

**UNIVERSIDADE DO ALGARVE
FACULDADE DE ECONOMIA**

***ESTRUTURA DE CAPITAL
DA INDÚSTRIA HOTELEIRA NO ALGARVE***
- O CASO DOS HOTÉIS DE 4 E 5 ESTRELAS

Vânia Cristina Charneca Gago

**Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Finanças Empresariais**

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Professora Doutora Maria Leonor Cruz dos Reis Salsa

2013



UNIVERSIDADE DO ALGARVE
FACULDADE DE ECONOMIA

***ESTRUTURA DE CAPITAL
DA INDÚSTRIA HOTELEIRA NO ALGARVE
- O CASO DOS HOTÉIS DE 4 E 5 ESTRELAS***

Vânia Cristina Charneca Gago

**Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Finanças Empresariais**

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Professora Doutora Maria Leonor Cruz dos Reis Salsa

2013

ESTRUTURA DE CAPITAL DA INDÚSTRIA HOTELEIRA NO ALGARVE

Declaração de autoria de trabalho

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

Vânia Cristina Charneca Gago

Direitos de Cópia ou Copyright

© Copyright: Vânia Cristina Charneca Gago

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

Durante a fase de execução deste trabalho várias foram as pessoas que estiveram ao meu lado dando sempre apoio e muita motivação para a realização deste passo na minha vida académica. Gostaria portanto de aproveitar esta oportunidade e agradecer às pessoas que mais me apoiaram e que sem elas este estudo provavelmente não teria sido possível.

Agradeço...

Aos meus pais por me darem incentivo e bastante apoio em momentos mais difíceis.

Às minhas colegas de trabalho e amigas Ângela Marques, Sónia Costa e Marina Mendes que me deram a oportunidade de me ausentar em certas alturas por forma a dar continuidade a este meu projeto.

E em especial à Professora Doutora Maria Leonor Salsa, orientadora, pela sua atitude sempre paciente e muito dedica e ainda mais pela sabedoria que transmitiu e por sempre ter acreditado e apoiado incondicionalmente na finalização deste estudo.

ESTRUTURA DE CAPITAL DA INDÚSTRIA HOTELEIRA NO ALGARVE

Vânia Cristina Charneca Gago

RESUMO

A presente dissertação discute a temática da estrutura de capital das unidades hoteleiras de 4 e 5 estrelas situadas na região algarvia.

O principal objetivo foi verificar qual a estrutura de capital adotada pelas unidades hoteleiras, assim como compreender o nível de endividamento das mesmas analisando alguns dos determinantes propostos pelas teorias financeiras e pelo *corporate governance*.

A investigação empírica analisou a rentabilidade, o investimento total, a dimensão, o número de dirigentes, a distribuição de dividendos, a participação do maior acionista, o crescimento dos resultados e o *cash flow* como possíveis determinantes do nível de endividamento total destas empresas no Algarve.

Os resultados permitem concluir que a rentabilidade, o investimento, a dimensão e o *cash flow* são determinantes da estrutura de capital da indústria hoteleira de 4 e 5 estrelas no Algarve. No caso das variáveis rentabilidade, investimento e *cash flow* a relação verificada é positiva, quanto à variável dimensão, a relação verifica é inversa ao endividamento sendo que se verificam níveis elevados de endividamento em unidades de pequena dimensão.

Termos Chave: Estrutura de capital, endividamento total, hotelaria, Algarve, *corporate governance*.

CAPITAL STRUCTURE OF THE HOTEL MANAGEMENT INDUSTRY
IN THE ALGARVE

Vânia Cristina Charneca Gago

ABSTRACT

The actual dissertation discusses the capital structure of the 4 and 5 star hotels located in the Algarve.

The main goal of this study was is to perceive how the above mentioned units finance themselves and to see what is their debt level doing a research of the determinants suggested by theoretical and empiric studies in this area.

This empiric research analyzes profitability, total investment, size, number of managers, dividend payout, percentage of the main shareholders, growth of results as well as cash flow as financial determinants of the hotels debt level.

With this study we can conclude that profitability, investment, dimension and cash flow are determinants of the hotels leverage level showing a positive relation with profitability, investment and cash flow and a negative relation with dimension.

Keywords: Capital structure, debt, hospitality, Algarve, corporate governance.

ÍNDICE GERAL

	Página
Índice de Figuras _____	ix
Índice de Tabelas _____	ix
Capítulo 1. INTRODUÇÃO _____	1
1.1. Enquadramento da temática _____	1
1.2. Objetivos da investigação _____	2
1.3. Estrutura do trabalho _____	3
Capítulo 2. REVISÃO DA LITERATURA _____	5
2.1. Estrutura de Capital _____	5
2.1.1. Visão tradicionalista _____	5
2.1.2. Modigliani e Miller _____	6
2.1.3. Teoria do efeito fiscal _____	7
2.1.4. Teoria dos custos de falência _____	8
2.1.5. Teoria da agência _____	11
2.1.6. Teoria da informação assimétrica e sinalização _____	13
2.1.6.1. Teoria da sinalização _____	13
2.1.6.2. Teoria do pecking order _____	14
2.1.7. <i>Corporate governance</i> _____	16
2.1.7.1. Conceitos e abordagens _____	17
2.1.7.2. Desempenho empresarial e teorias financeiras _____	19
2.2. Caracterização da Indústria Hoteleira no Algarve _____	23
2.2.1. Turismo e a Indústria Hoteleira - Breve Introdução _____	23
2.2.2. O Turismo em Portugal _____	25
2.2.3. Oferta de Alojamento Turístico em Portugal _____	28
2.2.4. Turismo em 2009 e perspetivas futuras _____	35
Capítulo 3. METODOLOGIA, HIPÓTESES E MODELO DA INVESTIGAÇÃO _____	41
3.1. População e Amostra _____	41
3.2. Hipóteses da Investigação _____	44
3.3. Modelos e Variáveis Consideradas _____	50

