoria do Efeito Fiscal.....	7
Tabela 2 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital, segundo a Teoria dos Custos de Falência.....	9
Tabela 3 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital, segundo a Teoria da Agência.....	10
Tabela 4 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital, segundo a Teoria da Informação Assimétrica (Base da POT).....	11
Tabela 5 - Número de Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica.....	29
Tabela 6 - Número de Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia.....	30
Tabela 7 - Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica.....	32
Tabela 8 - Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos, Hoteleiros por Tipologia.....	33
Tabela 9 - Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica.....	35
Tabela 10 - Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia.....	36
Tabela 11 - Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica.....	38
Tabela 12 - Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia.....	39
Tabela 13 - Estada Média nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica.....	41
Tabela 14 - Estada Média nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia.....	41
Tabela 15 - Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica.....	43
Tabela 16 - Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia.....	44
Tabela 17 - Rendimento Médio por Quarto (RevPAR) dos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica.....	46
Tabela 18 - Rendimento Médio por Quarto (RevPAR) dos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia.....	46
Tabela 19 - Síntese dos Indicadores da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa (variação 2014/2018), por Localização Geográfica.....	49
Tabela 20 - Síntese dos Indicadores da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa (variação 2014/2018), por Tipologia.....	50

Tabela 21 - Variável Dependente e Variáveis Independentes .....	57
Tabela 22 - Estatísticas Descritivas .....	61
Tabela 23 - Matriz de Correlações.....	62
Tabela 24 - Resultados do Teste VIF.....	63
Tabela 25 - Resultados do Teste Breush-Pagan/Cook-Weisberg .....	64
Tabela 26 - Resultados do Teste Wooldridge .....	64
Tabela 27 - Resultados do Teste de Breush-Pagan (Multiplicador de Lagrange) .....	65
Tabela 28 - Determinantes do Endividamento Total .....	65
Tabela 29 - Síntese das Relações Observadas Entre os Determinantes e o Endividamento e Síntese dos Resultado das Hipóteses. ....	67

## LISTA DE ABREVIATURAS

AC - Ativo corrente

AIDA - Asylum Information Database

A.M. Lisboa - Área Metropolitana de Lisboa

ANC - Ativo não corrente

AT - Ativo total

COICOP - Classificação do Consumo Individual por Objetivo

CV - Coeficiente de variação

DCP - Dívida de curto prazo

DLP - Dívida de longo prazo

DMLP - Dívida de médio longo prazo

DT - Dívida total

FAME - Forecasting Analysis and Modeling Environment

GDP - Gross Domestic Product

IFC - International Finance Coporation

INE - Instituto Nacional de Estatística

Ln - Logaritmo natural

Log - Logaritmo

MLH - Modelo linear hierárquico

MMQO - Método dos Mínimos Quadrados Ordinários

MRLM - Modelo de Regressão Linear Múltipla

OLS - Ordinary least squares

PC - Passivo corrente

PIB - Produto Interno Bruto

PME - Pequenas e médias empresas

PNC - Passivo não corrente

POT - *Pecking Order Theory*

PT - Passivo total

RevPAR - Rendimento médio por quarto

RL - Resultado líquido

ROA - Rendibilidade do ativo

ROE - Rendibilidade do capital próprio

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SME - Small medium enterprises

TOT - *Trade-Off Theory*

VIF - Variance Inflation Factor

# CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

## 1.1 - Enquadramento do Problema

A estrutura de capital traduz-se no modo como as empresas financiam os seus investimentos, mediante capitais próprios ou capitais alheios. É importante conhecer como a envolvente interna e externa das empresas influencia o seu nível de endividamento, de modo a melhor perspetivar as decisões de investimento e de financiamento.

Modigliani e Miller (1958) apresentaram um estudo *“The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”* que ganhou grande relevância na área financeira e ainda nos dias de hoje é tido como uma referência crucial para entender as teorias da estrutura de capital. Ao longo dos anos esse estudo tem constituído a base de muitos investigadores para aprofundarem o conhecimento da estrutura de capital.

Este estudo visa investigar determinantes de natureza micro e macroeconómica da estrutura de capital do setor hoteleiro português, numa amostra de 1213 pequenas e médias empresas, durante o período de 2014-2018, utilizando dados em painel.

Existem inúmeros estudos que analisam a estrutura de capital das empresas em Portugal. Não obstante, os estudos sobre a realidade portuguesa circunscrevem-se fundamentalmente a características da empresa. Este trabalho estende a investigação a fatores macroeconómicos.

O setor hoteleiro constitui o objeto de estudo fundamentalmente devido à relevância que o turismo tem em Portugal. Em 2018, o turismo representou 14,6% do PIB português, segundo os dados disponibilizados pelo INE (Instituto Nacional de Estatística). E o setor hoteleiro é um segmento estruturante do turismo.

## **1.2 - Objetivos do Estudo**

Este trabalho visa investigar determinantes de natureza micro e macroeconómica da estrutura de capital das PME (Pequenas e Médias Empresas) hoteleiras em Portugal. O estudo pretende atingir os seguintes objetivos específicos:

- Caracterizar a indústria hoteleira em Portugal;
- Identificar os determinantes financeiros da estrutura de capital na indústria hoteleira em Portugal, bem como o efeito de variáveis macroeconómicas;
- Verificar os efeitos que os determinantes da estrutura de capital exercem sobre a estrutura de capital;
- Contribuir para enriquecer o conhecimento empírico dos fatores micro e macroeconómicos no financiamento das empresas hoteleiras portuguesas.

## **1.3 - Estrutura do Estudo**

Este estudo foi estruturado em 6 capítulos. O primeiro introduz o tema, define os objetivos e apresenta a estrutura do trabalho. O segundo capítulo expõe uma revisão da investigação teórica e empírica. O terceiro capítulo faz uma caracterização da indústria hoteleira em Portugal. O quarto capítulo descreve a metodologia do estudo. No quinto capítulo são apresentados os resultados obtidos neste estudo e discussão. O sexto capítulo apresenta as conclusões, limitações do estudo e sugestões para investigações futuras.

## **CAPÍTULO 2 - REVISÃO DE LITERATURA**

### **2.1 - Teorias da Estrutura de Capital**

#### **2.1.1 - Abordagem Tradicional**

A abordagem tradicional foi introduzida por Durand (1952) e admite a existência de uma estrutura de capital ótima, resultante da combinação entre capital próprio e capital alheio, que minimiza o custo do capital e conseqüentemente maximiza o valor da empresa. Defende que a disponibilidade adequada de financiamento influencia as decisões de investimento. Esta teoria defende que a empresa deve recorrer mais a dívida do que em capital próprio, pois o custo do capital alheio é inferior ao custo do capital próprio. Segundo Suárez (1996), citado por Rebelo (2003), a abordagem tradicional é muito defendida por gestores financeiros, mas como não é suportada por nenhum modelo formal, não reúne os requisitos para ser considerada uma verdadeira teoria.

#### **2.1.2 - Modelo de Modigliani e Miller (1958)**

Os autores Modigliani e Miller (1958) contestaram a abordagem tradicional de Durand através da publicação do artigo “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, que se tornou um marco no estudo da estrutura de capital. Modigliani e Miller (1958) defendem que não existe uma estrutura de capital ótima e que, em certas condições, o valor da empresa é independente da estrutura de capital.

O modelo de Modigliani e Miller (1958) assenta num cenário de mercado de capitais perfeito, que assenta num conjunto de pressupostos, sendo de salientar:

- i. Inexistência de Impostos;
- ii. Inexistência de Custos de Agência;
- iii. Inexistência de Custos de Insolvência;
- iv. Inexistência de Custos de Transação;
- v. Inexistência de Assimetria de Informação.

Os autores defenderam a sua abordagem, através de três proposições:

## **Proposição I**

A proposição I defende que “o valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital e é dado pela capitalização do resultado esperado à taxa de atualização apropriada para a classe.” (MM, 1958: 268)

Modigliani e Miller (1958) demonstram que não é possível reduzir o custo do capital com a substituição de capital próprio por capital alheio.

Num contexto de mercados de capitais perfeitos, não existem possibilidades de arbitragem. Por isso, independentemente da estrutura de capital das empresas, duas empresas terão o mesmo valor, caso apresentem um grau de risco idêntico.

## **Proposição II**

A proposição II defende que “a rentabilidade esperada para uma ação é igual à apropriada taxa de atualização ( $K_0$ ) para o capital próprio dessa classe, mais um prêmio relacionado com o risco financeiro igual ao rácio passivo/capital próprio multiplicado pelo spread entre  $K_0$  e  $K_d$ .” (MM,1958: 271)

A Proposição II de Modigliani e Miller (1958) preconiza que a taxa de rentabilidade esperada (ou custo do capital próprio) pelos investidores aumenta proporcionalmente com o rácio de endividamento, calculado com base no valor de mercado da empresa.

$$RCP'_{EY} = K_{0W} + (K_{0W} - K_d) * (D_Y/CP_Y)$$

$RCP'_{EY}$  - Taxa de rentabilidade do capital próprio ou custo do capital próprio da empresa Y;

$K_{0W}$  - Taxa de atualização apropriada, aos resultados gerados pela empresa não endividada da classe W;

$K_d$  - Custo da dívida da empresa endividada Y;

$D_Y$  - Valor de mercado da dívida da empresa Y;

$CP_Y$  – Valor de mercado do capital próprio da empresa Y.

Fonte: Adaptado de Modigliani e Miller (1958:271)

### **Proposição III**

Segundo a Proposição III de Modigliani e Miller (1958), o que determina o valor da empresa é a sua política de investimento e não a política de financiamento. A forma como um investimento é financiado é irrelevante para o valor da empresa. O que é relevante para o valor da empresa é a taxa de rentabilidade esperada dos investimentos. A empresa deverá aceitar investimentos com uma taxa de rentabilidade igual ou superior ao seu custo do capital.

#### **2.1.3 - Teoria do *Trade-Off* (TOT)**

A teoria do *trade-off* defende a existência de uma estrutura de capital ótima, que maximiza o valor da empresa e assenta num trade-off entre benefícios fiscais e custos de endividamento, nomeadamente custos de falência e custos de agência (Myers e Robichek (1965)).

Seguidamente, apresenta-se uma breve abordagem dos efeitos fiscais, de falência e de agência.

##### **2.1.3.1 - Teoria do Efeito Fiscal**

Modigliani e Miller em 1963, publicaram um estudo que revela o impacto dos impostos na estrutura de capital “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”.

Segundo Modigliani e Miller (1963), o valor da empresa é tanto mais elevado quanto maior for o seu montante de endividamento. Isto é, uma empresa pode beneficiar mais ao se financiar com dívida do que com capital próprio, assumindo que é possível deduzir os custos de financiamento (custos fiscais), obtendo assim uma poupança fiscal.

Segundo o referido estudo, o valor de mercado de uma empresa com um montante de dívida constante é dado pela seguinte expressão analítica:

$$V_E = \frac{\bar{X}(1-T)}{r_{Ak}^T} + \frac{TJ}{r_D} = V_{NE} + TD$$

Sendo:

$V_E$  = Valor de mercado da empresa endividada;

$\bar{X}$  = Resultado médio esperado antes de juros e impostos;

$T$  = Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa;

$r_{Ak}^T$  = Taxa de atualização que o mercado aplica ao resultado médio esperado depois de imposto, de uma empresa não endividada da classe k;

$J$  = montante de juros a pagar;

$r_D$  = taxa de juro que é exigida pelo mercado da dívida sem risco ilíquida de impostos;

$V_{NE}$  = valor de mercado da empresa não endividada;

$D$  = valor de mercado da dívida.

Fonte: Adaptado de Modigliani e Miller (1963:436)

Por sua vez, Miller (1977), considerando também o impacto dos impostos das pessoas singulares, conclui que o ganho fiscal só se observa em algumas situações.

Miller (1977) defende que o valor resultante do endividamento é igual à seguinte expressão:

$$G_L = \left[ 1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_{ps})}{(1 - T_{pb})} \right] D_E$$

Sendo:

$G_L$  = Ganho fiscal;

$T_c$  = Taxa de imposto sobre o rendimento da empresa;

$T_{ps}$  = Taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas singulares gerado pelo capital próprio da empresa;

$T_{pb}$  = Taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas singulares gerado pelos títulos da empresa;

$D_E$  = valor de mercado da dívida da empresa endividada.

Fonte: Adaptado de Miller (1997:267)

Na prossecução do estudo dos benefícios fiscais associados ao endividamento, DeAngelo e Masulis (1980), introduziram outros benefícios fiscais não relacionados com o endividamento. Os autores consideram que a depreciação do ativo, o crédito fiscal para o investimento e as contribuições para fundos de pensões são substitutos dos benefícios fiscais da dívida. Segundo DeAngelo e Masulis (1980), admitiram também que o risco resultante do endividamento só será benéfico quando a empresa poder usufruir da vantagem de dedução dos juros.

Os autores DeAngelo e Masulis (1980) consideraram que os benefícios fiscais resultantes da dívida e os benefícios fiscais não associados à dívida substituem-se, pelo que quanto maiores forem os benefícios fiscais não associados à dívida menor deverá ser o nível de endividamento.

Na tabela 1 constam os determinantes relacionados com a teoria do efeito fiscal e o seu impacto no nível de endividamento.

**Tabela 1 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital, segundo a Teoria do Efeito Fiscal**

Determinante	Modelo	Relação com o nível de endividamento
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)	+
Tangibilidade	DeAngelo e Masulis (1980)	-

Fonte: Adaptado de Matias (2000), Correia (2015) e Domingues (2018).

Legenda:

+ = relação positiva entre o determinante e o nível de endividamento.

- = relação negativa entre o determinante e o nível de endividamento.

### **2.1.3.2 - Teoria dos Custos de Falência**

Robichek e Myers (1966) introduziram a teoria dos custos de falência. Esta teoria tenta conjugar o estudo de Modigliani e Miller (1963) com conclusões teóricas existentes sobre o efeito fiscal, ou seja, defende a existência de um trade-off entre os benefícios fiscais do recurso a dívida e os custos de falência (diretos e indiretos) que a dívida excessiva poderá originar.

Segundo Jensen e Meckling (1976), quando os resultados gerados pelas empresas são insuficientes para pagar as suas dívidas, as empresas facilmente entram em processo de falência. Nesta situação é dado o controle da empresa aos credores (transmitido pelos acionistas). Este processo de transmissão de ativos dos acionistas para os credores gera custos de falência, entre outros.

De acordo com Warner (1977), os custos de falência podem ser de dois tipos: custos diretos que são gastos legais e administrativos associados a um processo de falência e custos indiretos que são gastos que surgem quando as empresas têm grande probabilidade de falência (perda de fornecedores, clientes, empregados, receitas, etc.).

Scott (1976) defende que o valor de liquidação dos ativos, a taxa marginal de imposto sobre o rendimento e a dimensão da empresa são relevantes para o valor da empresa e apresentam uma relação positiva com o nível de endividamento. Defende que o aumento do valor de liquidação dos ativos faz diminuir os custos de falência. O aumento da taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa gera uma poupança fiscal, caso a empresa apresente resultados positivos. As empresas de maior dimensão tendem a endividar-se mais, dispõem dos ativos que poderão servir de colateral.

Na tabela 2 constam os determinantes relacionados com a teoria dos custos de falência e o seu impacto no nível de endividamento.

**Tabela 2 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital, segundo a Teoria dos Custos de Falência**

Determinante	Modelo	Relação com o nível de endividamento
Dimensão	Scott (1976)	+
Taxa marginal de imposto sobre o rendimento das empresas	Scott (1976)	+
Valor de liquidação dos ativos	Scott (1976)	+

Fonte: Adaptado de Matias (2000), Correia (2015) e Domingues (2018).

Legenda:

+ = relação positiva entre o determinante e o nível de endividamento.

### 2.1.3.3 - Teoria dos Custos de Agência

Esta teoria foi introduzida na estrutura de capital por Jensen e Meckling (1976), através do seu trabalho “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”. Os autores concluíram que existem conflitos de interesses nas empresas, conflitos esses que geram custos, sendo de agência do capital próprio o que decorre do conflito de interesses entre gestores e acionistas e de agência da dívida o que decorre do conflito entre acionistas e credores. Esta teoria defende a existência de uma estrutura de capital ótima, no ponto em que os custos de agência do capital próprio e da dívida são mínimos.

No âmbito desta teoria, Myers (1977) e Jensen (1986) têm apresentado argumentos que justificam as relações entre o nível de dívida e os vários determinantes financeiros, nomeadamente, o crescimento, o *free cash-flow*, a participação dos gestores no capital, a rentabilidade, o valor da garantia dos ativos e o risco do negócio.

Na tabela 3 constam os determinantes relacionados com a teoria da agência e o seu impacto no nível de endividamento.

**Tabela 3 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital, segundo a Teoria da Agência**

Determinante	Modelo	Relação com o nível de endividamento
Crescimento	Jensen (1986)	-
	Myers (1977)	-
Free cash-flow	Jensen (1986)	+
Participação dos gestores no capital	Jensen (1986)	-
	Jensen e Meckling (1976)	-
Rendibilidade	Jensen (1986)	+
Tangibilidade	Jensen e Meckling (1976),	+
	Myers (1977)	+
Risco	Myers (1977)	+

Fonte: Adaptado de Matias (2000), Correia (2015) e Domingues (2018).

Legenda:

+ = relação positiva entre o determinante e o nível de endividamento.

- = relação negativa entre o determinante e o nível de endividamento.

### 2.1.4 - Teoria da *Pecking Order* (POT)

A teoria da *Pecking Order* também conhecida pela teoria da hierarquização das fontes de financiamento foi desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Não obstante, Ross (1977) e Lenand e Pyle (1977) também deram o seu contributo através da assimetria da informação. Os autores Myers e Majluf (1984) defendem que nem todos os agentes económicos dispõem do mesmo nível de informação, pelo que existe assimetria de informação, geradora de custos.

Especialmente enquadrado nos custos de informação assimétrica, Myers e Majluf (1984), defendem a existência de uma hierarquização das fontes de financiamento. Defendem que

inicialmente as empresas recorrem ao autofinanciamento, pois é a fonte com menores custos de informação assimétrica. Em segundo, recorrem ao financiamento externo, ou seja, à dívida. Por último, a aumentos de capital próprio. Esta fonte de financiamento será geradora de maiores custos, com efeito, o recurso a capital próprio é mais sensível à assimetria de informação.

Segundo Ross (1977) as empresas com maior rendibilidade e maiores perspectivas de crescimento tendem a recorrer mais ao endividamento do que as empresas com menor rendibilidade e menores perspectivas de crescimento.

Na tabela 4 constam os determinantes relacionados com a teoria da assimetria de informação e o seu impacto no nível de endividamento.

**Tabela 4 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital, segundo a Teoria da Informação Assimétrica (Base da POT)**

<b>Determinante</b>	<b>Modelo</b>	<b>Relação com o nível de endividamento</b>
Crescimento	Myers (1984)	+
	Ross (1977)	+
Participação dos gestores no capital	Lenand e Pyle (1977)	+
Tangibilidade	Myers (1977)	+
Rendibilidade	Lenand e Pyle (1977)	+
	Myers (1984)	-
	Myers e Majluf (1984)	-
	Ross (1977)	+

Fonte: Adaptado de Matias (2000), Correia (2015) e Domingues (2018).

Legenda:

+ = relação positiva entre o determinante e o nível de endividamento.

- = relação negativa entre o determinante e o nível de endividamento.

## **2.2 - Estudos Empíricos**

Este capítulo apresenta a revisão da investigação empírica sobre a estrutura do capital. Inicialmente observam-se os estudos empíricos de carácter geral, ou seja, são estudos que estudam a estrutura de capital das empresas em geral. Seguindo-se, observam-se os estudos empíricos da estrutura de capital no setor hoteleiro. Por fim, são apresentados estudos empíricos com investigação de fatores macroeconómicos.

O apêndice 1 apresenta os 23 trabalhos empíricos estudados. Relativamente a cada estudo é apresentada a amostra, fonte de dados, método utilizado, as variáveis dependentes e independentes, os respetivos indicadores e os resultados obtidos.

### **2.2.1 - Estudos Empíricos das Empresas em Geral**

Neste ponto apresenta-se uma breve síntese de estudos empíricos que investigam a estrutura de capital das empresas em geral, ou seja, particularizam o setor hoteleiro.

**Chittenden, Hall e Hutchinson (1996)** – estudaram a estrutura de capital de 3.480 empresas de pequena dimensão do Reino Unido no período de 1989-1993. Como metodologia utilizou-se o modelo de regressão linear múltipla. As variáveis dependentes utilizadas são: dívida de curto prazo, dívida de longo prazo e dívida total. As variáveis independentes utilizadas são: rendibilidade, crescimento, estrutura do ativo, dimensão, idade, dummy1 (distingue empresas cotadas de empresas não cotadas) e dummy2 (diferencia empresas não cotadas que se encontram em rápido crescimento de todas as outras). O modelo referente à dívida de curto prazo é o que apresenta mais variáveis estatisticamente significativas, a dívida de longo prazo é que apresenta um menor número de variáveis estatisticamente significativas. As variáveis como a estrutura do ativo e dummy1 são as únicas variáveis estatisticamente significativas nos três modelos (dívida de curto prazo, longo prazo e dívida total). A variável dimensão é estatisticamente significativa e apresenta um efeito diferente na dívida de curto prazo (relação negativa com a dívida) e na dívida de longo prazo (relação positiva com a dívida). As variáveis rendibilidade e idade apenas são estatisticamente significativas na dívida total e na dívida

de curto prazo (relação negativa com a dívida). A variável dummy2 referente ao rápido crescimento é estatisticamente significativa na dívida total e na dívida de curto prazo (relação positiva). A variável crescimento é a única variável que não é estatisticamente significativa nos modelos.

**Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)** – durante o período de 10 anos estudaram a estrutura de capital de 3.500 PME no Reino Unido, utilizou-se o modelo de regressão linear múltipla com dados em painel. Como variáveis dependentes foram utilizadas: dívida de curto prazo, dívida de longo prazo e dívida total. As variáveis independentes são: idade, dimensão, rendibilidade, crescimento passado, oportunidades de crescimento, risco operacional, estrutura do ativo, taxa efetiva de imposto, poupança fiscal e dívida líquida. Para além destas variáveis foi estudado o efeito das indústrias. Foi adicionada uma variável dummy para o período económico, recessão e crescimento. Os resultados revelam que a dívida total varia com o período económico. A variável indústria é estatisticamente significativa com a dívida (maior impacto no curto prazo do que no longo prazo). O estudo revela que a maior parte dos determinantes são estatisticamente significativos (com exceção das depreciações e da taxa de imposto marginal).

**Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt e Maksimovic (2001)** estudaram a estrutura de capital em países com estruturas institucionais diferentes. A fonte dos dados foi a International Finance Corporation (IFC), utilizaram uma amostra de empresas de 10 países em desenvolvimento. O período em estudo foi de 1980-1990. A metodologia utilizada foi a de regressão linear múltipla com dados em painel. As variáveis dependentes utilizadas são: dívida total, dívida contabilística de longo-prazo e dívida de mercado de longo-prazo. As variáveis independentes são: taxa de imposto, risco, tangibilidade de ativos, dimensão (moeda local), dimensão (moeda dólar), retorno dos ativos e market-to-book ratio.

A dívida total apresenta uma relação negativa com a tangibilidade dos ativos, rendibilidade e taxa de imposto e apresenta uma relação positiva com a dimensão. A dívida contabilística de longo-prazo revela uma relação negativa com taxa de imposto, dimensão e rendibilidade e apresenta uma relação positiva com os ativos tangíveis. A dívida de mercado de longo-prazo apresenta uma relação negativa com a taxa de imposto, rendibilidade, market-to-book ratio e uma relação positiva com a tangibilidade dos ativos.

Os autores concluíram que as variáveis relevantes para a explicação da estrutura de capital nos EUA e nos países europeus (países desenvolvidos) também são relevantes nos países em desenvolvimento, apesar das diferenças encontradas nos fatores institucionais.

**Cassar e Holmes (2003)** – Estudaram os determinantes da estrutura de capital de uma amostra de 1.555 PME australianas repartidas por dez setores de atividade, durante o período de 1995-1998. A metodologia utilizada consiste no método dos mínimos quadrados (OLS). As variáveis dependentes são: dívida de curto prazo, dívida de longo prazo, dívida total, financiamento externo e financiamento bancário. As variáveis independentes são: dimensão, ativos fixos, rentabilidade dos ativos, risco e crescimento. A variável dimensão é estatisticamente significativa e apresenta uma relação positiva com a dívida de longo prazo e dívida total. Os ativos fixos são estatisticamente significativos e apresentam uma relação positiva com a dívida de curto prazo, dívida total e o financiamento externo, os ativos fixos ainda apresentam uma relação positiva com a dívida de longo prazo e o financiamento bancário. A rentabilidade do ativo é estatisticamente significativa e apresenta uma relação positiva com os três modelos de dívida. A variável risco não é estatisticamente significativa para nenhum dos modelos de dívida. Por fim, o crescimento é estatisticamente significativo e apresenta uma relação positiva com a dívida de curto prazo e dívida total.

**Hall, Hutchinson e Michaelas (2004)** estudaram os determinantes da estrutura de capital das PME de 8 países europeus. O ano em estudo foi 1995 para todos os países. Analisaram 500 PME de cada um dos 8 países dando um total de 4000 PME europeias. A base de dados foi a Dun & Bradstreet. A metodologia utilizada foi o modelo de regressão linear múltipla. As variáveis dependentes utilizadas são a dívida total de curto prazo e a dívida total de longo prazo. As variáveis independentes são a rentabilidade, crescimento, estrutura do ativo, dimensão e idade.

A rentabilidade apresenta uma relação negativa com dívida de curto prazo e longo prazo, mas com a dívida de longo prazo é estatisticamente insignificante. O crescimento apresenta uma relação positiva com a dívida de curto prazo, mas não é considerada estatisticamente significativa com a dívida de longo prazo. A estrutura do ativo e a dimensão apresentam uma relação positiva com a dívida de longo prazo e uma relação negativa com a dívida de curto prazo. Por fim, a idade apresenta uma relação negativa com a dívida de curto prazo.

**Psillaki e Daskalakis (2009)** analisaram os determinantes da estrutura de capital de empresas de pequena e média dimensão de quatro países europeus (França, Grécia, Itália e Portugal), com o intuito de investigar os determinantes da estrutura de capital a nível da empresa e do país. Os dados foram obtidos da base de dados Amadeus para o período 1997-2002. Utilizou-se uma metodologia de dados em painel. A variável dependente é a dívida. As variáveis independentes são: estrutura do ativo, dimensão, crescimento, rendibilidade e risco. As variáveis, estrutura do ativo, rendibilidade e risco apresentam uma relação negativa com a dívida. A dimensão apresenta uma relação positiva com a dívida. Por fim, o crescimento não apresenta significância estatística.

Os autores concluíram que existem certas semelhanças nos determinantes da estrutura de capital dos quatro países, semelhanças essas relativas às características institucionais e legais dos países. Também, concluíram que os fatores específicos das empresas, diferente dos fatores específicos dos países, explicam as diferenças no impacto das escolhas da estrutura de capital.

**Vieira e Novo (2010)** realizaram um trabalho com o objetivo de investigar a estrutura de capital das PME portuguesas, além de verificar se as práticas das empresas vão ao encontro das teorias financeiras existentes sobre a estrutura de capital. Foram utilizadas 51 PME portuguesas. Os dados foram retirados da base de dados SABI, durante o período de 2000-2005. A metodologia utilizada é de dados em painel. As variáveis dependentes são a dívida total, dívida de curto prazo e dívida de longo prazo. As variáveis independentes são: a poupança fiscal não associada à dívida, risco, dimensão, tangibilidade, reputação, rendibilidade e crescimento. As variáveis poupança fiscal não associada à dívida e risco, apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa com a dívida de médio longo prazo, uma relação negativa e estatisticamente positiva com a dívida de curto prazo e não é estatisticamente significativa com a dívida total. A dimensão apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa com a dívida total e a dívida de médio longo prazo e não é estatisticamente significativa com a dívida de curto prazo. A tangibilidade e a reputação apresentam uma relação negativa e estatisticamente significativa com a dívida total e a dívida de curto prazo e não é estatisticamente significativa com a dívida de médio longo prazo. A rendibilidade apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com os três indicadores

de dívida. Por fim, a variável crescimento não é estatisticamente significativa com nenhum dos modelos.

Os autores concluíram que a teoria que melhor explica o comportamento das PME, é a teoria da *Pecking-Order*.

**Zhang (2010)** realizou um estudo com o objetivo de analisar os determinantes da estrutura de capital de 220 empresas britânicas de pequena e média dimensão da indústria transformadora. A metodologia utilizada foi o modelo de regressão linear múltipla. Os dados foram obtidos através da base de dados FAME. A variável dependente é a dívida total. As variáveis independentes são: tangibilidade, rendibilidade, dimensão, crescimento esperado e idade. As variáveis tangibilidade, rendibilidade e dimensão apresentam uma relação positiva e estatisticamente significativa com a dívida. O crescimento esperado apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com a dívida. A variável idade não é estatisticamente significativa.

O autor concluiu que a categoria do produto afeta a estrutura de capital, principalmente a rendibilidade que é o fator com maior impacto.

**Gual (2014)** realizou um estudo com o objetivo de identificar os fatores determinantes da estrutura de capital de 69 empresas (Startup) portuguesas, durante o período de 2010-2012. Os dados foram obtidos através da base de dados Amadeus e Informa D&B. O método utilizado foi o modelo de dados em painel. As variáveis dependentes são a dívida total, dívida de curto prazo e a dívida de médio longo prazo. As variáveis independentes são: poupança fiscal não associada à dívida, variabilidade dos resultados, crescimento, rendibilidade, dimensão, tangibilidade e intangibilidade. A variável poupança fiscal não associada à dívida, crescimento, rendibilidade e tangibilidade são estatisticamente significativas e apresentam uma relação negativa com o nível de endividamento total. A variável dimensão é estatisticamente significativa e apresenta uma relação positiva com o endividamento total.

A autora concluiu que os resultados reforçam a teoria da *pecking order* que defende que as empresas preferem recorrer ao autofinanciamento, ao invés de financiamento externo.

## 2.2.2 - Estudos Empíricos do Setor Hoteleiro

Neste ponto apresenta-se uma síntese de estudos empíricos que recaem sobre empresas hoteleiras.

**Baptista (1997)** – Estudou os determinantes da estrutura de capital no período de 1993-1995, utilizando uma amostra de 46 sociedades anónimas do setor hoteleiro em Portugal. A metodologia utilizada foi um modelo de regressão linear múltipla. As variáveis dependentes foram: dívida de curto prazo, dívida de médio longo prazo e dívida total. Como variáveis independentes utilizou: crescimento, dimensão, rentabilidade, sazonalidade, risco, participação dos gestores no capital e tipo de controlo de estabelecimentos. O crescimento é estatisticamente significativo e apresenta uma relação positiva com o endividamento total e de médio longo prazo. A rentabilidade e risco são estatisticamente significativos e apresentam uma relação negativa com a dívida de médio longo prazo. A sazonalidade é estatisticamente significativa e apresenta uma relação positiva com a dívida de curto prazo e de dívida total. A variável “tipo de controlo de estabelecimentos hoteleiros” é estatisticamente significativa e apresenta uma relação negativa com a dívida de curto prazo e dívida total. A variável dimensão e participação dos gestores no capital não são estatisticamente significativos em nenhum dos modelos.

**Devesa e Esteban (2011)** realizaram o estudo com o objetivo de analisar os determinantes da estrutura de capital das empresas hoteleiras espanholas. Investigaram uma amostra de 7.984 observações de empresas hoteleiras espanholas, durante o período de 2000-2003. Os dados foram obtidos através da base de dados SABI e a metodologia adotada foi a de dados em painel. A variável dependente foi o endividamento total. As variáveis independentes foram as seguintes: crescimento, dimensão, liquidez, rentabilidade e valor da garantia dos ativos. As variáveis crescimento e dimensão apresentam uma relação positiva com o nível de endividamento. As variáveis liquidez, rentabilidade e valor da garantia dos ativos apresentam uma relação negativa com o nível de endividamento.

O estudo revela evidência da teoria da *pecking order*.

**Serrasqueiro e Nunes (2014)** realizaram o estudo com o objetivo de analisar os determinantes da estrutura de capital de 177 empresas hoteleiras de pequena dimensão

portuguesas, durante o período 2000-2009, utilizando a base de dados SABI. A metodologia utilizada foi a de regressão linear múltipla e modelo dinâmico de efeitos fixos com dados em painel. A variável dependente é o endividamento total. As variáveis independentes são: rendibilidade, dimensão, tangibilidade, oportunidades de crescimento, poupança fiscal não associada, entre outras. A rendibilidade, as oportunidades de crescimento e a poupança fiscal não associada à dívida apresentaram uma relação negativa com o nível de endividamento. A variável dimensão e a tangibilidade apresentaram uma relação positiva com a dívida.

Os autores concluíram que nem a teoria da *pecking-order*, nem a teoria do *trade-off*, conseguem explicar integralmente as decisões da estrutura de capital, pois as empresas hoteleiras de pequena dimensão portuguesas, por um lado seguem a hierarquização das fontes de financiamento, por outro, ajustam o seu nível de dívida para o nível ótimo de endividamento.

**Pacheco e Tavares (2016)** – estudaram os determinantes da estrutura de capital das PME do setor hoteleiro em Portugal. Utilizando a metodologia de dados em painel analisaram uma amostra de 43 hotéis de pequena média dimensão durante o período 2004-2013. As variáveis dependentes foram: dívida de curto prazo, longo prazo e dívida total. As variáveis independentes foram: rendibilidade (ROA e ROE), ativo fixo, crescimento, dimensão, liquidez total, poupança fiscal, idade e risco. A variável risco foi a única variável estatisticamente significativa nos três modelos, apresentando uma relação positiva com o nível de endividamento. O ROA apresentou uma relação positiva com a dívida total e de longo prazo, o ROE apresentou uma relação positiva com a dívida total. A tangibilidade do ativo é estatisticamente significativa apenas com a dívida de longo prazo, apresentando uma relação positiva. A dimensão apresenta uma relação negativa com a dívida de curto prazo e uma relação positiva com a dívida de longo prazo. A liquidez total é estatisticamente significativa com a dívida de curto prazo (relação negativa). A idade é apenas estatisticamente significativa na dívida total (relação negativa). As variáveis crescimento e poupança fiscal não foram estatisticamente significativas em nenhum dos modelos.

**Nunes e Serrasqueiro (2017)** realizaram um estudo com o objetivo de testar a aplicabilidade das teorias do *trade-off* e da *pecking order*, nas decisões da estrutura de capital. No estudo foram utilizadas 177 empresas hoteleiras de pequena e média dimensão

portuguesas, durante o período de 2004-2012. As variáveis dependentes são a dívida de curto prazo e a dívida de longo prazo. Como variáveis independentes foram investigadas: rendibilidade, dimensão, tangibilidade do ativo, crescimento, poupança fiscal não associada à dívida, risco, cash-flow e idade. A rendibilidade e o cash-flow apresentam uma relação negativa com a dívida de curto prazo e não apresentam significância estatística na dívida de longo prazo. As variáveis dimensão, tangibilidade do ativo e idade apresentam uma relação negativa com a dívida de curto prazo e apresentam uma relação positiva com a dívida de longo prazo. O crescimento apresenta uma relação positiva com a dívida de curto prazo e uma relação negativa com a dívida de longo prazo. As variáveis poupança fiscal e risco não são estatisticamente significativas com a dívida de curto prazo, mas apresentam uma relação negativa com a dívida de longo prazo.

Os autores concluíram que a aplicabilidade da teoria do *trade-off* nas decisões da estrutura de capital das empresas hoteleiras de pequena e média dimensão é mais evidente na relação com a dívida de longo prazo, do que com a dívida de curto prazo. A teoria da *pecking order* tem maior aplicabilidade na relação de curto prazo.

**Botta (2019)** realizou um estudo com o objetivo de analisar a existência de uma estrutura de capital ótima para as empresas de pequena e média dimensão do setor hoteleiro na Itália. O período em estudo foi 2006-2016. Os dados foram retirados da base de dados AIDA e foram utilizadas 7.120 observações. A metodologia utilizada foi o modelo de regressão linear múltipla, com dados em painel de efeitos fixos. As variáveis dependentes utilizadas foram: a dívida que inclui suprimentos, e a dívida em que os suprimentos são considerados capital próprio. As variáveis independentes são: a rendibilidade, dimensão, ativos tangíveis, ativos intangíveis, entre outros. A variável rendibilidade apresentou uma relação negativa com a dívida. A dimensão apresentou uma relação positiva e significativa apenas com dívida que inclui suprimentos. Os ativos tangíveis e intangíveis apresentam uma relação positiva com a dívida.

Os resultados mostraram que as PME do setor hoteleiro estão de acordo com a teoria de *trade-off*, em que apresentam uma estrutura de capital ótima que permite maximizar o desempenho das empresas (maximizar o retorno aos investidores), enquanto que ter uma dívida muito baixa reduz o seu desempenho financeiro. O autor concluiu que o principal fator na tomada de decisões de financiamento das empresas em estudo é a disponibilidade de fundos internos, apoiando a teoria da *pecking-order*.

### 2.2.3 - Estudos Empíricos, Incluindo Variáveis Macroeconómicas

Neste ponto são apresentados os estudos empíricos que investigam fatores externos às empresas de natureza macroeconómica e estudam a sua influência sobre a estrutura de capital.

**Salehi e Manesh (2012)** realizaram um estudo com o objetivo de investigar os determinantes da estrutura de capital das empresas cotadas do Irão. Foram utilizadas 59 empresas cotadas durante o período 2004-2011. Utilizaram o modelo de regressão linear múltipla. Investigaram fatores internos e externos às empresas para verificar qual o seu impacto na estrutura de capital. Os fatores internos são: a rentabilidade, oportunidades de crescimento e dimensão. Os fatores externos (macroeconómicos): dimensão do mercado, crescimento do PIB e inflação.

A rentabilidade e as oportunidades de crescimento apresentam uma relação negativa com a estrutura de capital. A dimensão, a dimensão de mercado, o crescimento do PIB e a inflação apresentam uma relação positiva com a estrutura de capital. As variáveis com maior impacto na estrutura de capital por ordem decrescente são a rentabilidade, oportunidades de crescimento e a dimensão. O crescimento do PIB é o de maior impacto, e a inflação de menor impacto.

Os autores concluíram que os resultados, após adicionar os fatores macroeconómicos melhoraram consideravelmente.

**Jõeveer (2013a)** realizou um estudo com o objetivo de comparar as fontes de alavancagem de empresas de pequena e grande dimensão, de empresas cotadas e empresas não cotadas de 10 países da Europa Ocidental. A base de dados utilizada é a Amadeus. A metodologia utilizada foi o método dos mínimos quadrados (OLS). As variáveis dependentes foram a dívida total (ampla alavancagem) e alavancagem estreita. As variáveis independentes foram de natureza micro e macroeconómica: tangibilidade do ativo, rentabilidade, dimensão, crescimento do PIB, entre outras. A tangibilidade do ativo e a dimensão apresentam uma relação positiva com a dívida nas empresas cotadas e apresentam uma relação negativa com a alavancagem nas empresas não cotadas. A rentabilidade apresenta uma relação negativa com a dívida. O crescimento do PIB

apresenta uma relação positiva com a dívida nas empresas cotadas, nas empresas não cotadas apresenta uma relação positiva com todas as dívidas.

O autor concluiu que os fatores específicos dos países são mais importantes para as empresas de pequena dimensão e empresas cotadas, sugerindo que essas empresas que provavelmente operam com restrições de empréstimos, enfrentem com maior acuidade o efeito de fatores externos.

**Jõeveer (2013b)** realizou um estudo com o objetivo de analisar a importância dos fatores das empresas, fatores institucionais dos países e fatores macroeconómicos para determinar a estrutura de capital das empresas. Foram analisadas empresas cotadas e empresas não cotadas de 9 países da Europa Oriental, durante o período 1995-2002. A metodologia utilizada foi o método dos mínimos quadrados (OLS). As variáveis dependentes consideradas foram a dívida total (ampla alavancagem) e alavancagem estreita. As variáveis independentes utilizadas foram: tangibilidade do ativo, rendibilidade, dimensão, crescimento do PIB, inflação, entre outras. A variável tangibilidade do ativo nas empresas cotadas apresentou uma relação negativa com a dívida total, enquanto que nas empresas não cotadas uma relação negativa com a dívida total e uma relação positiva com a alavancagem estreita. A rendibilidade apresentou uma relação negativa com a dívida total nas empresas não cotadas. A dimensão, nas empresas não cotadas, apresentou uma relação negativa com a dívida total e uma relação positiva com a alavancagem estreita. Relativamente ao crescimento do PIB, este apresentou uma relação negativa com a dívida total nas empresas cotadas. A variável inflação nas empresas cotadas apresentou uma relação negativa com todos os modelos de dívida.

O autor concluiu que as características dos países explicam uma maior parcela de variação da dívida em empresas não cotadas. Concluiu também que os fatores específicos das empresas têm maior impacto na dívida total (alavancagem ampla), enquanto que os fatores específicos dos países têm maior impacto na alavancagem estreita.

**Mokhova e Zinecker (2014)** realizaram um estudo com o objetivo de analisar a relação entre os fatores macroeconómicos representados pelos indicadores de políticas monetárias e fiscais e a estrutura de capital. Foram utilizadas empresas não financeiras do setor manufaturado de sete países europeus. Os dados foram obtidos através da base de dados Amadeus para o período 2006-2011. As variáveis dependentes são a dívida total,

a dívida de curto prazo e a dívida de longo prazo. As variáveis independentes são: a taxa de inflação e o crescimento do PIB, entre outras variáveis que não são relevantes para o estudo. A taxa de inflação apresenta uma relação negativa com a dívida total e dívida de curto prazo. A variável crescimento do PIB não é estatisticamente significativa.