Capítulo 4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS OBTIDOS	53
4.1. Caracterização da Amostra	53
4.2. Apresentação dos Resultados Obtidos	64
4.3. Discussão dos Resultados Obtidos	68
Capítulo 5. CONCLUSÕES	75
Capítulo 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	82
APÊNDICES	89
Apêndice 1 - Resultados da regressão linear múltipla	90
ANEXOS	91
ANEXO A – Estabelecimentos, segundo o tipo dos estabelecimentos	92
ANEXO B – Quartos, Segundo o tipo dos estabelecimentos,	93
ANEXO C – Capacidade de alojamento, segundo o tipo de estabelecimentos	94
ANEXO D – Pessoal ao serviço, segundo o tipo dos estabelecimentos	95
ANEXO E – Estada media, segundo o tipo dos estabelecimentos	96
ANEXO F – Taxa líquida de ocupação por cama, segundo o tipo dos estabelecimentos	97
ANEXO G – Taxa líquida de ocupação por cama, segundo o mês	98
ANEXO H – Proveitos totais, segundo o tipo dos estabelecimentos	99
ANEXO I – Rendimento por quarto disponível (RevPar), segundo o tipo dos estabelecimentos	100

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1 - Balança turística Portuguesa, 2000 – 2009 _____	25
Figura 2.2 - População, segundo a realização ou não de viagens turísticas, _____	26
Figura 2.3 - Despesa média diária por turista, segundo os principais motivos _____	27
Figura 2.4 - Capacidade média de alojamento nos estabelecimentos hoteleiros _____	29
Figura 2.5 - Número médio de pessoas ao serviço, por tipo de alojamento, 2009 _____	30
Figura 2.6 - Evolução das dormidas, por NUTS II _____	31
Figura 2.7 - Evolução das dormidas, por tipo de estabelecimento _____	31
Figura 2.8 - Estada média nos estabelecimentos hoteleiros, por NUTS, 2009 _____	33
Figura 2.9 - Proveitos totais e proveitos de aposento, por NUTS II, 2009 _____	34
Figura 2.10 - Rendimento médio por quarto (RevPar), por NUTS II, 2009 _____	34
Figura 4.1 - Concentração das unidades da amostra por concelho _____	54
Figura 4.2 - Distribuição Geográfica da Amostra _____	54
Figura 4.3 - Nível de Endividamento (%) _____	57
Figura 4.4 - Rendibilidade (ROI) _____	58
Figura 4.5 - Investimento (%) _____	58
Figura 4.6 – Número de empregados _____	59
Figura 4.7 - Número de dirigentes _____	59
Figura 4.8 - Dimensão do ativo (em milhares de euros) _____	60
Figura 4.9 - Participação do Maior Acionista (%) _____	60
Figura 4.10 - Crescimento do resultado líquido (em milhares de euros) _____	61
Figura 4.11 - <i>Cash flow</i> 2009 _____	62
Figura 4.12 - Valores do Capital Próprio _____	62
Figura 4.13 - Valores do Passivo Não Corrente _____	63
Figura 4.14 - Valores do Passivo Corrente _____	63
Figura 4.15 - Comparação entre os valores do capital próprio, do passivo não corrente _____	64

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 3.1 – Unidades hoteleiras por categoria e classificação _____	42
Tabela 3.2 – Hotéis por número de unidades e classificação _____	43
Tabela 3.3 – Hipóteses formuladas e determinantes testados _____	45
Tabela 3.4 – Variáveis em estudo respetivas fórmulas _____	52
Tabela 4.1 - Número de unidades hoteleiras da amostra por concelho _____	53
Tabela 4.2 - Estatísticas descritivas da totalidade da amostra _____	55
Tabela 4.3 Estatísticas descritivas da amostra por categoria da unidade hoteleira _____	57
Tabela 4.4 - Matriz de correlações de <i>Pearson</i> _____	64
Tabela 4.5 - Matriz de Correlações de <i>spearman</i> _____	65
Tabela 4.6 - Coeficientesa _____	66
Tabela 4.7 - Comparação entre os resultados obtidos e os resultados esperados _____	69

1. INTRODUÇÃO

1.1. Enquadramento da temática

The view that capital structure is literally irrelevant or that “nothing matters” in corporate finance, though still sometimes attributed to us, is far from what we ever actually said out about the real-world applications of our theoretical propositions. (Miller 1988)

Nos últimos anos têm-se verificado inúmeros estudos empíricos sobre a estrutura de capital das empresas em inúmeros países e de diferentes setores de atividade. Apesar de existirem várias teorias que tentam explicar a relação entre os capitais próprios e os capitais alheios das empresas, ainda não foi possível definir as condicionantes da estrutura de capital utilizada pelas empresas, pois este é um tema bastante complexo e que depende muito das decisões e das políticas de financiamento de cada empresa, mas também de muitas outras condições e determinantes internas e externas.

No que diz respeito aos estudos efetuados nas últimas décadas, destaca-se o muito citado e pioneiro estudo de Modigliani e Miller (1958), que defende que a estrutura financeira de uma empresa não é importante, na medida em que esta não contribui para aumentar o seu valor de mercado, dados os pressupostos limitativos do estudo. Foi essencialmente a partir deste trabalho que muitos investigadores se interessaram por esta problemática e desenvolveram várias teorias e estudos empíricos na tentativa de comprovar a existência de fatores com capacidade para influenciar a estrutura de capital adotada pelas empresas. Ainda assim os resultados verificados têm-se revelado pouco homogêneos, pelo que ainda não foi possível retirar uma conclusão válida acerca dos determinantes (financeiros ou outros) e das teorias explicativas da estrutura de capital.

Existem realmente vários fatores que podem influenciar a forma como as empresas relacionam os capitais próprios e alheios para financiar o seu negócio, mas a “receita” para uma estrutura ótima de capital ainda não foi encontrada. Neste contexto, torna-se fundamental adquirir um melhor e maior conhecimento das características da estrutura de capital adotada pelas empresas de um determinado sector de atividade onde os objetivos e as dificuldades económicas são semelhantes.