Os autores concluíram que a influência dos fatores macroeconômicos varia entre os países e depende da estrutura de dívida. Ainda assim, os determinantes externos da estrutura de capital desempenham um papel relevante no processo de tomada de decisões financeiras.

**Köksal e Orman (2015)** realizaram um estudo com o objetivo de examinar os determinantes da estrutura de capital de 11.726 empresas não financeiras da Turquia, durante o período 1996-2009. Utilizou-se como metodologia o modelo de regressão linear múltipla, com dados em painel de efeitos fixos. Os autores estudaram efeitos microeconômicos e macroeconômicos, entre outros, que por motivos de relevância não serão apresentados. As variáveis dependentes são a dívida total, dívida de curto prazo e dívida de longo prazo. As variáveis independentes são: dimensão, rentabilidade, tangibilidade, crescimento, risco de negócio, inflação e crescimento do PIB. A variável dimensão e inflação apresentam uma relação positiva com os três modelos de dívida. A rentabilidade apresenta uma relação negativa com os três modelos de dívida. A tangibilidade apresenta uma relação negativa com a dívida de curto prazo e uma relação positiva com a dívida de longo prazo e dívida total. O crescimento não foi estatisticamente significativo. O risco de negócio e o crescimento do PIB observaram uma relação negativa com a dívida de longo prazo e dívida total.

Os autores concluíram que os resultados fornecem evidências de que a teoria do *trade-off* se sobrepõe à teoria da *pecking-order* para entender a estrutura de capital das empresas não financeiras da Turquia.

**Cueva, Armas, Rojas e González (2016)** – realizaram um estudo com o objetivo de desenvolver e analisar os determinantes da estrutura de capital e a sua relação com endividamento. Foram utilizadas 113 empresas do setor manufaturado do Equador, durante o período 2000-2013. Utilizaram uma metodologia de dados em painel e uma regressão múltipla com efeitos aleatórios. A variável dependente é a dívida. As variáveis independentes são a liquidez, a rentabilidade do capital próprio, o PIB, a inflação e a rentabilidade do ativo.

As variáveis liquidez, inflação e rendibilidade do ativo apresentam uma relação negativa com a dívida. A rendibilidade do capital próprio apresenta uma relação positiva com a dívida e a variável PIB não é estatisticamente significativa.

**Rehman (2016)** fez um estudo com o objetivo de explorar os efeitos dos fatores macroeconômicos nas decisões da estrutura de capital nas empresas cotadas da indústria têxtil do Paquistão. Foram utilizadas 154 empresas, com dados referentes ao período 2004-2013. A metodologia utilizada é de dados em painel com efeitos fixos. Os dados foram retirados do World Bank e State Bank of Pakistan. As variáveis em estudo são a taxa de crescimento do PIB, a dívida pública, a taxa de juro real, o desenvolvimento do mercado de ações, os impostos corporativos e as taxas de câmbio. Estas variáveis foram testadas em relação à dívida económica.

As variáveis: taxa de crescimento do PIB, desenvolvimento do mercado de ações e impostos corporativos apresentam uma relação positiva com a dívida económica. As variáveis: dívida pública, taxa de juro real e taxas de câmbio apresentam uma relação negativa com a dívida económica.

O autor concluiu que as variáveis macroeconómicas estudadas influenciam as decisões da estrutura de capital.

**Bernardo, Albanez e Securato (2018)** realizaram um estudo com o objetivo de examinar a influência dos fatores macroeconômicos e fatores institucionais na determinação da estrutura de capital das empresas cotadas nos países da América Latina, no período de 2009-2014. Como base de dados foram utilizadas várias fontes tais como, Economática, World Bank, World Economic Forum e World Federation of Exchanges. Para o estudo do endividamento foram estudados 6 indicadores diferentes. O estudo foi realizado em duas fases, inicialmente estudaram-se os fatores internos das empresas: dimensão, tangibilidade de ativos, rendibilidade, risco, liquidez, oportunidades de crescimento e market-to-book. Em seguida, foram estudados os fatores externos, ou seja, os fatores macroeconômicos e fatores institucionais. Nos fatores macroeconômicos foram estudadas as variáveis crescimento do PIB, rendimento per capita, taxa de inflação anual, participação de empresas de capital aberto na economia e tempo médio para abrir uma empresa no país. A metodologia utilizada foi a estatística descritiva e Modelo Linear Hierárquico (MLH).

Relativamente aos fatores internos das empresas, a variável dimensão revelou ser estatisticamente significativa e apresenta na maioria das empresas uma relação positiva com a dívida. A tangibilidade de ativos apresentou uma relação positiva com a dívida. A rentabilidade, a liquidez e o market-to-book apresentam uma relação negativa com a dívida. O risco e as oportunidades de crescimento não são estatisticamente significativas. A nível de fatores macroeconómicos a variável crescimento do PIB e rendimento per capita apresentam relações negativas com a dívida. A taxa de inflação anual, a participação de empresas de capital aberto na economia e tempo médio para abrir uma empresa no país apresentam uma relação positiva com a dívida. Todas as variáveis macroeconómicas mantiveram a sua significância e sinal em todos os modelos.

Os autores concluíram que os fatores internos das empresas apresentam maior importância para a estrutura de capital do que os fatores externos.

Por questões de irrelevância para este estudo não constam acima os fatores institucionais que estão presentes na investigação de Bernardo *et al* (2018).

**Huong (2018)** fez um estudo com o objetivo de examinar como os determinantes macroeconómicos afetam a estrutura de capital de 466 sociedades anónimas não financeiras cotadas no Vietname. Os dados foram fornecidos pelo World Bank, o período em análise foi 2008-2015. A metodologia utilizada foi o modelo de regressão linear múltipla com dados em painel. Como variáveis dependentes, estudou a dívida total, a dívida de curto prazo e a dívida de longo prazo. As variáveis independentes utilizadas foram: dimensão, rentabilidade, crescimento, tangibilidade de ativo, liquidez, risco do negócio, inflação, crescimento do PIB e taxa de juro.

A variável dimensão apresentou uma relação positiva com a dívida total e dívida de longo prazo. A rentabilidade revelou uma relação positiva com a dívida de curto prazo e longo prazo. A liquidez apresentou uma relação positiva com a dívida total e dívida de curto prazo. A inflação apresentou uma relação positiva com a dívida total. As variáveis crescimento, tangibilidade, risco de negócio, crescimento do PIB e taxa de juro não foram estatisticamente significativas.

## **CAPÍTULO 3 - INDÚSTRIA HOTELEIRA EM PORTUGAL**

Neste capítulo é apresentada a caracterização da indústria hoteleira em Portugal durante o período 2014-2018. Durante este período serão analisadas as evoluções dos vários indicadores quer por localização geográfica, quer pelo tipo de estabelecimento hoteleiro. Os estabelecimentos hoteleiros são uma componente do setor turístico, cuja atividade principal consiste na prestação de serviços de alojamento e de outros serviços acessórios ou de apoio, com ou sem fornecimento de refeições, mediante pagamento (INE, Estatísticas do Turismo 2018).

A caracterização será realizada tendo em conta os seguintes indicadores:

- Número de Estabelecimentos Hoteleiros;
- Capacidade de Alojamento;
- Hóspedes;
- Dormidas;
- Estada média;
- Proveitos Totais;
- Rendimento médio por quarto (RevPar).

Inicialmente será apresentado com base na balança turística, um breve enquadramento da importância do setor turístico na economia portuguesa.

### **3.1 - Importância da Atividade Turística na Economia Portuguesa**

Os resultados divulgados pelo Banco de Portugal relativos à rubrica Viagens e Turismo<sup>1</sup> referentes à Balança de Pagamentos, em 2018 apresentam um aumento das receitas turísticas, alcançando uma receita de 16,6 mil milhões de euros, as despesas turísticas apresentaram 4,7 mil milhões de euros e o saldo da balança turística 11,9 mil milhões de euros. As receitas e as despesas turísticas apresentaram a mesma taxa de crescimento, 9,6%.

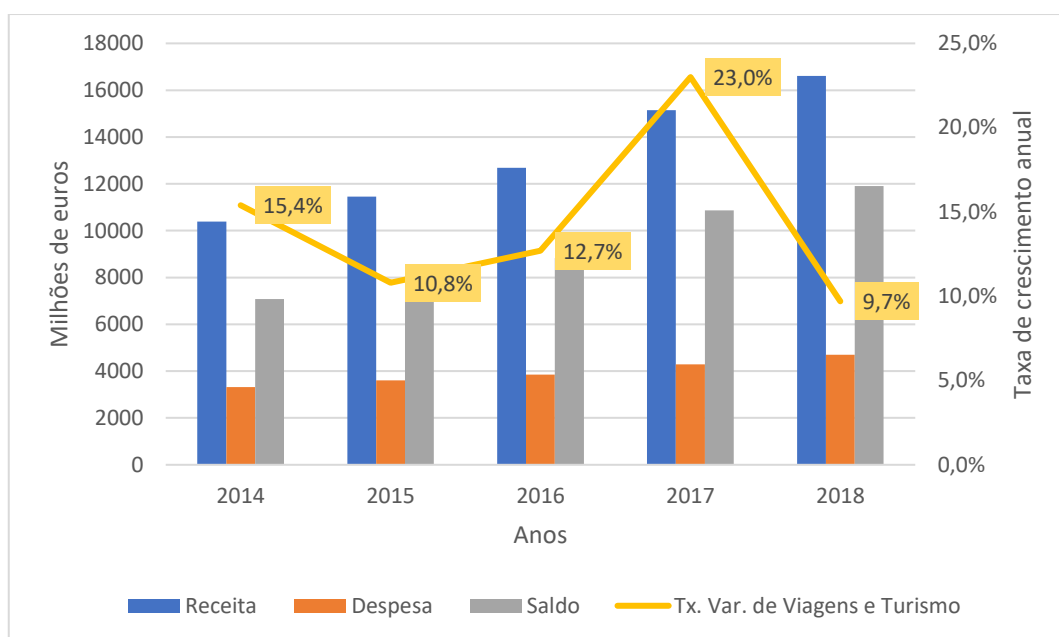
Relativamente às receitas, os países do continente europeu apresentaram um peso de 81,3%, o continente americano representou 12,3% e o continente africano apresentou um peso de 2,8%.

Em 2018, os quatro principais países que mais contribuíram para a taxa de crescimento da receita foram: o Reino Unido, a França, a Espanha e a Alemanha. A França e a Alemanha igualmente empatadas foram os mercados que mais cresceram, relativamente às receitas obtidas, correspondendo a um crescimento de 9,8%, seguindo-se o Reino Unido com 8,4% e a Espanha com 8,2% face ao ano anterior. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

---

<sup>1</sup> A rubrica Viagens e Turismo inclui, sobretudo, os bens e serviços adquiridos a uma economia por viajantes durante visitas inferiores a um ano a essa economia. Os bens e serviços são adquiridos pelo viajante, em seu nome ou são-lhe fornecidos sem contrapartida para seu uso próprio ou de terceiros. Exclui-se o transporte internacional e o transporte dos viajantes no interior da economia visitada quando este é fornecido por não residentes. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

**Gráfico 1 - Balança Turística Portuguesa, Rubrica Viagens e Turismo, 2014-2018**



Fonte: Banco de Portugal (2018).

O gráfico 1 apresenta a evolução da balança turística em Portugal no período de 2014-2018. Permite perceber qual a sua evolução e as variáveis que tiveram maior impacto, se a receita ou a despesa. Segundo o gráfico 1, é possível verificar que tanto a receita como a despesa aumentam de ano para ano e o saldo continua a aumentar de ano para ano, isto porque a receita aumenta em proporções mais elevadas do que a despesa permitindo assim o aumento do saldo. Durante o período de 2014-2018, o saldo da balança turística portuguesa aumentou em 68,3%.

## 3.2 - Caracterização da Indústria Hoteleira em Portugal

### 3.2.1 - Número de Estabelecimentos Hoteleiros

Segundo a tabela 5, em 2018, relativamente à oferta turística em Portugal estiveram em atividade 1.865 estabelecimentos hoteleiros. Em termos geográficos, o Algarve foi a região com maior oferta hoteleira, representando 21,6% do total nacional, seguindo-se o Norte (21,4%), o Centro (20,2%), a Área Metropolitana de Lisboa (16,9%), a Região Autónoma da Madeira (7,6%), o Alentejo (7,1%) e a Região Autónoma dos Açores (5,2%). Relativamente aos estabelecimentos por tipologia segundo a tabela 6, os hotéis<sup>2</sup> apresentaram o maior número de estabelecimentos hoteleiros e representaram 75,1% do total, seguindo-se os apartamentos turísticos (11,3%), os hotéis apartamentos (8,2%), os aldeamentos turísticos (3,0%) e, por fim, as pousadas<sup>3</sup> e Quintas da Madeira (2,5%).

De acordo com a tabela 5, é possível observar a evolução do número de estabelecimentos hoteleiros oferecidos no período 2014-2018, verifica-se que existem alterações positivas e significativas por região. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu no Norte (31,6%) e o menor acréscimo no Algarve (6,9%). Em relação aos estabelecimentos por tipologia, na tabela 6 verificam-se alterações positivas e significativas no número de estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nos hotéis (24,9%) e o menor acréscimo nos hotéis-apartamentos (4,8%).

---

<sup>2</sup> Hotéis são estabelecimentos hoteleiros que ocupam um edifício ou apenas parte independente dele, constituindo as suas instalações um todo homogéneo, com pisos completos e contíguos, acesso próprio e direto para uso exclusivo dos seus utentes, a quem são prestados serviços de alojamento temporário e outros serviços acessórios ou de apoio, com ou sem fornecimento de refeições, mediante pagamento. Estes estabelecimentos possuem, no mínimo, 10 unidades de alojamento. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

<sup>3</sup> Pousada é um estabelecimento hoteleiro instalado em um imóvel classificado como monumento nacional de interesse público, regional ou municipal e que, pelo valor arquitetónico e histórico, seja representativo de uma determinada época e se situe fora de zonas turísticas dotadas de suficiente apoio hoteleiro. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

**Tabela 5 - Número de Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica**

Localização Geográfica	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Portugal</b>	1 550	100,0%	1 591	100,0%	1 669	100,0%	1 758	100,0%	1 865	100,0%	315	20,3%
<b>Continente</b>	1 344	86,7%	1 378	86,6%	1 451	86,9%	1 526	86,8%	1 627	87,2%	283	21,1%
<b>Norte</b>	304	19,6%	328	20,6%	347	20,8%	362	20,6%	400	21,4%	96	31,6%
<b>Centro</b>	299	19,3%	304	19,1%	333	20,0%	346	19,7%	377	20,2%	78	26,1%
<b>A.M. Lisboa</b>	252	16,3%	264	16,6%	279	16,7%	303	17,2%	315	16,9%	63	25,0%
<b>Alentejo</b>	112	7,2%	110	6,9%	116	7,0%	124	7,1%	132	7,1%	20	17,9%
<b>Algarve</b>	377	24,3%	372	23,4%	376	22,5%	391	22,2%	403	21,6%	26	6,9%
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	82	5,3%	84	5,3%	87	5,2%	93	5,3%	97	5,2%	15	18,3%
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	124	8,0%	129	8,1%	131	7,8%	139	7,9%	141	7,6%	17	13,7%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

**Tabela 6 - Número de Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia**

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Total</b>	1 550	100,0%	1 591	100,0%	1 669	100,0%	1 758	100,0%	1 865	100,0%	315	20,3%
<b>Hotéis</b>	1 121	72,3%	1 164	73,2%	1 237	74,1%	1 309	74,5%	1 400	75,1%	279	24,9%
<b>Pousadas e Quintas da Madeira</b>	43	2,8%	44	2,8%	44	2,6%	46	2,6%	46	2,5%	3	7,0%
<b>Hotéis-apartamentos</b>	145	9,4%	141	8,9%	143	8,6%	145	8,2%	152	8,2%	7	4,8%
<b>Aldeamentos turísticos</b>	46	3,0%	45	2,8%	52	3,1%	55	3,1%	56	3,0%	10	21,7%
<b>Apartamentos turísticos</b>	195	12,6%	197	12,4%	193	11,6%	203	11,5%	211	11,3%	16	8,2%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

### 3.2.2 - Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros

Segundo a tabela 7, em 2018, a capacidade de alojamento nos estabelecimentos hoteleiros foi de 321.010 camas. O Algarve foi a região do país que apresentou uma maior oferta de camas, representando 36,3% do total nacional, seguindo-se a Área Metropolitana de Lisboa (19,8%), o Norte (13,8%), o Centro (13,1%), a Região Autónoma da Madeira (9,5%), o Alentejo (4,2%) e a Região Autónoma dos Açores (3,3%). Relativamente aos estabelecimentos por tipologia segundo a tabela 8, os hotéis foram os que apresentaram maior oferta de camas e representaram 67,6% do total, seguindo-se os hotéis-apartamentos<sup>4</sup> (13,8%), os apartamentos-turísticos (11,2), os aldeamentos turísticos (6,2%) e, por fim, as pousadas e Quintas da Madeira<sup>5</sup> (1,3%).

De acordo com a tabela 7, é possível observar a evolução da capacidade de alojamento nos estabelecimentos hoteleiros por região, no período em estudo verifica-se que existem alterações positivas e significativas por região. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu no Norte (22,0%) e o menor acréscimo no Algarve (5,4%). Em relação aos estabelecimentos por tipologia, na tabela 8 não se verificaram alterações muito significativas na capacidade de alojamento nos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nos hotéis (17,3%) e o maior decréscimo nos apartamentos turísticos (-1,1%).

---

<sup>4</sup> Hotéis-apartamentos são estabelecimentos hoteleiros constituídos por um conjunto de pelo menos 10 apartamentos equipados e independentes (alugados dia a dia a turistas), que ocupam a totalidade ou parte independente de um edifício, desde que constituído por pisos completos e contíguos, com acessos próprios e diretos aos pisos para uso exclusivo dos seus utentes, com restaurante e com, pelo menos, serviço de arrumação e limpeza. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

<sup>5</sup> Quintas da Madeira são estabelecimentos que prestam serviços de alojamento temporário mediante remuneração, nomeadamente a turistas, em um ou mais prédios preexistentes com características de valor arquitetónico, patrimonial e cultural alusivas ao passado histórico da Madeira, de acordo com a legislação em vigor. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

**Tabela 7 - Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica**

Localização Geográfica	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Portugal</b>	284 924	100,0%	290 782	100,0%	302 491	100,0%	312 982	100,0%	321 010	100,0%	36 086	12,7%
<b>Continente</b>	248 997	87,4%	253 677	87,2%	263 708	87,2%	272 474	87,1%	279 674	87,1%	30 677	12,3%
<b>Norte</b>	36 237	12,7%	37 723	13,0%	39 577	13,1%	41 166	13,2%	44 210	13,8%	7 973	22,0%
<b>Centro</b>	35 356	12,4%	35 544	12,2%	38 050	12,6%	39 752	12,7%	41 936	13,1%	6 580	18,6%
<b>A.M. Lisboa</b>	55 413	19,4%	57 798	19,9%	61 150	20,2%	63 190	20,2%	63 596	19,8%	8 183	14,8%
<b>Alentejo</b>	11 486	4,0%	12 168	4,2%	12 390	4,1%	13 091	4,2%	13 427	4,2%	1 941	16,9%
<b>Algarve</b>	110 505	38,8%	110 444	38,0%	112 541	37,2%	115 275	36,8%	116 505	36,3%	6 000	5,4%
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	8 816	3,1%	9 213	3,2%	9 823	3,2%	10 432	3,3%	10 742	3,3%	1 926	21,8%
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	27 111	9,5%	27 892	9,6%	28 960	9,6%	30 076	9,6%	30 594	9,5%	3 483	12,8%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

**Tabela 8 - Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos, Hoteleiros por Tipologia**

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Total</b>	284 924	100,0%	290 782	100,0%	302 491	100,0%	312 982	100,0%	321 010	100,0%	36 086	12,7%
<b>Hotéis</b>	184 844	64,9%	190 060	65,4%	201 507	66,6%	210 949	67,4%	216 883	67,6%	32 039	17,3%
<b>Pousadas e Quintas da Madeira</b>	3 851	1,4%	4 156	1,4%	4 090	1,4%	4 106	1,3%	4 109	1,3%	258	6,7%
<b>Hotéis-apartamentos</b>	42 922	15,1%	42 656	14,7%	44 321	14,7%	43 768	14,0%	44 233	13,8%	1 311	3,1%
<b>Aldeamentos turísticos</b>	17 090	6,0%	16 778	5,8%	18 993	6,3%	19 390	6,2%	19 968	6,2%	2 878	16,8%
<b>Apartamentos turísticos</b>	36 217	12,7%	37 132	12,8%	33 580	11,1%	34 769	11,1%	35 817	11,2%	- 400	-1,1%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

### 3.2.3 - Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros

Segundo a tabela 9, em 2018, os estabelecimentos hoteleiros alojaram 20,45 milhões de hóspedes<sup>6</sup>. A Área Metropolitana de Lisboa foi a região do país que apresentou um maior número de hóspedes, representando 29,7% do valor nacional, seguindo-se o Algarve (20,6%), o Norte (19,9%), o Centro (15,1%), a Região Autónoma da Madeira (6,5%) e a Região Autónoma dos Açores (3,0%). Relativamente aos estabelecimentos por tipologia segundo a tabela 10, os hotéis foram os que alojaram a maior quantidade de hóspedes, representando 81,8% do total, seguindo-se os hotéis-apartamentos (8,8%), os apartamentos turísticos<sup>7</sup> (5,0%), os aldeamentos turísticos (2,7%) e as pousadas e Quintas da Madeira (1,8%).