Também o tema do *corporate governance* tem ganho lugar na discussão sobre práticas e decisões empresariais, como as financeiras por exemplo, em especial desde o início da

crise económica e financeira. Segundo Esperança *et al.* (2011), persiste a dúvida acerca do modelo de controlo e de gestão das empresas modernas no que concerne à eficiência do mesmo para o desenvolvimento empresarial e económico. A decisão concentrada num grupo de gestores (ou agentes) e o sistema de remunerações que premeia e incentiva o risco, modelo anglo-saxónico que tem vindo a estender-se aos restantes países, tem sido apontado como estando na base da crise (mundial). Em Portugal, o tema do *corporate governance* ainda é pouco debatido, julga-se que tal se deve ao facto de ter havido até há pouco tempo pouca informação disponível por parte das estatísticas nacionais, por dificuldades na colaboração por parte das empresas ou por possuímos um mercado de capitais pouco desenvolvido.

Em termos da hoteleira, os estudos existentes são ainda menos, facto que despertou o interesse da autora desta tese, uma vez que esta trabalha no sector hoteleiro. Contudo, o Turismo é um sector com grande impacto em todos os continentes e que, apesar da quebra sentida em 2009 em Portugal e igualmente em outros destinos turísticos tradicionais, se mantém como uma das atividades que mais gera emprego, volume de negócio e resultados a nível nacional. O alojamento hoteleiro – hotéis e hotéis-apartamentos – correspondeu nesse ano a cerca de 71% das dormidas registadas por turistas, o que o torna um segmento com interesse relevante para a aplicação do presente estudo.

1.2. Objetivos da investigação

Face ao exposto no ponto anterior, o presente trabalho visa estudar a estrutura de capital dos hotéis e hotéis-apartamentos de 4 e 5 estrelas no Algarve, de modo a contribuir para um maior conhecimento acerca da forma de financiamento e dos determinantes do endividamento destas empresas. Estas categorias que serão objeto deste estudo correspondem a 64% das unidades de alojamento categorizadas como de 4 e 5 estrelas.

Assim, com este estudo pretende-se atingir os seguintes objetivos:

- Assimilar novos conceitos relacionados com a estrutura de capital, nomeadamente, teoria de Modigliani e Miller, do efeito fiscal, dos custos de falência, da agência, informação assimétrica e sinalização, *pecking order model* e *corporate governance*.

- Conhecer a estrutura de capital da indústria hoteleira do algarve das unidades de 4 e 5 estrelas
- Determinar as variáveis financeiras explicativas do nível de endividamento das empresas hoteleiras algarvias, com base nas teorias financeiras e na *corporate governance*, como a rendibilidade, o nível de investimento, a distribuição de dividendos, o crescimento de resultados e o nível do *cash flow*;
- Determinar outras variáveis explicativas do endividamento das empresas hoteleiras algarvias como a dimensão, o número de dirigentes e a participação do maior acionista.

1.3. Estrutura do trabalho

Para além deste capítulo introdutório, onde se apresenta o tema a abordar e a forma como será estudado, o presente estudo é composto por mais quatro capítulos conforme se apresenta seguidamente.

Na primeira seção do capítulo 2 apresenta-se a revisão bibliográfica sobre as diversas teorias financeiras da estrutura do capital, apresentam-se as teorias que melhor caracterizam os conceitos relacionados com a estrutura de capitais, nomeadamente, teoria de Modigliani e Miller, teoria do efeito fiscal, teoria dos custos de falência, teoria da agência, teoria da informação assimétrica, teoria da sinalização, *pecking order model* e finalmente o *corporate governance*.

Na segunda seção do capítulo 2 é apresentado uma descrição da evolução do turismo, dando-se ênfase ao caso particular do Algarve. Nesta mesma seção é apresentada uma caracterização da oferta de alojamento turístico a nível nacional e, posteriormente, a nível do Algarve.

No capítulo 3 apresenta-se a metodologia utilizada na elaboração do estudo empírico, apresentando-se as hipóteses propostas para os possíveis determinantes da estrutura de capital das unidades hoteleiras. Por fim faz-se referência às teorias que suportam cada uma das variáveis em estudo no qual se apresentam o resultado, ou a relação expectável entre a variável dependente (endividamento) e as diversas variáveis independentes ou explicativas.

No capítulo seguinte, capítulo 4, são apresentados e discutidos os resultados obtidos através da investigação empírica. Inicialmente faz-se uma caracterização da amostra, posteriormente é apresentado o estudo estatístico relativo à correlação entre o endividamento e as variáveis independentes. Por fim, discutem-se os resultados obtidos, comparando os mesmos com os estudos empíricos realizados, tendo em conta as hipóteses propostas neste estudo.

No capítulo 5 faz-se um breve sumário dos resultados obtidos com o estudo empírico, apresentam-se as conclusões deste e faz-se ainda referência às limitações verificadas e a algumas sugestões para futuros trabalhos de investigação nesta área.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Estrutura de Capital

A estrutura de capital é um dos temas mais abordados no âmbito das finanças empresariais e representa a forma como as empresas utilizam o capital próprio e o capital alheio para financiar os seus ativos. A composição das fontes de financiamento é um elemento de capital importante no equilíbrio patrimonial, no grau de risco e na minimização do custo do capital. De forma geral, os capitais próprios são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto que os capitais alheios envolvem os recursos obtidos através do endividamento (obrigações e empréstimos bancários). Os fatores que afetam a escolha da proporção adequada entre capitais próprios e alheios devem ser permanentemente avaliados pelo gestor financeiro de forma a obter a estrutura de capitais que maximiza o valor da empresa. Vários são os estudos efetuados nesta área, no entanto, apesar de existirem diferentes teorias, verifica-se que não existe ainda uma base teórica sólida que explique as estruturas de capital utilizada pelas empresas (Silva, 2009).

“When corporations decide on the use of debt finance, they are reallocating some expected future cash flows away from equity claimants in exchange for cash up front. The factors that drive this decision remain elusive despite a vast theoretical literature and decades of empirical tests” (Frank e Goyal, 2007).

Sabe-se que o objetivo principal de uma empresa é a maximização do lucro, mas segundo Van Horne (1992), este é ainda um conceito muito vago e que não considera os riscos dos fluxos monetários futuros que derivam da capacidade de obtenção de lucro e do montante de dívida que a empresa terá na sua estrutura de capitais.

2.1.1. Visão tradicionalista

Os tradicionalistas defendem a existência de uma estrutura ótima de capital para cada empresa. Esta estrutura ótima dá-se através da combinação de capital próprio e capital alheio que permite maximizar o valor de mercado da empresa e minimizar o custo do capital médio ponderado.

Durand (1952) e Solomon (1959), citados por Correia (2008), referem que para certo nível de endividamento, o custo da dívida mantém-se, enquanto que o custo do capital próprio aumenta à medida que a empresa adiciona capital alheio, pois o acréscimo de risco financeiro tem de ser compensado. Desta forma, verifica-se que o valor de mercado da empresa é positivamente afetado pela utilização da dívida.

Esta visão defende ainda que o valor da empresa beneficia do recurso à dívida, pois o custo do capital alheio é menor que o custo do capital próprio, ou seja, o custo médio do capital é tanto menor quanto mais capitais alheios a empresa utilizar. No entanto, quando a empresa atinge um determinado nível de endividamento, em que o valor da empresa atinge um valor de mercado máximo com um valor mínimo de capital próprio, a empresa está a incorrer num enorme risco financeiro, neste caso os detentores do capital alheio exigem valores mais elevados de remuneração. Desta forma o custo médio ponderado do capital volta a aumentar, e neste último caso o valor da empresa será afetado negativamente com a utilização da dívida.

2.1.2. Modigliani e Miller

Segundo o artigo apresentado por Modigliani e Miller (1958), os mesmos defendem que a valorização de uma empresa não está dependente da sua estrutura de capital. Este artigo foi alvo de grandes críticas pois coloca em causa a abordagem tradicionalista acima referida por se basear em pressupostos redutores da realidade financeira dos mercados e das empresas. Neste contexto Modigliani e Miller criaram um modelo composto pelas seguintes proposições:

Proposição I

Os autores defendem a não existência de uma estrutura ótima do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) uma vez que o valor das ações não seria afetado pela proporção de capitais próprios ou alheios, sendo a empresa afetada pela questão económica e não pelo financiamento da mesma. Deste modo os autores afirmam que não é possível reduzir o custo do capital com a substituição de capital próprio por capital alheio, pois embora o capital alheio possa apresentar um custo inferior à medida que o montante de dívida aumenta o risco do capital próprio torna-se maior, logo mais caro. Este modelo apoia-se também numa estrutura de equilíbrio parcial de mercado, no

qual empresas semelhantes com idênticas taxas de rendibilidade e graus de risco equivalentes têm o mesmo preço. Isto equivale a considerar que todos os projetos da mesma empresa têm o mesmo risco operacional.

Proposição II

Nesta proposição Modigliani e Miller afirmam que o custo do capital próprio aumenta com o aumento do nível de endividamento de uma empresa, ou seja, quanto maior for o nível de endividamento maior é a taxa de rendibilidade do capital próprio ou custo do capital próprio, o que é motivado pelo facto do nível de risco do capital próprio aumentar com o endividamento.

2.1.3. Teoria do efeito fiscal

Após a apresentação das proposições acima expostas, Modigliani e Miller (1963) efetuaram uma revisão aos seus trabalhos considerando os benefícios dos efeitos fiscais sobre o rendimento das empresas.

Com esta revisão os autores concluíram que a política de endividamento face ao valor da empresa e ao custo médio ponderado não é indiferente, aumentando o valor da empresa com o aumento da dívida na estrutura de capital da empresa. Nesta altura, Modigliani e Miller consideravam que as empresas deviam financiar o maior montante possível dos seus investimentos com dívida, pois quanto maior o endividamento, maior o nível de encargos financeiros que por sua vez dava lugar à poupança fiscal.

Segundo o trabalho de Modigliani e Miller em 1963, o valor da empresa endividada e a riqueza dos seus acionistas aumenta à medida que o endividamento aumenta, no entanto, o custo médio do capital diminui à medida que a empresa aumenta o seu nível de endividamento. Concluindo-se assim que, a estrutura ótima do capital será constituída pela totalidade de capitais alheios, alertando contudo para o facto de que a empresa não se deve endividar na sua totalidade pois deve preservar um certo nível de flexibilidade e de autonomia financeira.

Este modelo não é de todo claro no que diz respeito ao efeito provocado pela dívida sobre o investidor. Existem vantagens que provêm da possibilidade da empresa deduzir

fiscalmente os juros da dívida e ao mesmo tempo existem desvantagens para o investidor que é titular dessa dívida, pois tem de pagar impostos sobre os juros que receber da empresa.

Deste modo conclui-se que neste modelo não existe um ponto ótimo para cada empresa, existindo somente um ponto ótimo para cada sector e conseqüentemente um nível de endividamento ótimo. Quando as empresas se começam a endividar obtêm benefícios fiscais se colocarem os seus títulos de dívida, as obrigações, junto de investidores isentos de impostos.

2.1.4. Teoria dos custos de falência

Nos estudos anteriormente apresentados, os custos de falência não eram considerados pois Modigliani e Miller consideravam que a sua influência seria insignificante quando comparados com a poupança fiscal. Após a apresentação do trabalho de Modigliani e Miller (1963) muitos outros autores efetuaram estudos no sentido de verificar qual o nível de significância dos custos de falência na estrutura de capitais.

Neste sentido, Baxter (1967), foi dos primeiros autores a apresentar um artigo considerando os riscos de falência, dizendo que:

“It has been argued above that the risks associated with excessive leverage will likely increase the cost of capital of the firm. A high degree of leverage increases the probability of bankruptcy and therefore increases the riskiness of the overall earnings stream. Since there appear to be very real costs associated with bankruptcy, other things equal, excess leverage can reduce the total value of the firm.”

De acordo com Baxter (1967) existe a possibilidade do endividamento excessivo aumentar o custo do capital da empresa, pois um elevado nível de alavanca aumenta a probabilidade de falência e também o risco dos fluxos esperados. Desta forma, o endividamento excessivo pode limitar a rentabilidade económica da empresa, reduzindo

o valor desta e, por conseguinte, conduzindo a empresa à situação de falência e a suportar custos de falência¹.