De acordo com a tabela 9, é possível observar a evolução do número de hóspedes nos estabelecimentos hoteleiros por região, no período em estudo verifica-se que existem alterações positivas muito significativas por região. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu na Região Autónoma dos Açores (76,5%) e o menor acréscimo no Algarve (21,2%). Em relação aos estabelecimentos por tipologia, na tabela 10 verificaram-se alterações positivas muito significativas no número de hóspedes nos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais o maior acréscimo ocorreu nas pousadas e Quintas da Madeira (44,0%) e o menor acréscimo nos hotéis-apartamentos (16,3%).

---

<sup>6</sup> Hóspedes são os indivíduos que efetuam pelo menos uma dormida num estabelecimento de alojamento turístico. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

<sup>7</sup> Apartamentos turísticos são estabelecimentos de alojamento turístico, constituídos por frações mobiladas e equipadas de edifícios independentes, que se destinam habitualmente a proporcionar alojamento e outros serviços complementares a turistas, mediante pagamento. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

**Tabela 9 - Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica**

Localização Geográfica	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Portugal</b>	14 977,8	100,0%	16 268,9	100,0%	17 951,8	100,0%	19 769,3	100,0%	20 450,2	100,0%	5 472	36,5%
<b>Continente</b>	13 576,3	90,6%	14 700,0	90,4%	16 159,4	90,0%	17 804,4	90,1%	18 503,6	90,5%	4 927	36,3%
<b>Norte</b>	2 707,4	18,1%	3 081,9	18,9%	3 469,9	19,3%	3 815,2	19,3%	4 075,2	19,9%	1 368	50,5%
<b>Centro</b>	2 067,5	13,8%	2 331,7	14,3%	2 612,7	14,6%	3 009,1	15,2%	3 092,4	15,1%	1 025	49,6%
<b>A.M. Lisboa</b>	4 641,8	31,0%	4 949,1	30,4%	5 392,5	30,0%	5 920,9	29,9%	6 082,7	29,7%	1 441	31,0%
<b>Alentejo</b>	683,5	4,6%	759,9	4,7%	839,0	4,7%	976,8	4,9%	1 041,0	5,1%	358	52,3%
<b>Algarve</b>	3 476,1	23,2%	3 577,4	22,0%	3 845,3	21,4%	4 082,2	20,6%	4 212,3	20,6%	736	21,2%
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	345,6	2,3%	428,0	2,6%	509,1	2,8%	594,2	3,0%	609,9	3,0%	264	76,5%
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	1 055,9	7,0%	1 140,8	7,0%	1 283,3	7,1%	1 370,8	6,9%	1 336,8	6,5%	281	26,6%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

**Tabela 10 - Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia**

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Total</b>	14 977,8	100,0%	16 268,9	100,0%	17 951,8	100,0%	19 769,0	100,0%	20 450,0	100,0%	5 472	36,5%
<b>Hotéis</b>	11 928,4	79,6%	13 100,3	80,5%	14 624,9	81,5%	16 199,3	81,9%	16 726,5	81,8%	4 798	40,2%
<b>Pousadas e Quintas da Madeira</b>	258,9	1,7%	302,0	1,9%	333,3	1,9%	363,3	1,8%	372,9	1,8%	114	44,0%
<b>Hotéis-apartamentos</b>	1 539,8	10,3%	1 549,9	9,5%	1 634,9	9,1%	1 695,9	8,6%	1 791,1	8,8%	251	16,3%
<b>Aldeamentos turísticos</b>	385,1	2,6%	418,1	2,6%	483,9	2,7%	519,9	2,6%	542,9	2,7%	158	41,0%
<b>Apartamentos turísticos</b>	865,7	5,8%	898,5	5,5%	874,7	4,9%	990,9	5,0%	1 016,8	5,0%	151	17,5%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

### 3.2.4 - Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros

Segundo a tabela 11, em 2018, os estabelecimentos hoteleiros registaram 56.561.300 dormidas<sup>8</sup>. O Algarve foi a região do país que apresentou um maior número de dormidas, representando 33,3% do valor nacional, seguindo-se a Área Metropolitana de Lisboa (25,1%), o Norte (13,3%), a Região Autónoma da Madeira (12,4%), o Centro (9,4%), o Alentejo (3,3%) e a Região Autónoma dos Açores (3,2%). Relativamente aos estabelecimentos por tipologia segundo a tabela 12, os hotéis foram os que registaram o maior número de dormidas, representando 71,6% do total, seguindo-se os hotéis-apartamentos (13,7%), os apartamentos turísticos (8,6%), aldeamentos turísticos<sup>9</sup> (4,7%) e, por fim, as pousadas e Quintas da Madeira (1,5%).

De acordo com a tabela 11, é possível observar a evolução do número de dormidas nos estabelecimentos hoteleiros por região, no período em estudo verifica-se que existem alterações positivas muito significativas por região. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu na Região Autónoma dos Açores (68,2%) e o menor acréscimo no Algarve (18,4%). Em relação aos estabelecimentos por tipologia, na tabela 12 verificaram-se alterações positivas muito significativas no número de dormidas nos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nas pousadas e Quintas da Madeira (40,9%) e o menor acréscimo nos apartamentos turísticos (11,2%).

---

<sup>8</sup> Dormidas são as permanências de um indivíduo num estabelecimento que fornece alojamento, por um período compreendido entre as 12 horas de um dia e as 12 horas do dia seguinte. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

<sup>9</sup> Aldeamentos turísticos são estabelecimentos de alojamento turístico constituídos por um conjunto de instalações funcionalmente interdependentes com expressão arquitetónica homogénea, situadas num espaço delimitado e sem soluções de continuidade, que se destinam a proporcionar alojamento e outros serviços complementares a turistas, mediante pagamento. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

**Tabela 11 - Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica**

Localização Geográfica	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Portugal</b>	43 507,7	100,0%	46 535,2	100,0%	51 395,1	100,0%	55 734,6	100,0%	56 561,3	100,0%	13 054	30,0%
<b>Continente</b>	36 548,4	84,0%	38 947,7	83,7%	42 851,5	83,4%	46 742,0	83,9%	47 742,5	84,4%	11 194	30,6%
<b>Norte</b>	4 858,2	11,2%	5 558,8	11,9%	6 356,7	12,4%	7 011,2	12,6%	7 524,0	13,3%	2 666	54,9%
<b>Centro</b>	3 748,0	8,6%	4 086,6	8,8%	4 570,4	8,9%	5 326,0	9,6%	5 339,9	9,4%	1 592	42,5%
<b>A.M. Lisboa</b>	10 822,4	24,9%	11 597,7	24,9%	12 612,6	24,5%	13 826,2	24,8%	14 169,6	25,1%	3 347	30,9%
<b>Alentejo</b>	1 216,4	2,8%	1 357,2	2,9%	1 519,5	3,0%	1 751,4	3,1%	1 873,2	3,3%	657	54,0%
<b>Algarve</b>	15 903,4	36,6%	16 347,4	35,1%	17 792,4	34,6%	18 827,2	33,8%	18 835,7	33,3%	2 932	18,4%
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	1 063,8	2,4%	1 274,2	2,7%	1 543,6	3,0%	1 787,5	3,2%	1 789,3	3,2%	726	68,2%
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	5 895,6	13,6%	6 313,3	13,6%	7 000,0	13,6%	7 205,1	12,9%	7 029,5	12,4%	1 134	19,2%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

**Tabela 12 - Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia**

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Total</b>	43 507,7	100,0%	46 535,2	100,0%	51 395,1	100,0%	55 734,6	100,0%	56 561,3	100,0%	13 054	30,0%
<b>Hotéis</b>	29 678,9	68,2%	32 268,9	69,3%	36 235,2	70,5%	39 827,0	71,5%	40 469,8	71,6%	10 791	36,4%
<b>Pousadas e Quintas da Madeira</b>	596,1	1,4%	677,8	1,5%	746,8	1,5%	832,9	1,5%	840,2	1,5%	244	40,9%
<b>Hotéis-apartamentos</b>	6 857,3	15,8%	6 907,0	14,8%	7 550,0	14,7%	7 749,1	13,9%	7 770,7	13,7%	913	13,3%
<b>Aldeamentos turísticos</b>	2 020,8	4,6%	2 124,6	4,6%	2 425,3	4,7%	2 576,0	4,6%	2 638,4	4,7%	618	30,6%
<b>Apartamentos turísticos</b>	4 354,7	10,0%	4 556,8	9,8%	4 437,7	8,6%	4 749,6	8,5%	4 842,2	8,6%	488	11,2%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

### 3.2.5 - Estada Média nos Estabelecimentos Hoteleiros

Segundo a tabela 13, em 2018, a estada média<sup>10</sup> nos estabelecimentos hoteleiros foi de 2,77 noites. A região Autónoma da Madeira foi a região do país que apresentou o valor mais alto de estada média (5,26 noites), seguindo-se do Algarve (4,47 noites), a Região Autónoma dos Açores (2,93 noites), a Área Metropolitana de Lisboa (2,33 noites), o Norte (1,85 noites), o Alentejo (1,80 noites) e o Centro (1,73 noites). Relativamente aos estabelecimentos por tipologia segundo a tabela 14, os aldeamentos turísticos foram os que registaram o valor mais alto de estada média (4,86 noites), seguindo-se os apartamentos turísticos (4,76 noites), os hotéis-apartamentos (4,34 noites), os hotéis (2,42 noites) e por fim, as pousadas e Quintas da Madeira (2,25 noites).

De acordo com a tabela 13, é possível observar a evolução da estada média nos estabelecimentos hoteleiros por região, no período em estudo verifica-se que não existem alterações muito significativas. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu no Norte (3,35%) e o maior decréscimo na Região Autónoma da Madeira (-5,73%). Em relação aos estabelecimentos por tipologia, na tabela 14 verificaram-se alterações negativas e significativas de estada média nos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior decréscimo ocorreu nas pousadas e Quintas da Madeira (-39,19%) e o menor decréscimo nos hotéis-apartamentos (-2,47%).

---

<sup>10</sup> Estada média é a relação entre o número de dormidas e o número de hóspedes que deram origem a essas dormidas, no período de referência, na perspetiva da oferta. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

**Tabela 13 - Estada Média nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica**

Localização Geográfica	2014	2015	2016	2017	2018	Variação 2014-2018
	Nº de Noites	Nº de Noites	Nº de Noites	Nº de Noites	Nº de Noites	%
<b>Portugal</b>	2,90	2,86	2,86	2,82	2,77	-4,48%
<b>Continente</b>	2,69	2,65	2,65	2,63	2,58	-4,09%
<b>Norte</b>	1,79	1,80	1,83	1,84	1,85	3,35%
<b>Centro</b>	1,81	1,75	1,75	1,77	1,73	-4,42%
<b>A.M. Lisboa</b>	2,33	2,34	2,34	2,34	2,33	0,00%
<b>Alentejo</b>	1,78	1,79	1,81	1,79	1,80	1,12%
<b>Algarve</b>	4,58	4,57	4,63	4,61	4,47	-2,40%
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	3,08	2,98	3,03	3,01	2,93	-4,87%
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	5,58	5,53	5,45	5,26	5,26	-5,73%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

**Tabela 14 - Estada Média nos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia**

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2014	2015	2016	2017	2018	Variação 2014-2018
	Nº de Noites	Nº de Noites	Nº de Noites	Nº de Noites	Nº de Noites	%
<b>Total</b>	2,90	2,86	2,86	2,82	2,77	-4,48%
<b>Hotéis</b>	2,49	2,46	2,48	2,46	2,42	-2,81%
<b>Pousadas e Quintas da Madeira</b>	3,70	3,66	3,67	3,61	2,25	-39,19%
<b>Hotéis-apartamentos</b>	4,45	4,46	4,62	4,57	4,34	-2,47%
<b>Aldeamentos turísticos</b>	5,25	5,08	5,01	4,95	4,86	-7,43%
<b>Apartamentos turísticos</b>	5,03	5,07	5,07	4,79	4,76	-5,37%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

### 3.2.6 - Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros

Segundo a tabela 15, em 2018, os proveitos totais<sup>11</sup> dos estabelecimentos hoteleiros alcançaram 3,57 mil milhões de euros. A Área Metropolitana de Lisboa foi a região do país que apresentou os proveitos totais mais elevados, representando 31,9% do valor nacional, seguindo-se o Algarve (30,3%), o Norte (13,2%), a Região Autónoma da Madeira (11,2%), o Centro (7,6%), o Alentejo (3,1%) e a Região Autónoma dos Açores (2,6%). Relativamente aos estabelecimentos por tipologia segundo a tabela 16, os hotéis foram os que registaram o valor mais elevado de proveitos totais, representando 78,2%, seguindo-se os hotéis-apartamentos (10,8%), os apartamentos turísticos (4,8%), os aldeamentos turísticos (3,9%) e, por fim, as pousadas e Quintas da Madeira (2,2%).

De acordo com a tabela 15, é possível observar a evolução dos proveitos totais nos estabelecimentos hoteleiros por região, no período em estudo verifica-se que existem alterações positivas muito significativas. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu na Região Autónoma dos Açores (111,8%) e o menor acréscimo na Região Autónoma da Madeira (44,6%). Em relação aos estabelecimentos por tipologia, na tabela 16 verificam-se alterações muito significativas em relação aos proveitos totais nos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nos hotéis (73,5%) e o menor acréscimo nos apartamentos turísticos (52,9%).

---

<sup>11</sup> Proveitos totais são os valores resultantes da atividade dos meios de alojamento turístico: aposento, restauração e outros decorrentes da própria atividade. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

**Tabela 15 - Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica**

Localização Geográfica	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Portugal</b>	2 108 627	100,0%	2 394 019	100,0%	2 823 619	100,0%	3 323 544	100,0%	3 569 784	100,0%	1 461 157	69,3%
<b>Continente</b>	1 787 515	84,8%	2 032 353	84,9%	2 392 238	84,7%	2 842 827	85,5%	3 075 571	86,2%	1 288 056	72,1%
<b>Norte</b>	231 861	11,0%	279 575	11,7%	343 623	12,2%	413 651	12,4%	471 527	13,2%	239 666	103,4%
<b>Centro</b>	160 677	7,6%	184 221	7,7%	212 718	7,5%	257 896	7,8%	272 087	7,6%	111 410	69,3%
<b>A.M. Lisboa</b>	656 208	31,1%	751 475	31,4%	856 711	30,3%	1 047 840	31,5%	1 140 297	31,9%	484 089	73,8%
<b>Alentejo</b>	59 591	2,8%	68 820	2,9%	80 930	2,9%	97 918	2,9%	110 169	3,1%	50 578	84,9%
<b>Algarve</b>	679 178	32,2%	748 261	31,3%	898 256	31,8%	1 025 522	30,9%	1 081 491	30,3%	402 313	59,2%
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	44 620	2,1%	54 301	2,3%	70 679	2,5%	87 622	2,6%	94 513	2,6%	49 893	111,8%
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	276 492	13,1%	307 365	12,8%	360 702	12,8%	393 094	11,8%	399 701	11,2%	123 209	44,6%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

**Tabela 16 - Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia**

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2014		2015		2016		2017		2018		Variação 2014-2018	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>Total</b>	2 108 627	100,0%	2 394 019	100,0%	2 823 619	100,0%	3 323 544	100,0%	3 569 784	100,0%	1 461 157	69,3%
<b>Hotéis</b>	1 608 917	76,3%	1 848 945	77,2%	2 190 726	77,6%	2 606 951	78,4%	2 792 152	78,2%	1 183 235	73,5%
<b>Pousadas e Quintas da Madeira</b>	47 227	2,2%	57 875	2,4%	67 979	2,4%	78 175	2,4%	80 084	2,2%	32 857	69,6%
<b>Hotéis-apartamentos</b>	250 441	11,9%	264 343	11,0%	310 841	11,0%	347 590	10,5%	384 471	10,8%	134 030	53,5%
<b>Aldeamentos turísticos</b>	89 333	4,2%	94 517	3,9%	117 217	4,2%	132 581	4,0%	140 690	3,9%	51 357	57,5%
<b>Apartamentos turísticos</b>	112 711	5,3%	128 339	5,4%	136 856	4,8%	158 247	4,8%	172 387	4,8%	59 676	52,9%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

### **3.2.7 - Rendimento Médio por Quarto (RevPAR) nos Estabelecimentos Hoteleiros**

Segundo a tabela 17, em 2018, o rendimento médio por quarto disponível (RevPAR)<sup>12</sup> dos estabelecimentos hoteleiros foi de 53,8 euros. A Área Metropolitana de Lisboa foi a região do país que apresentou o valor mais elevado do rendimento médio por quarto (80,6 euros), seguindo-se o Algarve (54,6 euros), a Região Autónoma da Madeira (51,6 euros), o Norte (47,8 euros), a Região Autónoma dos Açores (40,0 euros), o Alentejo (35,6 euros) e o Centro (27,0 euros). Relativamente aos estabelecimentos por tipologia segundo a tabela 18, as pousadas e as Quintas da Madeira foram os estabelecimentos hoteleiros que registaram o valor mais elevado do rendimento médio por quarto (77,5 euros), seguindo-se os hotéis (56,7 euros), os hotéis-apartamentos (52,8 euros), os aldeamentos turísticos (38,8 euros) e os apartamentos turísticos (35,4 euros).

De acordo com a tabela 17, é possível observar a evolução do rendimento médio por quarto (RevPAR) dos estabelecimentos hoteleiros por região, no período em estudo, verifica-se que existem alterações positivas muito significativas. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu na Região Autónoma dos Açores (80,18%) e o menor acréscimo na Região Autónoma da Madeira (37,23%). Em relação aos estabelecimentos por tipologia, na tabela 18 verificam-se alterações positivas muito significativas em relação ao rendimento médio por quarto (RevPAR) nos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nos apartamentos turísticos (61,64%) e o menor acréscimo nas pousadas e Quintas da Madeira (26,95%).

---

<sup>12</sup> RevPAR (Revenue Per Available Room) é o rendimento por quarto disponível, medido pela relação entre os proveitos de aposento e o número de quartos disponíveis, no período de referência. (INE, Estatísticas do Turismo 2018)

**Tabela 17 - Rendimento Médio por Quarto (RevPAR) dos Estabelecimentos Hoteleiros, por Localização Geográfica**

Localização Geográfica	2014	2015	2016	2017	2018	Variação 2014-2018
	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	%
<b>Portugal</b>	34,5	39,1	44,6	51,7	53,8	55,94%
<b>Continente</b>	34,6	39,2	44,7	52,3	54,6	57,80%
<b>Norte</b>	27,3	32,1	38,1	45,0	47,8	75,09%
<b>Centro</b>	18,4	20,5	22,9	27,4	27,0	46,74%
<b>A.M. Lisboa</b>	50,1	56,0	61,5	74,0	80,6	60,88%
<b>Alentejo</b>	22,9	25,5	28,4	32,7	35,6	55,46%
<b>Algarve</b>	35,6	40,5	47,6	53,7	54,6	53,37%
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	22,2	26,8	32,3	37,4	40,0	80,18%
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	37,6	42,2	48,6	52,1	51,6	37,23%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

**Tabela 18 - Rendimento Médio por Quarto (RevPAR) dos Estabelecimentos Hoteleiros, por Tipologia**

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2014	2015	2016	2017	2018	Variação 2014-2018
	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	%
<b>Total</b>	34,5	39,1	44,6	51,7	53,8	55,94%
<b>Hotéis</b>	36,4	41,6	47,1	54,8	56,7	55,77%
<b>Pousadas e Quintas da Madeira</b>	61,1	67,8	77,5	80,7	77,5	26,95%
<b>Hotéis-apartamentos</b>	34,4	37,1	42,9	48,8	52,8	53,49%
<b>Aldeamentos turísticos</b>	27,4	30,1	34,1	38,5	38,8	41,61%
<b>Apartamentos turísticos</b>	21,9	25,1	29,2	33,8	35,4	61,64%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

### **3.2.8 - Síntese da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa**

Segundo a tabela 19, é possível observar a evolução dos diversos indicadores da indústria hoteleira portuguesa no período 2014-2018. É de salientar que os estabelecimentos hoteleiros em Portugal aumentaram a sua capacidade de alojamento em todas as regiões do país. A região Norte foi uma das regiões que mais cresceu em termos percentuais, apresentou o maior acréscimo da capacidade de alojamento (22,0%), apresentou o maior crescimento em relação ao número de estabelecimentos hoteleiros (31,6%), apresentou o segundo maior crescimento das dormidas (54,9%), apresentou o maior crescimento em relação à estada média (3,4%), o que resultou num dos mais elevados crescimentos em relação aos proveitos totais e rendimento médio por quarto (RevPAR), 103,4% e 75,1% respetivamente. A região Autónoma dos Açores apesar de apresentar taxas de crescimento no número de estabelecimentos hoteleiros e da capacidade de alojamento (18,3% e 21,8% respetivamente) inferiores à região Norte, é a região que obteve os maiores acréscimos em relação aos proveitos totais e ao rendimento médio por quarto (RevPAR), resultado do elevado crescimento do número de hóspedes (76,5%) e do número de dormidas (68,2%), em que é relativamente superior à região Norte.

Em geral, o Algarve e a Área Metropolitana de Lisboa dominam o setor hoteleiro em valores absolutos. O Algarve apresenta o maior número de estabelecimentos, a maior capacidade de alojamento, um maior número de hóspedes, o maior número de dormidas, e a seguir à Área Metropolitana de Lisboa, o Algarve apresenta os proveitos totais e rendimento médio por quarto (RevPAP) mais elevados do país. Estas duas regiões apesar de dominarem o setor hoteleiro em Portugal apresentam taxas de crescimento não tão elevadas em relação às outras regiões do país, isto porque são regiões em que a hotelaria está mais desenvolvida e por isso apesar de crescerem todos os anos, em termos percentuais esse valor não tem tanto impacto como em outras regiões em que a indústria é menos desenvolvida. A região do Algarve como depende maioritariamente do turismo, é a região que tende a investir mais nesse setor, ao contrário de outras regiões do país em que têm outros meios de subsistência e não necessitam tanto do turismo para sobreviver. Em termos absolutos as várias regiões do país à exceção do Algarve e Área Metropolitana de Lisboa apresentam valores muito inferiores em todos os indicadores analisados, mas apresentam taxas de crescimento muito elevadas, isto porque são regiões em que o setor

está pouco desenvolvido e ao longo dos anos (2014-2018) têm vindo a investir mais no setor hoteleiro.

Em todas as regiões do país o aumento do número de hóspedes e de dormidas superou o acréscimo da capacidade de alojamento, o que é positivo relativamente à evolução do setor.

Segundo a tabela 20, é possível observar a evolução dos diversos indicadores da indústria hoteleira em Portugal no período 2014-2018, é de salientar que existem variações bastante significativas em relação à tipologia dos estabelecimentos hoteleiros em Portugal, pode-se verificar que existiu um aumento no número de estabelecimentos em todos os tipos de estabelecimento hoteleiro, contudo em termos percentuais os hotéis foram os que aumentaram em maior quantidade (24,9%).

Em todos os tipos de estabelecimentos hoteleiros, verificaram-se acréscimos de dormidas superiores aos acréscimos de capacidade de alojamento, em destaque para pousadas e Quintas da Madeira que apresentaram o maior crescimento das dormidas (40,9%) e os hotéis que apresentaram o maior crescimento da capacidade de alojamento (17,3%).

O aumento do número de estabelecimentos hoteleiros refletiu-se no aumento do número de hóspedes e dormidas, pelo que é algo bastante positivo.

A evolução dos proveitos totais é bastante positiva, aumentando mais de metade em todos os tipos de estabelecimentos hoteleiros, sendo os hotéis os que apresentam o maior crescimento (73,5%).

De um modo geral, apesar das pousadas e Quintas da Madeira apresentarem os maiores acréscimos de dormidas e de hóspedes em termos percentuais, os hotéis apresentam os maiores acréscimos em relação aos proveitos totais, isto porque são estabelecimentos de grande dimensão pelo que é normal gerarem mais proveitos ou mais despesas do que os restantes tipos de estabelecimentos. Em relação aos vários indicadores analisados, os hotéis apresentam variações positivas elevadas e ao mesmo tempo são os estabelecimentos hoteleiros que apresentam os valores mais elevados (em termos absolutos) no número de estabelecimentos, capacidade de alojamento, hóspedes, dormidas e proveitos totais.

**Tabela 19 - Síntese dos Indicadores da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa (variação 2014/2018), por Localização Geográfica**

Localização Geográfica	Número de Estabelecimentos Hoteleiros	Capacidade de Alojamento	Hóspedes	Dormidas	Estada Média	Proveitos Totais	Rendimento médio por quarto (RevPAR)
	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018
	%	%	%	%	%	%	%
<b>Portugal</b>	20,3%	12,7%	36,5%	30,0%	-4,5%	69,3%	55,9%
<b>Continente</b>	21,1%	12,3%	36,3%	30,6%	-4,1%	72,1%	57,8%
<b>Norte</b>	31,6%	22,0%	50,5%	54,9%	3,4%	103,4%	75,1%
<b>Centro</b>	26,1%	18,6%	49,6%	42,5%	-4,4%	69,3%	46,7%
<b>A.M. Lisboa</b>	25,0%	14,8%	31,0%	30,9%	0,0%	73,8%	60,9%
<b>Alentejo</b>	17,9%	16,9%	52,3%	54,0%	1,1%	84,9%	55,5%
<b>Algarve</b>	6,9%	5,4%	21,2%	18,4%	-2,4%	59,2%	53,4%
<b>Região Autónoma dos Açores</b>	18,3%	21,8%	76,5%	68,2%	-4,9%	111,8%	80,2%
<b>Região Autónoma da Madeira</b>	13,7%	12,8%	26,6%	19,2%	-5,7%	44,6%	37,2%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

**Tabela 20 - Síntese dos Indicadores da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa (variação 2014/2018), por Tipologia**

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	Número de Estabelecimentos Hoteleiros	Capacidade de Alojamento	Hóspedes	Dormidas	Estada Média	Proveitos Totais	Rendimento médio por quarto (RevPAR)
	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018	Variação 2014/2018
	%	%	%	%	%	%	%
<b>Total</b>	20,3%	12,7%	36,5%	30,0%	-4,5%	69,3%	55,9%
<b>Hotéis</b>	24,9%	17,3%	40,2%	36,4%	-2,8%	73,5%	55,8%
<b>Pousadas e Quintas da Madeira</b>	7,0%	6,7%	44,0%	40,9%	-39,2%	69,6%	26,9%
<b>Hotéis-apartamentos</b>	4,8%	3,1%	16,3%	13,3%	-2,5%	53,5%	53,5%
<b>Aldeamentos turísticos</b>	21,7%	16,8%	41,0%	30,6%	-7,4%	57,5%	41,6%
<b>Apartamentos turísticos</b>	8,2%	-1,1%	17,5%	11,2%	-5,4%	52,9%	61,6%

Fonte: INE (2020), [www.ine.pt](http://www.ine.pt)

Correia (2015) realizou um estudo semelhante no setor hoteleiro, durante o período de 2009-2013. Comparando os resultados do setor hoteleiro em Portugal obtidos por Correia (2015) no período 2009-2014 e os dados obtidos no presente estudo durante o período 2014-2018, é possível verificar que existem diferenças muito significativas relativamente à evolução dos indicadores hoteleiros estudados. Em Portugal, o número de estabelecimentos hoteleiros durante o período de 2009-2013 cresceu em 1,0%, enquanto que durante o período de 2014-2018, este valor cresceu significativamente cerca de 20,3%. A capacidade de Alojamento cresceu 8,8% durante 2009-2013, enquanto que no período 2014-2018 este indicador cresceu 12,8%. O número de hóspedes cresceu 11,2% durante o período 2009-2013, enquanto que cresceu 36,5% durante o período 2014-2018. O aumento do número de hóspedes é mais significativo no período 2014-2018. O número de dormidas cresceu 14,0% durante o período 2009-2013, enquanto que durante o período 2014-2018 cresceu 30%. A estada média durante o período 2009-2013 cresceu 3,6%, enquanto que durante o período 2014-2018 este indicador decresceu -4,5%, ou seja, durante o período 2014-2018 o número de hóspedes aumentou significativamente, mas os hóspedes tendiam a permanecer hospedados em períodos mais curtos de tempo. Os proveitos totais cresceram em cerca de 10,8% durante o período 2009-2013, enquanto que cresceu 69,3% no período 2014-2018. O crescimento do valor dos proveitos totais aumentou mais significativamente no período 2014-2018, a que não será alheio o aumento do número de hóspedes e de dormidas nesse período. O Rendimento médio por quarto cresceu em cerca de 7,5% durante o período 2009-2013, enquanto que durante o período 2014-2018 este valor cresceu em 55,9%.

De um modo geral, os indicadores hoteleiros em Portugal durante o período 2014-2018 apresentam taxas de crescimento muito superiores às taxas obtidas no estudo de Correia (2015), relativamente ao período de 2009-2013, à exceção da estada média. Esta grande diferença de resultados entre os dois períodos pode ser explicada pela crise financeira existente durante o período do estudo de 2009-2013. Em períodos de crise financeira, tende a existir uma desaceleração da economia resultando numa diminuição do investimento e uma diminuição no consumo, afetando assim os resultados gerados pelas empresas nos diversos setores de atividade. No período pós crise analisado 2014-2018 é possível verificar que os indicadores das empresas hoteleiras cresceram a um ritmo mais acelerado e significativo.

## **CAPÍTULO 4 - METODOLOGIA DE ESTUDO**

### **4.1 - Hipóteses de Estudo**

Neste estudo serão investigados os seguintes determinantes: rendibilidade, tangibilidade, dimensão, poupança fiscal não associada à dívida, crescimento, reputação, crescimento do PIB e inflação.

#### **Rendibilidade**

A rendibilidade é uma das variáveis explicativas mais investigadas no que se refere à teoria da estrutura de capital, que tem como função analisar o impacto da rendibilidade na dívida. Relativamente à teoria do *trade-off*, os autores DeAngelo e Masulis (1980) defenderam que a rendibilidade está positivamente associada ao nível de endividamento, isto porque consideram que o endividamento só é benéfico quando as empresas podem usufruir da vantagem de dedução dos juros. Em relação à teoria da *pecking order* os autores Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) apresentam outra perspetiva, defenderam uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível de endividamento, isto porque consideram que as empresas com maiores níveis de rendibilidade preferem recorrer ao autofinanciamento ao invés da dívida.

Existem muitos estudos sobre a estrutura de capital, Chittenden *et al.* (1996), Michaelas *et al.* (1999), Cassar e Holmes (2003), Hall *et al.* (2004), Psillaki e Daskalakis, (2009), Vieira e Novo (2010), Devesa e Esteban (2011), Jõeveer (2013), Gual (2014), Serrasqueiro e Nunes (2014), Köksal e Orman (2015), Pacheco e Tavares (2016) e Bernardo *et al.* (2018), que sugerem a seguinte relação entre a rendibilidade e o endividamento:

Hipótese 1: A rendibilidade está negativamente associada com a dívida.

#### **Tangibilidade**

A tangibilidade é uma das variáveis explicativas mais estudadas no que se refere à teoria da estrutura de capital, visando analisar o impacto dos ativos tangíveis na dívida. De

acordo com a teoria do *trade-off*, a tangibilidade do ativo tem uma relação positiva com o nível de endividamento. Segundo Myers e Majluf (1984) quanto maior for o valor dos ativos tangíveis maior será o valor da colateral, por sua vez, terá acesso a maior nível de financiamento externo; os ativos tangíveis servem de garantia em caso de falência ou incumprimento por parte da empresa. De acordo com Jensen e Meckling (1976) a existência de garantias para o financiamento, redundará numa redução dos custos de agência e dos problemas de assimetria de informação. Assim sendo, prevê-se uma relação positiva entre os ativos tangíveis e o nível de endividamento. Por sua vez, DeAngelo e Masulis (1980) apresentam uma perspectiva diferente, pois admitem que existe uma relação negativa entre a tangibilidade e o endividamento, motivada pelo volume de amortizações dos ativos.

De acordo com os autores, Chittenden *et al.* (1996), Michaelas *et al.* (1999), Zhang (2010), Serrasqueiro e Nunes (2014), Köksal e Orman (2015), Bernardo *et al.* (2018) e Botta (2019) sugere-se a seguinte relação entre a tangibilidade e o endividamento:

Hipótese 2: A tangibilidade está positivamente associada com a dívida.

### **Dimensão**

A dimensão é um determinante muito importante para o estudo da estrutura de capital. Segundo a teoria dos custos de agência as empresas de maior dimensão são mais diversificadas (Ang (1992)), apresentam resultados mais elevados em relação às empresas de menor dimensão, tem maior credibilidade perante as entidades financeiras, o que facilitará a obtenção de financiamento e terá menores custos de falência.

De acordo com Chittenden *et al.* (1996), Michaelas *et al.* (1999), Cassar e Holmes (2003), Psillaki e Daskalakis (2009), Vieira e Novo (2010), Zhang (2010), Devesa e Esteban (2011), Salehi e Manesh (2012), Gual (2014), Serrasqueiro e Nunes (2014), Köksal e Orman (2015), Bernardo *et al.* (2018) e Huong (2018), sugere-se a seguinte relação entre a dimensão e o endividamento:

Hipótese 3: A dimensão da empresa está positivamente associada com a dívida.

### **Poupança Fiscal não associada à dívida**

No âmbito da teoria do efeito fiscal e de acordo com DeAngelo e Masulis (1980), a poupança fiscal não está somente relacionada com a dívida, defendem que também existem outros fatores, tais como: amortizações e depreciações dos ativos, o crédito fiscal para o investimento e as contribuições para fundos de pensões. De acordo, com o referido estudo, quanto maior for o valor da poupança fiscal não associada à dívida menor será a necessidade de as empresas recorrerem ao endividamento, portanto defendem que a poupança fiscal não associada à dívida está negativamente relacionada com a dívida.

De acordo com Serrasqueiro e Nunes (2014) e Gual (2014) sugere-se a seguinte relação entre a poupança fiscal não associada à dívida e o endividamento:

Hipótese 4: A poupança fiscal não associada à dívida está negativamente associada com a dívida.

### **Crescimento**

Com base em argumentos de agência, o crescimento apresenta uma relação negativa com o endividamento (Jensen, 1986). Por sua vez, Myers (1984) defende que a existência de uma relação negativa entre o crescimento e a dívida ocorre quando a empresa possui recursos próprios suficientes para os seus investimentos e assim não necessita recorrer a dívida. No âmbito da teoria da *pecking order*, uma empresa em crescimento tem maior necessidade de obter financiamento, por vezes, é obrigada a recorrer a dívida, resultando numa relação positiva entre o crescimento e o endividamento.

De acordo com os autores, Baptista (1997), Michaelas *et al.* (1999), Cassar e Holmes (2003) e Devesa e Esteban (2011), sugere-se a seguinte relação entre o crescimento e o endividamento:

Hipótese 5: O crescimento está positivamente associado com a dívida.

## **Reputação**

Uma empresa com maior longevidade já teve oportunidade de demonstrar a sua credibilidade perante os credores e as várias entidades financeiras, o que facilitará a obtenção de financiamento. Porém, de acordo com Hall *et al.* (2000) a capacidade de uma empresa acumular fundos próprios tende a aumentar ao longo do tempo, resultando numa menor necessidade de recorrer ao endividamento. Esta relação é defendida pela teoria da *pecking-order*.

De acordo com Chittenden *et al.* (1996), Michaelas *et al.* (1999), Vieira e Novo (2010) e Pacheco e Tavares (2016), sugere-se a seguinte relação entre a reputação e o endividamento:

Hipótese 6: A reputação da empresa está negativamente associada com a dívida.

## **Crescimento do PIB**

A influência de variáveis macroeconómicas na estrutura de capital tem sido investigada ao longo do tempo, nomeadamente o crescimento do PIB, que é uma das principais variáveis macroeconómicas.

Os autores Bernardo *et al.* (2018) e Köksal e Orman (2015), defendem que existe uma relação negativa entre o crescimento do PIB e o endividamento, isto porque em períodos de crescimento do PIB, espera-se que as empresas gerem recursos internos para se financiarem, o que suporta a hierarquização das fontes de financiamento prevista pela teoria da *peking order*. Contudo, pode constituir um estímulo para abraçar novos investimentos, cujo financiamento em capital alheio poderá ser facilitado, por expansão da economia.

De acordo, com Salehi e Manesh (2012), Jõeveer (2013) e Rehman (2016), sugere-se a seguinte relação entre o crescimento do PIB e o endividamento:

Hipótese 7: O crescimento do PIB está positivamente associado com a dívida.

## **Inflação**

A inflação é uma variável macroeconómica muito sensível, sendo que alguma variação acarretará consequências sérias para os países e, por sua vez, para as empresas. Um aumento da inflação leva, por sua vez, ao aumento das taxas de juro, o que estimulará a poupança, mas simultaneamente aumenta o risco do negócio e o capital alheio torna-se mais oneroso, podendo levar as empresas à falência, pelo que Rehman (2016), defende a existência de uma relação negativa entre a inflação e a estrutura de capital.

A defesa de uma relação positiva entre a inflação e o endividamento, baseia-se no facto de um aumento da taxa de inflação contribuir para o desaceleramento da economia, causando uma redução na geração de recursos próprios por parte das empresas e, por sua vez, necessidade de financiamento externo (Bernado *et al.* (2018)).

De acordo com Salehi e Manesh (2012), Köksal e Orman (2015), Bernardo *et al.* (2018) e Huong (2018) sugere-se a seguinte relação entre a taxa de inflação e o endividamento:

Hipótese 8: A inflação está positivamente associada com a dívida.

## 4.2 - Base de Dados, Amostra e Variáveis

Os dados utilizados neste estudo foram retirados da base de dados Amadeus fornecida por Bureau Van Dijk. Esta base de dados contém informação financeira de cerca de 21 milhões de empresas europeias. As empresas que compõe a amostra deste estudo satisfazem as condições de PME previstas na Recomendação da Comissão Europeia 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003. Neste enquadramento, as PME definem-se como tendo: número de trabalhadores inferior 250, volume de negócios anual que não excede 50 milhões de euros ou balanço total anual que não excede os 43 milhões de euros.

A amostra inicialmente era constituída por 2811 empresas portuguesas do setor hoteleiro. Após a análise dessa amostra, obteve-se uma amostra constituída por 1213 PME. Antes de ter sido depurada, 1213 PME tinham capitais próprios positivos em todos os anos e 193 PME apresentavam capitais próprios negativos. As empresas com capitais próprios negativos são consideradas empresas falidas e, por essa razão, este grupo de empresas foi retirado da amostra final. Contudo, algumas empresas não apresentam valores disponíveis em alguns anos para todas as variáveis, pelo que o número de observações final é de 4.437. No tratamento estatístico foi utilizado o software Stata.

A estrutura de capital das PME do setor hoteleiro em Portugal é definida através da variável dependente endividamento total. As variáveis independentes consideradas são: rendibilidade, tangibilidade, dimensão, poupança fiscal não associada à dívida, crescimento, reputação, crescimento do PIB e inflação.

Na tabela 21 são apresentadas as variáveis a investigar neste estudo e respetivos indicadores.

**Tabela 21 - Variável Dependente e Variáveis Independentes**

Variáveis	Definição	Indicadores
<b>Dependente:</b>		
	Endividamento	(Passivo Corrente + Passivo Não Corrente)
$ET_{i,t}$	Total	Ativo Total

**Tabela 22 - Variável Dependente e Variáveis Independentes**

Variáveis	Definição	Indicadores
<b>Independentes:</b>		
$REND_{i,t}$	Rendibilidade	$\frac{RAJI}{\text{Ativo Total}}$
$TANG_{i,t}$	Tangibilidade	$\frac{\text{Ativo Fixo Tangível}}{\text{Ativo Total}}$
$DIM_{i,t}$	Dimensão	Log (Volume de Negócios)
$PFNAD_{i,t}$	Poupança Fiscal não associada à dívida	$\frac{\text{Depreciações}}{\text{Ativo Total}}$
$CRES_{i,t}$	Crescimento	$\frac{(\text{Ativo Total}_t - \text{Ativo Total}_{t-1})}{\text{Ativo Total}_{t-1}}$
$REP_{i,t}$	Reputação	Log (Nº de anos da empresa)
$CRESPIB_{i,t}$	Crescimento	Taxa de crescimento do PIB nominal
$INF_{i,t}$	Inflação	Taxa de inflação média anual (taxa inflação da classe 11 – Restaurantes e hotéis, segundo as classes da COICOP <sup>13</sup> )

Fonte: Elaboração Própria.