Warner (1977) concluiu que os custos de falência são insignificantes, pois estes correspondiam a 1% do valor da empresa no início do processo e 5,3% no mês de declaração oficial, desta forma o autor defende que os custos de falência não devem ser considerados como fator determinante na estrutura de capital. O autor concluiu ainda que existe uma relação inversa entre o valor de mercado das empresas e o respetivo custo de falência, ou seja, as empresas de valor de mercado mais reduzido apresentam uma percentagem inferior de custos de falência.

No que diz respeito aos custos indiretos, Altman (1984) foi o primeiro a desenvolver um estudo empírico sobre os mesmos, considerando que Warner (1977) ignorou os principais custos². Através do seu estudo, Altman constatou que os custos indiretos são em média 11% a 17% do valor da empresa nos três anos anteriores à falência, chegando a exceder 20% do valor do mercado da empresa no período imediatamente anterior à falência.

Kraus e Litzenberger (1973) e Fiocca (1990) sugeriram acrescentar à função da determinação do valor da empresa definido por Modigliani e Miller (1963), a subtração dos custos de falência. Os autores defenderam que o valor máximo da empresa, resulta do *trade-off* entre a poupança fiscal, causado pelo recurso à dívida, e o valor dos custos de falência. Concluem ainda que o valor da empresa é independente da sua estrutura de capitais quando se está em contexto de mercados perfeitos.

Scott (1976), considerando a existência de custos de falência, verifica que o valor de liquidação dos ativos de uma empresa em falência é inferior ao valor de mercado de outra com uma boa situação financeira, enquanto que o valor de uma empresa não falida depende dos resultados esperados e do valor de liquidação dos seus ativos. Concluindo que o nível ótimo de dívida é uma função crescente do valor de liquidação do ativo, da

¹ Custos diretos – custos legais e administrativos do processo de falência e liquidação ou reorganização da empresa (cerca de 3% do valor da empresa); Custos indiretos – perda do negócio decorrente da impossibilidade de operar e da perda de confiança de clientes e fornecedores; custos de agência que resultam do conflito de interesses entre acionistas e detentores de dívida (cerca de 20% do valor da empresa)

² Perdas de oportunidade de gerência, perdas nas vendas e lucros, o alto custo dos novos créditos e a dificuldade ou impossibilidade de obtenção de novos empréstimos

taxa de imposto e da dimensão da empresa, pois o valor da empresa e o nível de endividamento comportam-se no mesmo sentido da liquidação do ativo devido à redução dos custos de falência.

Desta forma, pode dizer-se que empresas de grande dimensão endividam-se mais do que empresas de pequena dimensão porque o valor do seu ativo e dos seus resultados assim o permite uma vez que o endividamento ótimo aumenta de forma proporcional relativamente aos aumentos dos resultados e do valor de liquidação da empresa.

Kim (1978), utilizando o modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), afirma que o maior nível de endividamento de uma empresa é inferior a 100% devido aos custos de falência, e a estrutura do capital só será considerada relevante se o nível mais elevado de endividamento ficar estabelecido num nível inferior ao limite máximo do endividamento. O autor relembra ainda que o aumento do risco de falência faz com que os credores exijam uma remuneração mais elevada de forma a compensar o risco, deste modo quando o endividamento implica custos de falência superiores à poupança fiscal, existirá um aumento do custo de capital.

Os autores Kim (1978), Scott (1976), Kraus e Litzenberger (1973) defendem a existência de uma estrutura ótima de capital, sendo que esta é alcançada quando o valor atual da poupança fiscal decorrente da dedutibilidade dos juros da dívida adicional é igual ao valor atual dos custos de falência que a mesma acarreta (Correia, 2003).

Mais recentemente Brealey e Myers (2007), referem que as falências não são “baratas, rápidas e sem dor”, pois existem custos elevados resultantes do processo de falência das empresas. Estes custos incluem não só custos diretos dos ativos, honorários pagos a advogados e despesas dos tribunais, mas também custos indiretos da empresa relativos ao processo de liquidação da mesma.

Cremers *et al.* (2007), alertam ainda para o facto de, devido ao processo de falência, poder ocorrer uma reestruturação dos direitos dos credores da empresa, sendo que os direitos contratualizados entre as partes nem sempre estão totalmente salvaguardados.

2.1.5. Teoria da agência

A teoria da agência foi introduzida definitivamente no campo das finanças através do estudo de Jensen e Meckling (1976), “*Theory of the firm: management behavior, agency costs and ownership structure*”.

Estes definiram a relação de agência como “...um contrato onde uma ou mais pessoas (o(s) principal(ais)) contratam outra pessoa (o agente) para desempenhar determinado serviço em seu nome, mediante uma delegação de poderes ao agente”.

A teoria da agência assenta na geração de conflitos de interesses que podem existir nas empresas entre os sócios/acionistas e dirigentes e entre os sócios/acionistas e credores. Nesta teoria, uma vez que os parceiros (dirigentes, acionistas e credores) têm objetivos e interesses específicos e diferentes, surgem com frequência problemas de agência que por sua vez originam custos de agência.

O conflito de interesses entre acionistas e gestores surge quando os gestores tendem a agir em seu próprio interesse em detrimento do dos acionistas. O gestor tem incentivos para maximizar a sua riqueza pessoal, privilegiando a segurança no emprego, o estatuto social e outras regalias.

Jensen (1986) admite que quando a gestão não detém a totalidade do capital, existe uma parte de direitos que não lhes são devidos dado que estes comportam todo o custo a nível de esforço e empenho profissional e recebem apenas uma pequena parte dos benefícios, estes não são totalmente diligentes na defesa dos interesses dos acionistas. Desta forma o autor sugere o recurso à dívida como forma de reduzir os conflitos de interesses, uma vez que esta constitui uma obrigação contratual pela empresa, a qual irá incentivar os gestores a desempenharem melhor as suas funções, a terem menos regalias e a tomarem melhores decisões de investimento de modo a evitarem a falência da empresa. No entanto, o recurso ao endividamento reduz os *cash flows* disponíveis, verificando-se uma diminuição do poder discricionário de gestão.