<sup>13</sup> COICOP – Classificação do Consumo Individual por Objetivo. (INE, Índice de Preços no Consumidor 2018)

### 4.3 - Modelos de Dados em Painel

No presente estudo, o poder explicativo que as variáveis independentes têm sobre a variável dependente, foi investigado recorrendo a modelos de regressão linear múltipla de dados em painel, durante o período de 2014-2018. Os modelos de dados em painel têm algumas vantagens em relação aos modelos de dados seccionais. Marques (2010) defende que têm diversas vantagens, nomeadamente permite revelar a heterogeneidade individual, permite utilizar maior quantidade de informação e maior número de graus de liberdade.

O modelo de regressão linear múltipla de dados em painel utilizado no estudo é o seguinte:

$$ET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 REND_{i,t} + \beta_2 TANG_{i,t} + \beta_3 DIM_{i,t} + \beta_4 PFNAD_{i,t} + \beta_5 CRES_{i,t} + \beta_6 REP_{i,t} + \beta_7 CRESCPIB_{i,t} + \beta_8 INF_{i,t} + \mu_{i,t}$$

$i = 1, \dots, 1213$  – Número de empresas;  $t = 2014, \dots, 2018$  – Período de tempo.

Sendo que  $i$  representa cada uma das empresas da amostra,  $t$  representa cada um dos anos em estudo e  $\mu$  representa o termo de erro.

O método de estimação escolhido é validado através dos testes de Wald Modificado (testes à heterocedasticidade), Multiplicador de Lagrange de Breush e Pagan (LM) (teste aos efeitos individuais das empresas), Hausman (teste aos efeitos fixos e aleatórios) e Wooldridge (teste à autocorrelação), sabendo que:

- O teste Wald Modificado tem como hipótese nula  $\sigma_i^2 = \sigma^2$  e testa a heterocedasticidade entre as empresas no modelo de efeitos fixos.
- O teste LM analisa a relevância dos efeitos individuais das empresas para verificar se o modelo mais adequado para testar o poder explicativo do endividamento das empresas da indústria hoteleira é a regressão de dados em painel ou a regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários (Pooled OLS).
- O teste de Hausman faz uma comparação entre o modelo de dados em painel de efeitos fixos e aleatórios. O modelo de dados em painel de efeitos fixos admite

que os efeitos individuais das empresas se encontram correlacionados com as variáveis independentes, enquanto o modelo de dados em painel de efeitos aleatórios admite que os efeitos individuais das empresas não se encontram correlacionados com as variáveis independentes.

- O teste de Wooldridge analisa a presença de autocorrelação de primeira ordem nos resíduos em modelos de dados em painel.
- O teste F é um teste de significância conjunta dos coeficientes específicos das empresas e dos coeficientes externos às empresas, sob a hipótese nula de ausência de relação.

## CAPÍTULO 5 - APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 5.1 - Estatísticas Descritivas

As estatísticas descritivas da variável dependente e das variáveis independentes estão apresentadas na tabela 22. Observa-se que as PME do setor hoteleiro da amostra financiam-se maioritariamente com capital próprio (52,27%). A rentabilidade das empresas, em média, representa 7,12% do ativo total. Os ativos tangíveis das empresas representam, em média, 56,06% do ativo total. A dimensão média das empresas da amostra é de 387,9 milhares de euros. As depreciações e amortizações apresentam, em média, 5,02% do ativo total. As empresas da amostra apresentam, em média, uma taxa de crescimento anual do ativo total de 47,19%. As empresas em estudo apresentam uma idade média de, aproximadamente, 17 anos sendo que a empresa mais antiga tem 107 anos. A taxa de crescimento média anual do PIB é de 4,19%. A taxa de inflação média das empresas do setor hoteleiro é de 2,34%. Relativamente ao valor dos desvios padrões, é possível observar uma forte dispersão no valor da variável crescimento.

A tabela 22 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis em estudo.

**Tabela 23 - Estatísticas Descritivas**

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão
$ET_{i,t}$	4.852	0.4773	0,2800
$REND_{i,t}$	4.834	0,0712	0,1476
$TANG_{i,t}$	4.738	0,5606	0,3312
$DIM_{i,t}$	4.753	2,5887	0,8294
$PFNAD_{i,t}$	4.476	0,0502	0,0432
$CRES_{i,t}$	4.852	0,4719	8,8988
$REP_{i,t}$	4.852	1,2330	0,3602
$CRESCPIB_{i,t}$	4.852	0,0419	0,0052
$INF_{i,t}$	4.852	0,0234	0,0088

Nota: A definição das variáveis encontra-se na tabela 21.

Fonte: Elaboração própria.

## 5.2 - Matriz de Correlações

A tabela 23 apresenta os resultados da matriz de correlações entre a variável dependente e as variáveis independentes deste estudo.

Na tabela 23 verifica-se que a variável rendibilidade está negativamente correlacionada com o endividamento total, a um nível de significância de 1%. A variável tangibilidade está positivamente correlacionada com o endividamento total, a um nível de significância de 1%. A variável dimensão esta positivamente correlacionada com o endividamento total, a um nível de significância de 1%. A poupança fiscal não associada à dívida não está correlacionada com o endividamento total. A variável crescimento está positivamente correlacionada com o endividamento total, a um nível de significância de 5%. A variável reputação está negativamente correlacionada com o endividamento total, a um nível de significância de 1%. A variável crescimento do PIB está negativamente correlacionada com o endividamento total, a um nível de significância de 10%. Por fim, a variável inflação está negativamente correlacionada com o endividamento total, a um nível de significância de 5%.

A tabela 23 apresenta a matriz de correlações entre as variáveis estudadas.

**Tabela 24 - Matriz de Correlações**

	ET <sub>i,t</sub>	REND <sub>i,t</sub>	TANG <sub>i,t</sub>	DIM <sub>i,t</sub>	PFNAD <sub>i,t</sub>	CRES <sub>i,t</sub>	REP <sub>i,t</sub>	CRESCPIB <sub>i,t</sub>	INF <sub>i,t</sub>
ET <sub>i,t</sub>	1,0000								
REND <sub>i,t</sub>	-0,1950***	1,0000							
TANG <sub>i,t</sub>	0,2126***	-0,2644***	1,0000						
DIM <sub>i,t</sub>	0,0847***	0,1853***	0,0429***	1,0000					
PFNAD <sub>i,t</sub>	-0,0195	0,0230	0,1939***	0,0270*	1,0000				
CRES <sub>i,t</sub>	0,0302**	0,0228	-0,0159	-0,0256*	-0,0176	1,0000			
REP <sub>i,t</sub>	-0,2669***	-0,0667***	0,0121	0,0930***	-0,0309**	-0,1202***	1,0000		
CRESCPIB <sub>i,t</sub>	-0,0272*	0,0634***	-0,0144	0,0510***	-0,0075	-0,0156	0,0515***	1,0000	
INF <sub>i,t</sub>	-0,0349**	0,0744***	-0,0162	0,0637***	-0,0085	-0,0296**	0,0654***	0,9108***	1,0000

Nota: \*\*\* indica um nível de significância de 1%, \*\* indica um nível de significância de 5%, \* indica um nível de significância de 10%.

A definição das variáveis encontra-se na tabela 21.

Fonte: Elaboração própria.

### 5.3 - Determinantes da Estrutura de Capital

Neste capítulo são apresentados os resultados das estimações realizadas, visando identificar os determinantes da estrutura de capital das PME do setor hoteleiro em Portugal.

O método de estimação escolhido é validado através de vários testes, visando verificar os seguintes pressupostos: multicolinearidade das variáveis explicativas, heterocedasticidade e autocorrelação.

A **multicolinearidade** consiste na inexistência de dependência linear entre as variáveis explicativas do modelo. Na matriz de correlações (tabela 23) é possível verificar que entre as variáveis independentes, os valores dos coeficientes são baixos, todos são inferiores a 50% e os valores do teste VIF (Variance Inflation Factor) são todos inferiores a 10, indiciando a inexistência de problemas de multicolinearidade.

A tabela 24 apresenta os resultados do teste VIF.

**Tabela 25 - Resultados do Teste VIF**

Variáveis	REND	TANG	DIM	PFNAD	REP	CRESC	CRESCPIB	INF	Média
	1,17	1,16	1,06	1,05	1,03	1,01	5,88	5,90	2,28

Nota: A definição das variáveis encontra-se na tabela 21.

Fonte: Elaboração própria.

Para testar a **heterocedasticidade** foi realizado o teste Breush-Pagan/Cook-Weisberg. Este teste considera a seguinte hipótese nula: as variâncias dos termos de erro são constantes (homocedasticidade) e como hipótese alternativa: as variâncias dos termos de erro não são constantes (heterocedasticidade). O resultado do teste, sugere que não se rejeita a hipótese nula, confirmando a existência de homocedasticidade.

A tabela 25 apresenta os resultados do teste à heterocedasticidade.

**Tabela 26 - Resultados do Teste Breush-Pagan/Cook-Weisberg**

Teste Breush-Pagan/Cook-Weisberg		Endividamento Total
	Valor Estatístico	0,03
	Significância	0,8716

Fonte: Elaboração própria.

A existência de **autocorrelação** consiste no facto de as variáveis aleatórias residuais possuírem correlação entre si. Para poder confirmar a existência de autocorrelação entre as variáveis recorreu-se ao teste Wooldridge. Este teste considera como hipótese nula: a inexistência de autocorrelação de primeira ordem entre as variáveis e como hipótese alternativa: a existência de autocorrelação de primeira ordem entre as variáveis. O resultado do teste conduz à rejeição da hipótese nula, confirmando a existência de autocorrelação de primeira ordem entre as variáveis.

A tabela 26 apresenta os resultados do teste à autocorrelação.

**Tabela 27 - Resultados do Teste Wooldridge**

Teste de Wooldridge		Endividamento Total
	Valor Estatístico	219,896
	Significância	0,0000

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com a metodologia dos dados em painel, na fase seguinte estuda-se qual o modelo mais adequado: modelo de efeitos fixos ou modelo de efeitos aleatórios através do teste de Huasman.

O teste de **Hausman** faz uma comparação entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios de modo a escolher o modelo mais adequado. Este teste considera a hipótese nula: ausência de correlação entre os efeitos individuais não observáveis das empresas e as variáveis independentes (modelo de efeitos aleatórios), e como hipótese alternativa: a existência de correlação entre os efeitos individuais não observáveis das empresas e as variáveis independentes (modelo de efeitos fixos). A hipótese nula não é

rejeitada pelo que o modelo de efeitos aleatórios será preferível ao modelo de efeitos fixos.

Segue-se, o estudo da verificação de qual o modelo mais adequado: modelo de efeitos aleatórios ou OLS (Método dos Mínimos Quadrados Ordinários).

O teste de **Breush-Pagan (Multiplicador de Lagrange)** estabelece uma comparação entre o modelo de efeitos aleatórios de dados em painel e o modelo Pooled OLS, de modo a identificar o mais adequado, tendo em conta a relevância dos efeitos individuais das empresas sobre o poder explicativo do endividamento das empresas. O teste sugere que a hipótese nula é rejeitada, confirmando que o modelo de efeitos aleatórios é o modelo mais adequado.

A tabela 27 apresenta os resultados do teste de Breush-Pagan (Multiplicador de Lagrange).

**Tabela 28 - Resultados do Teste de Breush-Pagan (Multiplicador de Lagrange)**

<b>Teste de Breush-Pagan (Multiplicador de Lagrange)</b>		<b>Endividamento Total</b>
	Chibar2	4.616,65
	Prob > Chibar2	0,0000

Fonte: Elaboração própria.

Face ao exposto anteriormente e atendendo a que existe autocorrelação, adota-se neste estudo o modelo de efeitos aleatórios com correção da autocorrelação de 1ª ordem (xtregar). Não haverá necessidade de recorrer à regressão robusta pois o modelo é homocedástico.

A tabela 28 apresenta os resultados da estimação do modelo.

**Tabela 29 - Determinantes do Endividamento Total**

<b>Variáveis Independentes</b>	<b>Efeitos Aleatórios (AR1)</b>
REND <sub>i,t</sub>	-0,37816***
TANG <sub>i,t</sub>	0,11781***
DIM <sub>i,t</sub>	0,04507***

**Tabela 30 - Determinantes do Endividamento Total**

Variáveis Independentes	Efeitos Aleatórios (AR1)
PFNAD <sub>i,t</sub>	-0,38287***
CRES <sub>i,t</sub>	0,00016
REP <sub>i,t</sub>	-0,26204***
CRESCPIB <sub>i,t</sub>	1,09598**
INF <sub>i,t</sub>	-0,63594***
Observações	4.437
R <sup>2</sup> (Within)	0,1805
Wald Modificado	899,34***
Prob>Wald chi2	0,0000

Nota: \*\*\* indica um nível de significância de 1%, \*\* indica um nível de significância de 5%, \* indica um nível de significância de 10%.

A definição das variáveis encontra-se na tabela 21.

Fonte: Elaboração Própria.

O apêndice 2 apresenta de forma mais completa os resultados do modelo.

Observando os resultados do modelo estimado, conclui-se que o modelo é globalmente significativo e que o conjunto de variáveis independentes explica cerca de 18% do nível de endividamento total das empresas da amostra.

Todas as variáveis são estatisticamente significativas à exceção do crescimento, apesar de apresentar uma relação positiva com o endividamento total, não apresenta significância estatística. Verifica-se que a variável rendibilidade apresenta uma relação negativa com o endividamento total, a um nível de significância de 1%. A tangibilidade do ativo apresenta uma relação positiva com o endividamento total, a um nível de significância de 1%. A relação entre a dimensão e o endividamento total é positiva, a dimensão é a variável com menor poder explicativo sobre o endividamento, a um nível de significância de 1%. A poupança fiscal não associada à dívida revela uma relação negativa com o endividamento total, a um nível de significância de 1%. Verifica-se uma relação negativa entre a reputação das empresas e o endividamento total, a um nível de significância de 1%. Relativamente às variáveis macroeconômicas, o crescimento do PIB apresenta uma relação positiva em relação ao endividamento total, a um nível de significância de 5% e foi a variável que apresentou maior poder explicativo. A inflação mostra uma relação negativa com o endividamento total, a um nível de significância de 1%.

## 5.4 - Síntese dos Resultados e Discussão

Os resultados das relações entre os determinantes da estrutura de capital e o endividamento total das PME do setor hoteleiro em Portugal, estão apresentados na tabela 29, com base nos modelos de dados em painel de efeitos aleatórios.

**Tabela 31 - Síntese das Relações Observadas Entre os Determinantes e o Endividamento e Síntese dos Resultado das Hipóteses.**

Determinantes	Endividamento Total		
	Relação Observada	Hipótese	Resultado
$REND_{i,t}$	-	Hipótese 1	Não rejeita
$TANG_{i,t}$	+	Hipótese 2	Não rejeita
$DIM_{i,t}$	+	Hipótese 3	Não rejeita
$PFNAD_{i,t}$	-	Hipótese 4	Não rejeita
$CRES_{i,t}$	n.s.	Hipótese 5	
$REP_{i,t}$	-	Hipótese 6	Não rejeita
$CRESCPIB_{i,t}$	+	Hipótese 7	Não rejeita
$INF_{i,t}$	-	Hipótese 8	Rejeita

Nota: + = relação positiva entre o determinante e o endividamento total, - = relação negativa entre o determinante e o nível de endividamento, n.s. = estatisticamente não significativa.

A definição das variáveis encontra-se na tabela 21.

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados demonstram que somente a variável inflação não vai ao encontro da relação esperada, ou seja, os resultados de todas as variáveis confirmam as relações previstas nas hipóteses, à exceção da variável inflação, cujo resultado conduz à rejeição da hipótese 8.

A variável rendibilidade apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com o endividamento, pelo que não se rejeita a hipótese 1. Esta relação é idêntica à prevista em muitos estudos, nomeadamente nos estudos de Chittenden *et al.* (1996), Vieira e Novo (2010), Köksal e Orman (2015) e Bernardo *et al.* (2018). De acordo com os resultados, é possível concluir que quanto maior for o nível de rendibilidade das

empresas menor propensão terão para se endividarem, suportando a teoria da *pecking order*.

A variável tangibilidade do ativo é estatisticamente significativa e está positivamente relacionada com o endividamento, pelo que não se rejeita a hipótese 2. Esta relação vai de encontro aos estudos de Chittenden *et al.* (1996), Zhang (2010), Serrasqueiro e Nunes (2014) e Botta (2019). De acordo com os resultados conclui-se que quanto maior for o valor dos ativos maior será o nível de endividamento. As empresas ao disponibilizarem os seus ativos como garantia, podem reduzir problemas de falência e de informação assimétrica, o que facilitará a obtenção de financiamento. Esta relação é suportada pelas teorias de *trade-off* e *pecking order*.

A dimensão é estatisticamente significativa e apresenta uma relação positiva com o endividamento, pelo que não se rejeita a hipótese 3. Esta relação vai de encontro aos estudos de Cassar e Holmes (2003), Devesa e Esteban (2011), Gual (2014) e Huong (2018). De acordo com os resultados, é possível concluir que quanto maior for a dimensão da empresa maior será o seu nível de endividamento. As empresas de maior dimensão tendem a ter menores custos de falência e maior credibilidade perante as entidades financeiras, o que facilitará na obtenção de crédito. Esta relação vai de encontro à teoria de *trade-off*.

A poupança fiscal não associada à dívida é estatisticamente significativa e apresenta uma relação negativa com o endividamento, pelo que não se rejeita a hipótese 4. Esta relação é idêntica à observada nos estudos de Serrasqueiro e Nunes (2014) e Gual (2014). Suporta a teoria do efeito fiscal. Segundo DeAngelo e Masulis (1980) os benefícios fiscais resultantes da dívida e os benefícios fiscais não associados à dívida substituem-se, assim quanto maior forem os benefícios fiscais não associados à dívida menor será o nível de endividamento.

A variável crescimento apesar de apresentar uma relação positiva com o endividamento, não é estatisticamente significativa, tal como observado nos estudos de Chittenden *et al.* (1996), Hall *et al.* (2004), Psillaki e Daskalakis (2009) e Pacheco e Tavares (2016).

O efeito da reputação das empresas é investigado com base na sua idade. De acordo com os resultados, a reputação é estatisticamente significativa e apresenta uma relação negativa com o endividamento, pelo que não se rejeita a hipótese 6. Esta relação vai ao

encontro dos estudos de Chittenden *et al.* (1996), Michaelas *et al.* (1999), Vieira e Novo (2010) e Pacheco e Tavares (2016). As empresas com mais anos de atividade tendem a recorrer menos a financiamento externo, pois segundo Hall *et al.* (2000), as empresas mais antigas tendem a acumular uma maior quantidade de fundos próprios ao longo do tempo. Esta relação sustenta a teoria da *pecking order*.

As variáveis macroeconómicas apresentaram maior poder explicativo no nível de endividamento das empresas do que as variáveis microeconómicas (fatores específicos das empresas).

A variável macroeconómica crescimento do PIB é estatisticamente significativa e apresenta uma relação positiva com o endividamento, pelo que não se rejeita a hipótese 7. Esta relação vai ao encontro dos estudos de Salehi e Manesh (2012), Jõeveer (2013a) e Rehman (2016). É possível concluir que à medida que a economia cresce o nível de endividamento das empresas tende a aumentar. As empresas por norma apresentam maiores oportunidades de crescimento em fases de crescimento económico, o que incentiva as empresas a investir. Por vezes, as empresas de pequena e média dimensão não tem recursos próprios suficientes para financiar os investimentos, resultando num maior recurso a dívida (Yeh e Roca (2010)).

A inflação é estatisticamente significativa e apresenta uma relação negativa com o endividamento. Esta relação conduz à rejeição da hipótese 8, porém esta relação é idêntica aos estudos de Mokhova e Zinecker (2014) e Cueva *et al.* (2016). Um aumento na taxa de inflação, normalmente, faz com que as taxas de juro também se elevem, o que desincentiva as empresas a recorrerem a financiamento externo (Rehman (2016)).

## **CAPÍTULO 6 - CONCLUSÕES**

### **6.1 - Conclusões do Estudo**

Este estudo tem como principal objetivo investigar os determinantes microeconómicos e macroeconómicos da estrutura de capital do setor hoteleiro em Portugal. Neste estudo foram utilizados dados de 1213 PME do setor hoteleiro em Portugal, obtidos através da base de dados Amadeus, durante o período de 2014-2018.

A estrutura de capital estuda o modo como as empresas financiam os seus investimentos, ou seja, a estrutura de capitais próprios e capitais alheios. Por isso, é importante saber de que forma é que as características internas das empresas e a envolvente macroeconómica influenciam o endividamento.

Modigliani e Miller (1958) desenvolveram uma investigação que ainda nos dias de hoje é considerada um marco muito importante no que tange ao desenvolvimento das teorias da estrutura de capital. Ao longo do tempo, esse trabalho tem sido desenvolvido por muitos investigadores que alterando pressupostos desenvolveram várias teorias da estrutura de capital. As teorias da estrutura de capital introduziram um conjunto de determinantes que tem vindo a ser testados ao longo do tempo, de modo a verificar a sua aplicabilidade empírica.