Jensen (1986) e Stulz (1990) consideram ainda que a gestão retira a utilidade da administração de empresas grandes, pois estes têm incentivos para aumentar a sua dimensão, ainda que esse objetivo seja diferente dos interesses dos acionistas. Os

autores consideram ainda a hipótese da implementação de projetos com valor negativo, pois na ausência de oportunidades de investimento com valor atual líquido positivo, esta é a única forma de aumentar a sua dimensão. Com esta hipótese, o endividamento iria impedir que empresas com poucas oportunidades de investimento tenham problemas de sobre investimento.

Após o estudo de Jensen e Meckling (1976), Myers (1977) reformulou o estudo dizendo que o endividamento pode originar políticas de investimento subótimas, do ponto de vista da maximização do valor da empresa. Myers (1977) acredita ainda que as empresas com boas oportunidades de crescimento deviam evitar o recurso ao endividamento, tendo observado ainda que as empresas com maior nível de risco endividam-se mais do que aquelas que se revelam menos arriscadas.

Stulz (1990) sustentou a predição de Jensen (1986), em que as empresas com boas oportunidades de investimento perspetivam ter menores níveis de dívida do que as empresas que se encontram em fase de maturidade, com lento crescimento e que pertencem a sectores de atividade que geram elevados fluxos de caixa.

Em 1990 Harris e Raviv efetuaram também um estudo sobre os conflitos entre sócios/acionistas e dirigentes. Nesse estudo defendem que o conflito é gerado pelo desacordo entre as partes sobre a decisão de liquidação da empresa, isto é, enquanto os dirigentes desejam a continuidade da empresa, os sócios/acionistas têm maior propensão para a sua liquidação. Harris e Raviv (1990) referem ainda que quanto mais elevado for o valor de liquidação da empresa maior será o seu nível de endividamento e o seu valor de mercado, que as empresas que oferecem elevadas rendibilidades têm associados elevados níveis de endividamento e, que o recurso ao endividamento é independente da dimensão da empresa.

Como articulado por Berger e Patti di Bonaccorsi (2006), as medidas de eficiência estão mais próximas da definição teórica dos custos de agência e têm a vantagem sobre a medida mais tradicional de desempenho da empresa baseada em indicadores financeiros na medida em que controlam para empresa fatores específicos que estão fora do controlo de gestão e que não fazem parte dos custos de agência.

2.1.6. Teoria da informação assimétrica e sinalização

A teoria da informação assimétrica considera que os intervenientes na empresa não dispõem todos da mesma informação, pois os gestores e os administradores possuem informações que os investidores não têm, tal como os investidores possuem informações que os gestores e administradores desconhecem, gerando-se assim uma assimetria de informação entre os vários intervenientes da empresa. Esta assimetria de informação originou duas abordagens sobre a estrutura de capital.

Uma das abordagens explica que a estrutura de capital utilizados pela empresa no seu financiamento é uma forma de sinalizar para o exterior a informação detida pelos internos (teoria da sinalização), sendo que a segunda abordagem refere que a empresa decide o seu financiamento de forma a encontrar um rácio de endividamento que maximize as vantagens fiscais derivadas do recurso à dívida e que ao mesmo tempo minimize os custos de insolvência que poderão ocorrer (teoria do *pecking order*).

2.1.6.1. Teoria da sinalização

A teoria da sinalização pressupõe que a estrutura de capital é uma forma de sinalizar a informação detida pela gestão a transmitir aos investidores. Esta sinalização tem como objetivo passar informação ao mercado de forma a permitir que este faça uma avaliação do estado atual da empresa, seja ele bom ou mau. Tendo em conta a relevância desta sinalização, a mesma deverá ser o mais verdadeira possível, credível, válida e eficaz. Como sinais utilizados temos: a estrutura de capital, os dividendos, a emissão de novas ações e obrigações e ainda o anúncio de novos investimentos.

Para Ross (1977) a estrutura de capital de uma empresa constitui um sinal que transmitirá ao mercado qual o tipo de empresa em presença. O autor criou um sistema de incentivos e punições que de certa forma irá obrigar os gestores a transmitirem sinais verídicos no que diz respeito à situação da empresa, em que sinalizam aos investidores externos através de um maior ou menor recurso ao endividamento. Para os gestores, um elevado grau de endividamento é sinal que se trata de uma empresa de qualidade, sendo que uma empresa com uma situação financeira má terá um baixo grau de endividamento. Segundo o autor, o valor da empresa, o seu grau de endividamento e a possibilidade de falência da mesma, serão interpretados pelos investidores como um

sinal positivo. No entanto, caso se verifique um aumento dos custos de falência, mantendo-se tudo o resto constante, será necessário diminuir o endividamento, de forma a reduzir a possibilidade da empresa entrar em falência.

De acordo com Ross (1977), pode-se concluir que o recurso à dívida, na estrutura de capital de uma empresa, permite a redução dos custos de informação assimétrica, pois os investidores irão diferenciar as empresas através do seu rácio de endividamento.

2.1.6.2. Teoria do pecking order

Outra teoria da estrutura de capital é a *pecking order model*. Esta teoria baseia-se numa hierarquia de financiamento, explicada pela transação e emissão dos custos de argumentação. Neste caso, uma empresa que necessita de capital para um projeto novo terá de utilizar em primeiro lugar os seus ganhos que estão retidos. Depois deverão então emitir dívida e apenas no fim deverão optar por uma nova emissão de capital. Myers e Majluf (1984) explicam que as emissões de capital são conhecidas como um mau sinal para os investidores, uma vez que são particularmente lucrativas para as empresas que já estão sobrevalorizadas.

Com o intuito de melhor compreender a relação da informação assimétrica entre os gestores e investidores nas decisões de financiamento da empresa, Myers e Majluf (1984) elaboraram um modelo que explica de que forma as decisões de investimento são influenciadas pelas decisões de financiamento demonstrando que a gestão da empresa poderia não implementar projetos com valor atual líquido positivo em que houvesse necessidade de financiamento através da emissão de novas ações que nesta situação estariam subavaliadas, o que implicaria uma transferência de valor dos antigos acionistas para os novos. Este estudo revelou ainda que os novos projetos das empresas são financiados em primeiro pela retenção de resultados e outras origens internas, em seguida pela emissão de obrigações e só por último pelo aumento do capital, escolhendo sempre os meios de financiamento de menor risco em detrimento dos outros.

Com base neste estudo, Myers (1984) esclareceu ainda que a estrutura de capital de uma empresa não se traduz num nível ótimo de endividamento que maximiza o valor da empresa, tratando-se de um resultado acumulado de sucessivas decisões ótimas das

fontes de financiamento seguindo uma hierarquia, de forma a mitigar os custos derivados da assimetria de informação.

Segundo Myers (1984) o problema do *pecking order* é que os investidores já sabem que as empresas vão recorrer à emissão de novas ações apenas quando estas se apresentarem sobrevalorizadas, sendo que só vão adquiri-las quando a capacidade de endividamento da empresa tiver atingido o seu limite. Assim, as empresas preferem o recurso à dívida em vez da emissão de novas ações, sendo que a emissão de dívida sinaliza positivamente a empresa pois demonstra a existência de oportunidades de crescimento e a capacidade de financiamento enquanto que a emissão de novas ações sinaliza negativamente a empresa pois:

“the manager worries about the value of the "old" shareholders' stake in the firm. [...] investors know the manager will do this. In particular, the "new" investors who purchase any stock issue will assume that the manager is not on their side, and will rationally adjust the price they are willing to pay”
(Myers, 1984, p. 583).

Myers e Majluf (1984, p. 220) referem que:

“When managers have superior information, and stock is issued to finance investment, stock price will fall, other things equal. This action is nevertheless in the (existing) stockholders' interest. If the firm issues safe (default-risk free) debt to finance investment, stock price will not fall“

Isto é, quando os investidores possuem menos informação sobre o valor da empresa, os preços das ações podem ser subavaliados pelo mercado. Tendo em conta que os recursos gerados internamente não possuem custos de transação, estes são a primeira opção da empresa quando necessitam de financiamento para novos projetos de investimento.

Através da teoria do *pecking order* é possível compreender porque a maioria do financiamento externo é derivado da emissão de dívidas e porque empresas mais lucrativas são menos endividadas. Empresas mais lucrativas têm mais recursos internos

disponíveis para financiar suas atividades e empresas menos lucrativas necessitam de financiamento externo (Myers, 2001).

Em suma, com base na teoria do *pecking order*, as empresas preferem financiar o seu crescimento com fundos gerados internamente, através da retenção dos excedentes de fundos gerados por projetos viáveis. Quando as empresas não dispõem de autofinanciamento, então recorrem ao financiamento externo (dívida), seguido do recurso à emissão de ações.

2.1.7. Corporate governance

“The power-sharing relationship between investors and managers is defined by the rules of corporate governance”, Gompers et al. (2003).

Os problemas relacionados com o *corporate governance* ou governo das sociedades apareceram há muitos anos atrás, aquando do surgimento das organizações. No entanto, desde que surgiram os primeiros trabalhos referindo-se ao tema do governo das sociedades este tem-se tornado um assunto largamente debatido à escala mundial, tornando-se prática comum a sua associação às diversas decisões empresariais.

As principais intervenções em matéria de *corporate governance* foram desencadeadas por situações de crise, tais como o Código Cadbury (1992), que reagiu a escândalos de sociedades britânicas (BCCI, Mirror Group) e aos princípios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) em 1999, de vocação mundial, foram resposta à crise asiática de 1997-1998. Os casos das empresas Enron, Tyco, WorldCom e outros em 2002 foram também razões pelas quais foi criado o código de *corporate governance*, pois nos últimos anos estavam a verificar-se regularmente problemas de credibilidade da informação financeira prestada e da eficácia do sistema de fiscalização das sociedades cotadas em bolsa.

Todos estes acontecimentos revelaram a importância do governo das sociedades, evidenciando que as boas práticas são fundamentais para mostrar confiança e respeitar os interesses dos investidores, credores e restantes intervenientes, incluindo fornecedores, clientes e próprios empregados da empresa, em suma de todos os *stakeholders*.

2.1.7.1. Conceitos e abordagens

O *corporate governance* define como principais objetivos a equidade no tratamento dos *stakeholders*, a transparência na gestão, o alinhamento de interesses na organização e a responsabilidade. Segundo John e Senbet (1998), o *corporate governance* trata dos mecanismos através dos quais os *stakeholders* exercem o controlo sobre os gestores da empresa protegendo os seus interesses. Segundo Lodi (2000) o *corporate governance* é compreendido como o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderado pelo conselho de administração.

A OCDE define, em 1999, o *corporate governance* como:

“...o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A estrutura do governo das sociedades específica a distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes na empresa - o conselho de administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes - e dita as regras e procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e a forma de atingi-los e de monitorizar o seu desempenho”.

Os princípios da OCDE têm sido os mais influentes em todo o mundo, realçando a importância da limitação de comportamentos fraudulentos, do empenho no prosseguimento de uma conduta baseada na igualdade (justiça), na divulgação atempada da informação com critérios de rigor (transparência), numa monitorização eficaz e na responsabilização do órgão de gestão (*accountability*), de agir em concordância com a regulação e legislação em vigor.

Segundo Bebchuck (2002), um bom *corporate governance* é medido pelo acesso que os investidores têm à informação relevante sobre o desempenho da empresa e notícias sobre os seus processos eleitorais e votações.

Barca (1998) refere que o *corporate governance* trata dos conflitos de interesses entre o investidor (o qual procura garantias de retorno dos seus investimentos) e o administrador, que procura exercer o controlo a nível estratégico da empresa sem

interferência do investidor. Segundo Monks e Minow (2001), o desafio do *corporate governance* é garantir o equilíbrio entre as partes permitindo ao administrador maximizar o valor do proprietário.