Este estudo concluiu que as empresas hoteleiras da amostra financiam a maior parte dos seus investimentos em capital próprio (52,27%), o que poderá estar associado à boa evolução dos proveitos totais e do rendimento médio por quarto registados no período 2014-2018.

No período estudado, o setor hoteleiro em Portugal revelou que os estabelecimentos hoteleiros cresceram consideravelmente, apresentando um crescimento significativo: no número de estabelecimentos, na sua capacidade de alojamento, no número de hóspedes, no número de dormidas, nos proveitos totais e no rendimento médio por quarto em todas as regiões do país. O número de hóspedes e de dormidas superaram o acréscimo da capacidade de alojamento em todas as regiões do país, o que revela uma evolução positiva. Relativamente à tipologia dos estabelecimentos hoteleiros verificou-se que

existiu um aumento no número de estabelecimentos em todos os tipos de estabelecimentos hoteleiros, mas os hotéis foram os que mais aumentaram. As pousadas e as Quintas da Madeira foram os estabelecimentos hoteleiros que apresentaram a maior taxa de crescimento no número de dormidas. Os hotéis foram os estabelecimentos que apresentaram o maior valor e o maior crescimento de proveitos totais.

As regiões do Algarve e Norte de Portugal no ano de 2018, eram as regiões com maior número de estabelecimentos hoteleiros. Contudo, a Área metropolitana de Lisboa e o Algarve são as regiões do país que receberam maior número de hóspedes, explicando assim o elevado valor de proveitos totais.

Os principais países na dinâmica do setor hoteleiro em Portugal em 2018 são: Reino Unido, França, Espanha e Alemanha.

Na investigação empírica, para o desenvolvimento deste estudo recorreu-se ao modelo de dados em painel de efeitos aleatórios (AR1) para analisar a relação entre a variável dependente e os determinantes da estrutura de capital. Como variável dependente foi considerado o endividamento total e como variáveis dependentes estão englobados os fatores específicos das empresas (fatores microeconómicos): rendibilidade, tangibilidade do ativo, dimensão, poupança fiscal não associada à dívida, crescimento e reputação; e os fatores macroeconómicos: crescimento do PIB e inflação.

A variável rendibilidade apresentou uma relação negativa com o endividamento, suportando a teoria da *pecking order*. As empresas que apresentam maiores níveis de rendibilidade preferem recorrer mais a recursos próprios para financiar os seus investimentos, do que a financiamentos externos.

A relação positiva entre a tangibilidade e o endividamento está de acordo com as teorias de *trade-off* e *pecking order*. As empresas com maior nível de ativos tangíveis recorrem mais a endividamento. As empresas ao disponibilizarem os ativos tangíveis como garantia, ganham maior credibilidade perante as entidades financeiras, o que poderá ser observado como tendo menor potencial para gerar problemas de falência, e de custos de agência.

A variável dimensão apresentou uma relação positiva com o endividamento e suporta a teoria do *trade-off*. Esta relação revela que as empresas de maior dimensão apresentam

maiores níveis de endividamento, isto porque as empresas de maior dimensão têm maior capacidade de investimento e tendem a fazer investimentos de maior montante, por vezes as empresas não dispõem de recursos próprios suficientes para fazer face a esses investimentos, obrigando as empresas a recorrer a financiamentos externos. As empresas de maior dimensão tendem a ter maior credibilidade perante as entidades financeiras a incorrer em menores custos de falência, facilitando o acesso ao crédito.

A poupança fiscal não associada à dívida apresenta uma relação negativa com o endividamento. De acordo com DeAngelo e Masulis (1980) os benefícios fiscais resultantes da dívida e os benefícios fiscais não associados à dívida substituem-se, assim quanto maior forem os benefícios fiscais não associados à dívida menor será o nível de endividamento. Esta relação está de acordo com a teoria do efeito fiscal.

O determinante crescimento e o endividamento apresentam uma relação positiva que confirma a relação esperada pela teoria da *pecking order*, porém o crescimento não apresenta significância estatística neste estudo.

A reputação apresenta uma relação negativa com o endividamento, que também suporta a teoria da *pecking order*. As empresas mais antigas tendem a acumular mais recursos próprios ao longo dos anos (Hall *et al.* (2000)), pelo que terão menor necessidade de recorrer a financiamento externo para se financiarem.

Os fatores microeconómicos das empresas (fatores específicos) têm sido muito estudados no que tange ao estudo da estrutura de capital, porém existem outros fatores exteriores às empresas que tem influência na estrutura de capital. No presente estudo, as variáveis macroeconómicas apresentam maior poder explicativo sobre o endividamento do que as variáveis microeconómicas.

O crescimento do PIB apresenta uma relação positiva com o endividamento das PME hoteleiras em Portugal. Em períodos de crescimento económico existem maiores oportunidades de crescimento para as empresas, durante esse período estas tendem a realizar mais investimentos, suscitando necessidades de financiamento.

A variável taxa de inflação apresenta uma relação negativa com o endividamento das empresas. Em período de subida da taxa de inflação toda a economia é afetada, causando um desaceleramento do crescimento económico, o que afetará as empresas. Em períodos

de elevada inflação, os países europeus e o Banco Central Europeu tendem a controlar os seus efeitos definindo medidas de natureza fiscal e monetária para combater esse efeito. Como por exemplo: diminuição dos gastos públicos, um aumento dos impostos e um aumento nas taxas de juros, etc. Estas medidas podem ter impacto negativo nas empresas, nomeadamente, as taxas de juros. Uma subida considerável nas taxas de juro, desincentivará as empresas a recorrer a financiamento externo.

Os resultados obtidos neste estudo permitem concluir que ambas as teorias, *trade-off* e *pecking order*, são importantes para explicar a estrutura de capital das PME do setor hoteleiro em Portugal.

## **6.2 - Limitações do Estudo**

Este estudo encerra algumas limitações. Com efeito, poderão ser investigadas variáveis distintas, inclusivamente de natureza não financeira. O horizonte temporal do estudo é relativamente reduzido (4 anos).

Este estudo foi baseado numa amostra de 1213 empresas, pelo que tenta explicar o comportamento dessas empresas em particular e não explica o comportamento de todas as empresas em geral (universo), por exemplo, não foram consideradas empresas que apresentam capitais próprios negativos.

Trabalharam-se os valores nominais do PIB, o que incorpora o efeito da inflação e poderá afetar de alguma forma os resultados obtidos.

## **6.3 - Sugestões para Investigação Futura**

Será interessante realizar um estudo semelhante, mas aplicado às várias unidades desenvolvidas, ou seja, não incluir somente o setor hoteleiro. O presente estudo também poderá ser ampliado, adicionando valores financeiros e de natureza macroeconómica (por exemplo: taxa de juro e taxa de desemprego, entre outros).

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abrantes, C. (2013), *Os Determinantes da Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas do Setor da Hotelaria*, Dissertação de Mestrado (não publicada) em Economia da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas da Universidade da Beira Interior.

Alves, Q. (2015), *Determinantes Financeiros da Estrutura de Capital das Empresas Hoteleiras no Algarve*, Dissertação de Mestrado (não publicada) em Finanças Empresariais da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.

Ang, J. S. (1992), On the theory of finance for privately held firms, *The Journal of Small Business Finance*, 1(3), pp.185-203.

Banco de Portugal (2020), Boletim Estatístico junho 2014.

Banco de Portugal (2020), Boletim Estatístico junho 2017.

Banco de Portugal (2020), Boletim Estatístico junho 2019.

Baptista, C. (1997), *Determinantes da Estrutura Financeira das Empresas Hoteleiras Portuguesas*, Dissertação de Mestrado (não publicada) em Ciências Económicas e Empresariais da Universidade do Algarve/Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa.

Bernardo, C. J., Albanez, T. e Securato, J. R. (2018), Macroeconomic and Institutional Factors, Debt Composition and Capital Structure of Latin American Companies, *Brazilian Business Review*, 15(2), pp. 152-174.

Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. e Maksimovic, V. (2001), Capital Structures in Developing Countries, *Journal of Finance*, 56(1), pp. 87-130.

Botta, M. (2019), Financing Decisions and Performance of Italian SME's in the Hotel Industry, *Cornell Hospitality Quarterly*, 60(4), pp. 335-354.

Cassar, G. e Holmes, S. (2003), Capital Structure and Financing of SME's Australian Evidence, *Accounting and Finance*, 43, pp. 123-147.

Chittenden, F., Hall, G. e Hutchinson, P. (1996), Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation, *Small Business Economics*, 8, pp. 59-67.

Correia, A. (2015), *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Hoteleiras Portuguesas: Uma Análise de Dados em Painel*, Dissertação de Mestrado (não publicada) em Finanças Empresariais da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.

Cueva, F., Armas, R., Rojas, D. e González, D. (2016), Estructura de capital: Variables micro y macroeconómicas: El caso de las empresas manufactureras de Ecuador, CISTI (Iberian Conference on Information Systems & Technologies) Proceedings, 2, pp. 421.

- DeAngelo, H. e Masulis, R. W. (1980), Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, 8, pp. 3-29.
- Devesa, M. e Esteban, L. (2011), Spanish Hotel Industry: Indebtedness Determinants, *Applied Economics*, 43, pp. 4227-4238.
- Dias, C. (2012), *Estrutura de Capital e Determinantes da Rendibilidade das Empresas do Distrito de Santarém*, Dissertação de Mestrado (não publicada) Auditoria e Análise Financeira da Escola Superior de Gestão de Tomar/ Instituto Politécnico de Tomar.
- Domingues, L. (2018), *Estrutura de Capital das Indústrias Transformadoras Portuguesas: Uma Análise de Dados em Painel*, Dissertação de Mestrado (não publicada) em Finanças Empresariais da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.
- Durand, D. (1952), Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, *Conference on Research on Business Finance*, pp.215-262.
- Gual, A. (2014), *Determinantes da Estrutura de Capital das Startups Portuguesas*, Dissertação de Mestrado (não publicada), Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J. e Michaelas, N. (2000), Industry Effects on the Determinants of Unquoted SME's Capital Structure, *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), pp. 297-312.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J. e Michaelas, N. (2004), Determinants of the Capital Structures of European SME's, *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5/6), pp. 711-728.
- Huong, P. T. Q. (2018), Macroeconomic factors and corporate capital structure: Evidence from listed joint stock companies in Vietnam, *International Journal of Financial Research*, vol. 9, no. 1, pp. 31-40.
- INE (2020), Estatísticas do Turismo 2014.
- INE (2020), Estatísticas do Turismo 2015.
- INE (2020), Estatísticas do Turismo 2016.
- INE (2020), Estatísticas do Turismo 2017.
- INE (2020), Estatísticas do Turismo 2018.
- INE (2020), Índice de Preços no Consumidor 2018.
- Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- Jensen, M. e Meckling, W. (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structures, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

- Jõebeer, K. (2013), Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies, *Journal of Comparative Economics*, 41(1), pp. 294-308.
- Jõebeer, K. (2013), What do we know about the capital structure of small firms?, *Small Business Economics*, 41(2), pp. 479-501.
- Köksal, B. e Orman, C. (2015), Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy, *Small Business Economics*, 44(2), pp. 255-282.
- Leland, H. E. e Pyle, D. H. (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, 32(2), pp. 371-387.
- Marques, L. D. (2010), Estudos, Modelos Dinâmicos com Dados em Pannel: revisão de literatura, Estudo, Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão - Universidade do Porto.
- Matias, F. (2000), *Estrutura de Capital e Especificidade dos Ativos*, Tese de Doutoramento (não publicada) do Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, ISCTE.
- Michaelas, N., Chittenden, F. e Poutziouris, P. (1999), Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SME's: Empirical Evidence from Company Panel Data, *Small Business Economics*, 12, pp. 113-130.
- Miller, M. H. (1977), Debt and Taxes, *Journal of Financial Economics*, 32(2), pp.261-275.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48(3), pp.261-297.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, 53(3), pp.433-443.
- Mokhova, N. e Zinecker, M. (2014), Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 110, pp. 530-540.
- Myers, S. e Robichek, A. (1965), *Optimal Financing Decisions*, 2th Edition. New Jersey: Prentice-Hall.
- Myers, S. C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.
- Myers, S. C. (1984), The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, 39(3), pp. 575-592.
- Myers, S. C. e Majluf, N. S. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp.187-221.
- Nunes, P. M e Serrasqueiro, Z. (2017), Short-term debt and long-term debt determinants in small and medium-sized hospitality firms, *Tourism Economics*, 23(3), pp. 543-560.

- Pacheco, L. e Tavares, F. (2016), Capital Structure determinants of hospitality sector SMEs, *TOURISM ECONOMICS*, 23(1), pp. 113-132.
- Peixoto, A. (2017), *A Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira em Portugal: Hotéis de 4 e 5 Estrelas*, Dissertação de Mestrado (não publicada) em Contabilidade e Análise Financeira do Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa/ Instituto Politécnico de Lisboa.
- Pillaki, M. e Daskalakis, N. (2009), Are the determinants of capital structure country of firm specific?, *Small Business Economics*, 33(3), pp. 319-333.
- Rebello, S. (2003), *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas de Tecnologias de Informação*, Dissertação de mestrado (não publicada), Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.
- Rehman, Z. U. (2016), Impact of Macroeconomic Variables on Capital Structure Choice: A Case of Textile Industry of Pakistan, *Pakistan Development Review*, 55(3), pp. 227-239.
- Robichek, A. A. e Myers, S. C. (1966), Problems in the Theory of Optimal Capital Structure, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1, pp. 1-35.
- Ross, S. A. (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 8, pp.23-40.
- Salehi, M. e Manesh, N. B. (2012), A Study of The Roles of Firm and Country on Specific Determinants in Capital Structure: Iranian Evidence, *International Management Review*, 8(2), pp. 51-62.
- Santos, C. (2013), *Fatores Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas do Setor da Construção Civil*, Dissertação de Mestrado (não publicada) em Finanças Empresariais da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.
- Scott, J. H. (1976), A Theory of Optimal Capital Structure, *The Bell Journal of Economics*, 7, pp.33-54.
- Serrasqueiro, Z. e Nunes, P. M. (2014), Financing behaviour of portuguese SMEs in hotel industry, *International Journal of Hospitality Management*, 43, pp. 98-107.
- Suárez, A. S. S. (1996), *Decisiones Óptimas de Inversión Y Financiación en la Empresa*, Madrid, Ediciones Pirámide, S.A.
- Vieira, E. e Novo, A. (2010), A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português, Estudo do ISCA, Série IV (2).
- Warner, J. (1977), Bankruptcy costs: some evidence, *Journal of Finance*. 32(2), pp. 337-347.
- Yeh, H. e Roca, E. (2010), Macroeconomic Conditions and Capital Structure: Evidence from Taiwan. Griffith Business School, (Discussion Paper No. 2010-14).

Zhang, Y. (2010), The product category effects on capital structure: Evidence from the SMEs of british manufacturing industry, *International Journal of Business and Management*, 5 (8), pp. 86-112.

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

### APÊNDICES

#### Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
Chittenden <i>et al.</i> (1996)	1989-1993 - 3.480 Pequenas Empresas do Reino Unido - U.K. Private	- MRLM	Dívida CP	DCP/AT	Rendibilidade	Resultado Antes de Imposto/Vendas	Negativa e estatisticamente significativa com a dívida de curto prazo (não cotadas) e dívida total. Não significativa para dívida de médio longo prazo
			Dívida de LP	DMLP / AT	Crescimento	Taxa de crescimento das vendas	Não significativa para todas as dívidas
			Dívida Total	DMLP + DCP / AT	Estrutura do Ativo	Ativos Fixos/AT	Positiva e estatisticamente significativa para a dívida de médio longo prazo (todas as empresas), dívida de curto prazo (não cotadas) e dívida total (não cotadas). Negativa e estatisticamente significativa para a dívida de curto prazo (todas as empresas) e dívida total (cotadas)
					Dimensão	AT	Positiva e estatisticamente significativa para a dívida de médio longo prazo (todas as empresas). Negativa e estatisticamente significativa para a dívida de curto prazo (todas as empresas), dívida total (todas as empresas).
					Idade	1994 - Ano de Incorporação	Positiva e estatisticamente significativa para a dívida de médio longo prazo (cotadas). Negativa e estatisticamente significativa para a dívida de curto prazo (todas as empresas), e dívida total (não cotadas).

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Acesso ao mercado de ações	Variável dummy: 1- Empresas Cotadas; 0- Empresas Não Cotadas	Positiva e estatisticamente significativa para a dívida de médio longo prazo. Negativo e estatisticamente significativo para a dívida de curto prazo e dívida total.
					Dummy Composta	Variável dummy. 1- Empresas não cotadas com rápido crescimento; 0- Todas as outras.	Positiva e estatisticamente significativa para a dívida de curto prazo e dívida total. Sem significância estatística para a dívida de médio longo prazo.
Baptista (1997)	1993-1995 - 46 Sociedades anónimas portuguesas do setor hoteleiro - Questionário e Dun & Bradstreet	- MRLM	Dívida de CP	DCP / AT	Crescimento	Taxa de crescimento das vendas	Significativa positiva dívida total e dívida de médio longo prazo
			Dívida de MLP	DMLP/AT	Dimensão	Ativo Total	Não é estatisticamente significativa
			Dívida Total	DMLP + DCP / AT	Rendibilidade	(RL+ Amortizações) /AT	Negativa com a dívida de médio longo prazo
					Sazonalidade	CV da distribuição mensal das receitas nos estabelecimentos hoteleiros	Positiva e significativa com a dívida de curto prazo e dívida total
					Risco	CV do RAJI CV das Vendas	Negativa e significativa com a dívida de médio longo prazo

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Participação dos Gestores no Capital	Parcela de capital na posse dos administradores e diretores da empresa (menos de 50% ou mais de 50%)	Não é estatisticamente significativa
					Tipo de Controlo de Estabelecimentos	Propriedade e gestão ou apenas gestão	Negativa e significativa com a dívida de curto prazo e dívida total
Michaelas <i>et al.</i> (1999)	1986-1995 - 3.500 PME inglesas - Lotus One-Source Database of U.K	- Regressão Linear Múltipla com Dados em Painel	Dívida de CP	DCP / AT	Idade	Nº de anos de atividade	Negativa e significativa em todos os modelos
			Dívida de MLP	DMLP / AT	Dimensão	Ativo Total	Positiva e significativa com a dívida de médio longo prazo e dívida total. Negativa e significativa com a dívida de curto prazo
			Dívida Total	DMLP + DCP / AT	Rendibilidade	RAI/Ativo Total para um período de 3 anos	Negativa e significativa em todos os modelos
					Crescimento	Aumento do ativo total nos últimos 3 anos	Positiva e significativa em todos os modelos
					Oportunidades de crescimento	Ativos Intangíveis/Ativo total	Positiva e significativa em todos os modelos
					Risco Operacional	Coefficiente de variação da rendibilidade	Positiva e significativa em todos os modelos
					Estrutura do ativo	Ativo Fixo/ Ativo total	Positiva e significativa em todos os modelos
				Taxa Efetiva de Imposto	Imposto pago/RAI	Não é significativa em todos os modelos	

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Poupança Fiscal	Depreciações/ Ativo Total	Negativa e significativa com dívida de médio longo prazo
					Dívida Líquida	(Devedores - Credores)/ Ativo Total	Positiva e significativa em todos os modelos
Booth <i>et al.</i> (2001)	-1980-1990 -Empresas de 10 países em desenvolvimento - International Finance Corporation (IFC)	-MRLM com Dados em Painel	Dívida Total	$PT / (PT + \text{Patrimônio Líquido})$	Taxa de Imposto	Taxa média de tributação dos resultados antes e depois dos impostos	Dívida Total: relação negativa com a tangibilidade dos ativos, rentabilidade, taxa média de imposto; relação positiva com a dimensão.
			Dívida de MLP (Contabilística)	$PT - PC / (PT - PC + \text{Patrimônio Líquido})$	Risco	Desvio-padrão do retorno dos ativos	Dívida Contabilística de Longo-Prazo: relação negativa com taxa de média de imposto, dimensão e rentabilidade; relação positiva com os ativos tangíveis.
			Dívida MLP (mercado)	$PT / (PT + \text{Valor de mercado das ações})$	Tangibilidade de ativos	$(AT - AC) / AT$	Dívida de mercado de Longo-Prazo: relação negativa com taxa média de imposto, rentabilidade, market-to-book ratio; relação positiva com a tangibilidade dos ativos.
					Dimensão (moeda local) (moeda dólar)	$\text{Log}(\text{Vendas})/100$	Relação positiva com a dívida total
					Retorno dos Ativos (ROA)	$RAI / AT$	Relação negativa com a dívida total
					Market-to-book ratio	$\text{Valor de Mercado} / \text{Valor Contabilístico}$	Não é estatisticamente significativa com a dívida total
	- 1995-1998	- MMQO (OLS).	Dívida de CP	$DCP / AT$	Dimensão	$\text{Log}(\text{Ativo Total})$	Positiva e significativa com a dívida de médio longo prazo e dívida total

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
Cassar e Holmes (2003)	- 1.555 pequenas e médias empresas australianas - BLS (Business Longitudinal Survey)		Dívida de LP	DMLP / AT	Ativos Fixos	Ativo Fixo/ AT	Negativa e significativa com a dívida de curto prazo e dívida total. Positiva e significativa com a dívida de médio longo prazo.
			Dívida Total	DMLP + DCP/ AT	Rendibilidade dos Ativos	RAJI / AT	Negativa e significativa em todos os modelos
			Financiamento Externo	Financiamento Externo/ AT	Risco	Coefficiente de variação da rendibilidade	Não é estatisticamente significativa
			Financiamento Bancário	Financiamento Bancário/ AT	Crescimento	Crescimento das vendas	Positiva e significativa com a dívida de curto prazo e dívida total
Hall <i>et al.</i> (2004)	- 1995 - 4000 PME europeias de 8 países - Dun e Bradstreet	- MRLM	Dívida Total de CP	A dívida de curto prazo é definida como a parcela da dívida total da empresa reembolsável em um ano	Rendibilidade	RAI/Volume de Vendas	Negativa com dívida de curto prazo e longo prazo, mas a de longo prazo é estatisticamente insignificante
			Dívida Total de LP	A dívida de longo prazo é a dívida total da empresa reembolsável além de um ano	Crescimento	Varição percentual no volume de negócios nos últimos 3 anos	Positiva com a dívida de curto prazo, no longo prazo é pouco positiva pelo que se admite que não é estatisticamente significativa
					Estrutura do Ativo	Ativo Fixo/AT	Positiva com a dívida de longo prazo e relação negativa com a dívida de curto prazo
					Dimensão	Ativo Total (em libras esterlinas)	Positiva com a dívida de longo prazo e relação negativa com a dívida de curto prazo

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Idade	1995 (data da pesquisa) - Ano de incorporação	Negativa com a dívida de curto prazo
Psillaki e Daskalakis (2009)	- 1997-2002 - PME de 4 países europeus - Amadeus	- MRLM com Dados em painel	Dívida Total	PT/AT	Estrutura do Ativo	Ativo tangível/AT	Negativa com a dívida
					Dimensão	Log (Vendas)	Positiva com a dívida
					Crescimento	Percentagem anual de ganhos	Não é estatisticamente significativa
					Rendibilidade	RAJI/Ativo Total	Negativa com a dívida
					Risco	Desvio padrão de RAI	Negativa com a dívida
Vieira e Novo (2010)	- 2000-2005 - 51 PME portuguesas - SABI	- MRLM com Dados em Painel	Dívida Total	PT/AT	Poupança Fiscal não associada à dívida	Amortizações/ AT	Positiva e estatisticamente significativa com a dívida de médio longo-prazo. Relação negativa e estatisticamente positiva com a dívida de curto prazo. Não é estatisticamente significativa com a dívida total.
			Dívida de CP	PTCP/AT	Risco	$\sigma$ (Vendas t - Vendas t-1) / Média das Vendas	Positiva e estatisticamente significativa com a dívida de médio longo prazo. Relação negativa e estatisticamente positiva com a dívida de curto prazo. Não é estatisticamente significativa com a dívida total.
			Dívida de médio e LP	PCMLP/AT	Dimensão	Log (AT)	Positiva e estatisticamente significativa com a dívida total e a dívida de médio longo prazo. Não é estatisticamente significativa com a dívida de curto prazo.
					Tangibilidade	Ativo tangível/ AT	Negativa e estatisticamente significativa com a dívida total e a dívida de curto prazo. Não é

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
							estatisticamente significativa com a dívida de médio longo prazo.
					Reputação	Número de anos de atividade	Negativa e estatisticamente significativa com a dívida total e a dívida de curto prazo. Não é estatisticamente significativa com a dívida de médio longo prazo.
					Rendibilidade	RAJI/ AT	Negativa e estatisticamente significativa com os três modelos de dívida.
					Crescimento	Taxa de crescimento do Ativo Total	Não é estatisticamente significativa com os três modelos de dívida.
Zhang, Y. (2010)	- 220PME da indústria transformadora britânica - FAME	- MRLM	Dívida Total	PT/AT	Tangibilidade	Ativo tangível/ AT	Positiva e estatisticamente significativa com a dívida
					Rendibilidade	RAI/Vendas	Positiva e estatisticamente significativa com a dívida
					Dimensão	Número de colaboradores	Positiva e estatisticamente significativa com a dívida
					Crescimento Esperado	% Volume de Negócios	Negativa e estatisticamente significativa com a dívida
					Idade	2005- Ano da Empresa	Não é estatisticamente significativa
Devesa e Esteban (2011)	- 2000-2003 - 7984 observações de empresas	- MRLM de Dados em Painel -Análise de component	Dívida Total	PT/AT	Crescimento	Variação percentual do ativo total	Positiva com o endividamento
					Dimensão	Log (Ativo Total)	Positiva com o endividamento
					Liquidez	Cash-flow	Negativa com o endividamento

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
	hoteleiras espanholas - SABI	es principais			Rendibilidade	Resultado Líquido / AT	Negativa com o endividamento
					Valor da garantia dos ativos	Ativo Fixo/ AT	Negativa com o endividamento
Salehi e Manesh (2012)	- 2004-2011 - 59 empresas cotadas - Banco Central do Irão	- MRLM	Estrutura de capital (dívida)	Dívida Total / AT	Rendibilidade	ROE	Negativa com a estrutura de capital
					Oportunidades de Crescimento	Valor de mercado/Valor Contabilístico	Negativa com a estrutura de capital
					Dimensão	Ln (Ativo Total)	Positiva com a estrutura de capital
					Dimensão do Mercado	(Capitalização do Mercado/PIB)*100	Positiva com a estrutura de capital
					Crescimento do PIB	Taxa de Crescimento anual do PIB	Positiva com a estrutura de capital
					Inflação	Taxa de inflação anual	Positiva com a estrutura de capital
Jõeveer (2013a)	- Empresas cotadas e não cotadas de 10 países da Europa Ocidental - Amadeus	- ANOVA (Analysis of variance) -OLS	Dívida Total	PT /AT	Tangibilidade do ativo	Ativo tangível/Ativo Total	Empresas cotadas: relação positiva com a dívida. Empresas não cotadas: relação negativa com a alavancagem estreita
			Alavancagem estreita	PT/Passivo + fundos dos acionistas	Rendibilidade	RAJI/Ativo Total	Empresas cotadas: Relação negativa com a dívida
					Dimensão	Log (Ativo Total)	Empresas cotadas: Relação positiva com a dívida. Empresas não cotadas: relação negativa com a alavancagem estreita

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Crescimento do PIB	Crescimento anual do PIB	Empresas cotadas: Relação positiva com a dívida. Empresas não cotadas: relação positiva com todas as dívidas
Jõeveer (2013b)	- 1995-2002 - Empresas cotadas e não cotadas de 9 países da Europa Oriental - Amadeus, World Bank World Development Indicators, Eurostat e KPMG	- ANOVA (Analysis of variance) -OLS	DT (ampla alavancagem)	Passivo Total/Ativo Total	Tangibilidade do Ativo	Ativo tangível/AT	Empresas cotadas: relação negativa com a dívida total. Empresas não cotadas: relação negativa com a dívida total e uma relação positiva com a alavancagem estreita
			Alavancagem estreita	Passivo Total/Passivo + fundos dos acionistas	Rendibilidade	RAJI/AT	Empresas não cotadas: relação negativa com a dívida total
					Dimensão	Log (Ativo Total)	Empresas não cotadas: relação negativa com a dívida total e uma relação positiva com a alavancagem estreita
					Crescimento do PIB	Taxa de crescimento do PIB	Empresas cotadas: relação negativa com a dívida total
					Inflação	IPC	Empresas cotadas: relação negativa com todos os modelos de dívidas
Gual (2014)	- 2010-2012 - 69 empresas Startup portuguesas - Amadeus e Informa D&B	- MRLM com Dados em Painel	Dívida Total	PT/AT	Poupança Fiscal não associada à dívida	Amortizações + Depreciações/AT	Negativa e estatisticamente significativa com a dívida total e a dívida de médio longo prazo. Relação positiva dívida de curto prazo
			Dívida de CP	PC/AT	Crescimento	$(AT_t - AT_{t-1}) / AT_{t-1}$	Negativa e estatisticamente significativa na dívida total e na dívida de curto prazo. Relação positiva e estatisticamente significativa na dívida de médio longo prazo.
			Dívida de LP	PNC/AT	Rendibilidade	RAJI/AT	Negativa e estatisticamente significativa em todos os modelos

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Dimensão	Ln (Vendas)	Positiva e estatisticamente significativa em todos os modelos
					Tangibilidade	Ativo tangível/ AT	Negativa e estatisticamente significativa na dívida total e na dívida de curto prazo. Relação positiva e estatisticamente significativa na dívida de medio longo prazo.
Mokhova, e Zinecker (2014)	- 2006-2011 - Empresas não financeiras do setor manufatura do de 7 países europeus -Amadeus	-Técnicas de correlação e regressão	Dívida Total	DT/AT	Taxa de Inflação	IPC	Negativa com a dívida total e dívida de curto prazo
			Dívida de CP	PCP/AT	Crescimento do PIB	Crescimento anual do PIB	Não é estatisticamente significativa
			Dívida de LP	PLP/AT			
Serrasqueiro e Nunes (2014)	- 2000-2009 - 177 PME hoteleiras portuguesas - SABI	- MRLM - Modelo dinâmico de efeitos fixos com dados em painel	Dívida Total	PT/AT	Rendabilidade	RAJI/Ativo Total	Negativa com a dívida
					Dimensão	Log (Vendas Totais)	Positiva com a dívida
					Tangibilidade	Ativo Fixo/Ativo Total	Positiva e estatisticamente significativa com a dívida
					Oportunidades de crescimento	Percentagem do crescimento das vendas	Negativa com a dívida
					Poupança fiscal não associada ao endividamento	Depreciações/ Ativo Total	Negativa com a dívida

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
Köksal e Orman (2015)	- 1996-2009 - 11.726 Empresas não financeiras turcas - Sectoral Balance Sheets (SBS), BIST, Turkish Statistical Institute, World Development Indicators, Undersecretariat of Treasury of the Republic of Turkey.	-MRLM -Dados em painel de efeitos fixos	Dívida Total	DT/AT	Dimensão	Ln (Vendas Totais)	Positiva com os 3 modelos de dívida
			Dívida de CP	PCP/AT	Rendibilidade	Receita operacional/AT	Negativa com os 3 modelos de dívida
			Dívida de LP	PLP/AT	Tangibilidade	Ativo fixo líquido /AT	Negativa com a dívida de curto prazo. Relação positiva com a dívida de longo prazo e dívida total
					Crescimento	Variação percentual anual das vendas	Não é estatisticamente significativa
					Risco de negócio	Desvio padrão (Resultado operacional/AT dos últimos 3 anos)	Negativa com a dívida de longo prazo e dívida total
					Inflação	Variação anual do IPC	Positiva com os 3 modelos de dívida
Pacheco e Tavares (2016)	- 2004-2013 - 43 PME hoteleiras - SABI	-MRLM -Dados em painel	Dívida de CP	DGP / AT	ROA	RAJI/ AT	Negativa e significativa com a dívida total e dívida de longo prazo
			Dívida de LP	DLP/AT	ROE	RAJI/ Capital Próprio	Positiva e significativa com a dívida total
			Dívida Total	(DLP+DGP)/AT	Ativo tangível	(ANC + inventários)/AT	Positivo e significativa apenas na dívida de longo prazo

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Crescimento	Crescimento das vendas	Não é estatisticamente significativa
					Dimensão	Ln (Ativo Total)	Negativa e significativa com a dívida de curto prazo. Relação positiva e significativa com a dívida de longo prazo
					Liquidez total	AC/PC	Negativa e significativa com a dívida de curto prazo
					Poupança fiscal	Depreciações/AT	Não é estatisticamente significativa
					Idade	Nº de anos em atividade	Negativa e significativa com a dívida total
					Risco	Capital Próprio/ PT	Positiva e Significativa com a dívida total
Cueva, <i>et al.</i> (2016)	- 2000-2013 - 113 empresas de produtos manufatura dos do Equador	-MRLM -Dados em painel	Dívida	(RAI/Património)/ (RAJI/AT)	Liquidez	AC/PC	Negativa com o endividamento
					ROE	RAI/Capital Próprio	Positiva com o endividamento
					PIB	Log (PIB)	Não é estatisticamente significativa
					Inflação	Ln (Inflação)	Negativa com o endividamento
					ROA	(RAI/Vendas)*(Vendas/Ativo Total)	Negativa com o endividamento
Rehman (2016)		- Dados em painel com efeitos fixos	Dívida Económica	ROE/ROA	Taxa de crescimento do PIB	Taxa de crescimento anual do PIB	Positiva com a dívida económica
					Dívida Pública	Dívida Pública % do PIB	Negativa com a dívida económica

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Taxa de Juro Real	Taxas de Empréstimo - Inflação (deflator do PIB)	Negativa com a dívida económica
					Desenvolvimento do Mercado de Ações	taxa de capitalização do mercado	Positiva com a dívida económica
					Impostos s/ partes Corporativas	Despesa tributária/RAI	Positiva com a dívida económica
					Taxas de Câmbio	Taxa de Câmbio Média	Negativa com a dívida económica
Nunes e Serrasqueiro (2017)	- 2004-2012 - 117 PME do setor hoteleiro em Portugal -Bureau Van Dijk	- Generalized method of moments (GMM)	Dívida de CP	PCP /AT	Rendibilidade	RAJI/AT	Negativa com a dívida de curto prazo. Não é estatisticamente significativa com a dívida de longo prazo.
			Dívida de LP	PLP/AT	Dimensão	Log (Vendas)	Negativa com a dívida de curto prazo. Relação positiva com a dívida de longo prazo.
					Tangibilidade do Ativo	Ativo Fixo/AT	Negativa com a dívida de curto prazo. Relação positiva com a dívida de longo prazo.
					Crescimento	Percentagem do crescimento das vendas	Positiva com a dívida de curto prazo. Relação negativa com a dívida de longo prazo.
					Poupança fiscal não associada à dívida	Depreciações/ AT	Não é estatisticamente significativa com a dívida de curto prazo. Relação negativa com a dívida de longo prazo
		Risco		Valor absoluto da variação percentual dos retornos antes de juros, impostos e depreciações	Não é estatisticamente significativa com a dívida de curto-prazo. Relação negativa com a dívida de longo prazo		

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Cash-flow	RAJI + Depreciações / AT	Negativa com a dívida de curto prazo, no longo prazo não é estatisticamente significativa
					Idade	Log (nº de anos de existência da empresa)	Negativa com a dívida de curto prazo. Relação positiva com a dívida de longo prazo
Bernardo <i>et al.</i> (2018)	-2009-2014 - Amostra final de 608 Empresas da capital aberto da America Latina - Economática, World Bank, World Economic Forum, World Federation of Exchanges	- Estatística descritiva e Modelo Linear Hierárquico	Alavancagem financeira 1	Dívida/ AT	Dimensão	Ln (receita operacional líquida)	É significativa e apresenta na maioria uma relação positiva com a dívida
			Alavancagem financeira 2	(Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / AT	Tangibilidade de ativos	(Ativos fixos + Inventários) / AT	Positiva com a dívida
			Alavancagem ao Valor de Mercado 1	Dívida/ Valor de Mercado do Ativo	Rendibilidade (ROA)	RAJI/AT	É significativa e apresenta uma relação negativa com a dívida
			Alavancagem ao Valor de Mercado 2	(Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / Ativo a valor de mercado	Risco	Desvio padrão de ROA	Não é estatisticamente significativa
			Dívida de Curto-Prazo	Passivo Circulante/AT	Liquidez	Ativo Circulante / Passivo Circulante	É significativa e apresenta uma relação negativa com a dívida
			Dívida e Longo-Prazo	Passivo Não Circulante/AT	Oportunidades de Crescimento	(Vendas <sub>t</sub> /Vendas <sub>t-1</sub> ) - 1	Não é estatisticamente significativa
					Market-to-book ratio	Valor de Mercado do Ativo/Valor Contabilístico	É significativa e apresenta uma relação negativa com a dívida

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Crescimento do PIB	Variação Média Anual entre 2009 e 2014	Negativa com a dívida
					Rendimento per capita	Ln (PIB/População Total)	Negativa com a dívida em todos os modelos
					Taxa de Inflação anual	Taxa de Inflação Média Anual entre 2009 e 2014	Positiva com a dívida
					Participação de empresas de capital aberto na economia	Valor de Mercado de empresas de capital aberto (em dólares)/PIB	Positiva com a dívida
					Tempo médio para abrir uma empresa no país	Ln (n° de dias)	Positiva com a dívida
Huong (2018)	-2008-2015 - 466 sociedades anónimas não financeiras cotadas - World Bank	-MRLM -Dados em Paineis	Dívida Total	PT/AT	Dimensão	Ln (Ativo Total)	Positiva com a dívida total e dívida de longo-prazo
			Dívida de Curto-Prazo	PCP/AT	Rendabilidade	Média do ROA (RAJI/AT)	Positiva com a dívida de curto prazo e longo prazo
			Dívida de Longo-Prazo	PLP/AT	Crescimento	Média do potencial crescimento	Não é estatisticamente significativa
					Tangibilidade do ativo	Ativo Fixo/Ativo Total	Não é estatisticamente significativa
					Liquidez	Ativo Circulante/Passivo Circulante	Positiva com a dívida total e a dívida de curto prazo
					Risco do Negócio	Média do risco de negócio	Não é estatisticamente significativa

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Estudo	Amostra e Dados	Método Utilizado	Variável Dependente	Indicador	Variável Independente	Indicador	Relação com o endividamento
					Inflação	Índice de Preços do Consumidor	Positiva com a dívida total
					Crescimento do PIB	Taxa de crescimento do PIB real	Não é estatisticamente significativa
					Taxa de Juro	Taxa de juro de empréstimo	Não é estatisticamente significativa
Botta (2019)	- 2006-2016 - 7.120 observações de PME hoteleiras da Itália	-MRLM -Dados em painel com efeitos fixos	Dívida 1	Dívida que inclui suprimentos	Rendibilidade	RAJI/AT	Negativa com a dívida
			Dívida 2	Dívida em que os suprimentos são considerados Capital Próprio	Dimensão	Ln (Ativo Total)	Positiva e significativa apenas com a dívida que inclui suprimentos
					Ativos tangíveis	Ativos Tangíveis/AT	Positiva com a dívida
					Ativos intangíveis	Ativos Intangíveis/AT	Positiva com a dívida

Fonte: Elaboração Própria

### Lista de abreviaturas:

AC – Ativo corrente

ANC – Ativo não corrente

AT- Ativo total

CV - Coeficiente de variação

DCP – Dívida de curto prazo

DLP – Dívida de longo prazo

DMLP – Dívida de médio longo prazo

DT - Dívida total

## Apêndice 1 - Revisão de Estudos Empíricos, por Ordem Cronológica

Ln - Logaritmo natural

Log – Logaritmo

MMQO – Método dos Mínimos Quadrados Ordinários

MRLM – Modelo de Regressão Linear Múltipla

OLS - Ordinary least squares

PC – Passivo corrente

PNC – Passivo não corrente

PT - Passivo total

RL – Resultado líquido

RAI - Resultado antes de impostos

ROA – Rendibilidade dos ativos

ROE – Rendibilidade do Capital Próprio

RAJI – Resultado antes de juros e impostos

$\sigma$  – Desvio padrão

PIB – Produto Interno Bruto

IPC – Índice de Preços do Consumido

## Apêndice 2 - Modelo de Efeitos Aleatórios (AR1)

```
. xtregar ET REND TANG DIM PFNAD CRES REP CRESPIB INF, re
```

```
RE GLS regression with AR(1) disturbances   Number of obs   = 4,437
Group variable: id                          Number of groups = 1,162
```

```
R-sq:                                       Obs per group:
  within = 0.1805                           min = 1
  between = 0.1802                          avg = 3.8
  overall = 0.1779                          max = 4
```

```
corr(u_i, Xb) = 0 (assumed)   Wald chi2(9) = 899.34
                               Prob > chi2 = 0.0000
```

```
----- theta -----
   min      5%      median      95%      max
0.5797  0.6805  0.7097  0.7097  0.7097
```

ET	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
REND	-.3781636	.017704	-21.36	0.000	-.4128629	-.3434644
TANG	.1178125	.0131745	8.94	0.000	.091991	.143634
DIM	.0450745	.0054386	8.29	0.000	.0344151	.0557339
PFNAD	-.3828683	.0744456	-5.14	0.000	-.528779	-.2369576
CRES	.0001638	.0002232	0.73	0.463	-.0002736	.0006013
REP	-.2620404	.0167519	-15.64	0.000	-.2948735	-.2292073
CRESPIB	1.095979	.5390433	2.03	0.042	.0394738	2.152485
INF	-.7190992	.3506969	-2.05	0.040	-1.406452	-.031746
_cons	.6359384	.0308755	20.60	0.000	.5754235	.6964534

Fonte: Elaboração Própria