A definição proposta pela CMVM (2003) defende que o governo das sociedades é “...um sistema de regras e conduta relativo ao exercício da direção e controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”.

Várias são as definições de governo das sociedades, sendo que numa perspetiva mais restrita, a governação empresarial foca-se nas relações entre os gestores, administradores e acionistas, tendo em vista a minimização dos conflitos de interesse entre estes. A definição proposta pela OCDE em 2004 diz que:

“A governação empresarial envolve um conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, o conselho de administração, os acionistas e os restantes constituintes. A governação empresarial também fornece uma estrutura através da qual os objetivos da empresa são estabelecidos e os meios de os atingir e de monitorizar o desempenho são determinados.”

Em 2006, o governo português sentiu a necessidade de desenvolver um pouco mais a vertente do governo das sociedades, elaborando para o efeito um Livro Branco sobre o governo das sociedades em Portugal, pois existia alguma carência a nível de dados sobre esta matéria e uma quase total ausência de tratamentos dos mesmos que teriam de vir a ser alterados. O Livro Branco (2006) designa o governo das sociedades como o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência. Para que a implementação tenha sucesso, o governo de cada empresa deve contemplar mecanismos de gestão que induzam a uma eficiente afetação de recursos e mecanismos que exijam a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados. Sem estes mecanismos as empresas pura e simplesmente não funcionariam.

Os mecanismos de gestão permitem que se tomem decisões e se promova a sua concretização, apenas desta forma se poderão atingir em termos ótimos os objetivos da empresa. No entanto, dado que as empresas têm diferentes tipos de capitais nem sempre é possível e necessária a implementação desses mecanismos.

De acordo com Williamson (1996), a qualidade do *corporate governance* pode influenciar as decisões de financiamento na medida em que as empresas com melhor nível de *corporate governance* possuem condições mais vantajosas para captar recursos externos. Williamson (1996) refere ainda que a estrutura de capital escolhida pela empresa funciona como mecanismo complementar de *corporate governance* na medida em que o endividamento atua como força disciplinadora, limitando a discricionariedade dos gestores.

É de realçar a extrema importância na implementação das normas e linhas orientadoras do *corporate governance* nas organizações, no entanto, esta por si só não cria o valor/sucesso das empresas, sendo crucial a criação sustentável de valor. A indevida utilização do *corporate governance* pode inclusivamente arruinar uma empresa (Henriques, 2007).

2.1.7.2. Desempenho empresarial e teorias financeiras

Em 2002, Yeh *et al.* afirmaram que um dos maiores benefícios do *corporate governance* foi o aumento dos resultados operacionais e a prevenção contra as fraudes.

De acordo com os autores Black *et al.* (2002), as empresas com maior nível de *corporate governance* apresentam melhor desempenho do que as empresas com menor nível, pois este permite não só fornecer informações aos investidores, diminuindo a assimetria da informação, como também permite que a empresa tome melhores decisões melhorando deste modo os seus resultados.

A participação dos acionistas no *corporate governance* está essencialmente relacionado com o controlo da gestão da empresa, em que a principal intenção é impor mudanças na estrutura organizacional da mesma de forma a melhorar os seus resultados financeiros. Carleton e Weisbach (1998) efetuaram um estudo onde concluíram que os benefícios da participação dos acionistas dependem dos diversos tipos de questões ou assuntos

empresariais envolvidos, quanto à sua magnitude os benefícios seriam pequenos ou quase insignificantes.

Em 1996, Smith analisou os resultados operacionais e financeiros de 51 empresas, norte-americanas descobrindo que a nível financeiro a empresa apresentava melhores resultados com a participação dos acionistas na gestão e que estes diminuía em empresas que não adotavam esta estratégia.

Berndt (2000) efetuou uma pesquisa sobre a concentração da propriedade de empresas de diversos países, concluindo que as diferentes formas de desenvolvimento experimentadas pelos diferentes países provocam grande variação dos níveis de propriedade, que é mais sentida nos países em desenvolvimento onde a concentração é maior.

La Porta *et al.* (1998) afirmam que o controlo de ações muito concentrado em grandes empresas tem um impacto negativo na proteção do investidor. Por outro lado, os autores efetuaram um estudo onde foram analisadas as estruturas das ações de 27 economias ricas, procurando identificar os principais acionistas das firmas e concluíram que os grandes acionistas possuem um controlo excessivo, pelo facto de eles próprios administrarem as firmas que controlam.

De acordo com Soares (2009), outra questão fulcral no âmbito do *corporate governance* é a separação entre a propriedade e a gestão, através da qual surge a assimetria de informação. Esta assimetria surge devido ao facto dos gestores possuírem mais e melhor informação comparativamente aos acionistas, nomeadamente, ao nível da situação atual da empresa e também ao nível do futuro. Tendo em conta esta situação, verifica-se que na maioria dos casos o gestor é detentor de informação que o acionista desconhece, podendo ainda o gestor omitir algumas informações do acionista. O acionista por sua vez, se não possuir a informação completa e correta não estará apto a efetuar com rigor a avaliação do resultado das suas ações.

Tal como exposto por Black (2000), um dos objetivos do *corporate governance* é extinguir a assimetria de informação aumentando a transparência nos mercados. Os gestores possuem informações que teriam bastante relevância e utilidade para os

investidores, no entanto, é de conhecimento público, que tal facto se torna difícil devido aos benefícios que os gestores recebem ao omitirem problemas e sobrevalorizando as expectativas de futuro.

Hermalin e Weisbach (2008) defendem que a divulgação da informação é de extrema importância, no entanto, advertem que esta pode-se comparar a uma “arma de dois gumes”, ou seja, é uma situação que tem vantagens e desvantagens. Desta forma, deve existir um equilíbrio entre vantagens e desvantagens que permitam a maximização dos proveitos. Hermalin e Weisbach (2007) propõem que a informação seja transparente de modo a facilitar o papel dos administradores na monitorização e avaliação do CEO, contudo, quanto mais detalhada for a informação enviada ao mercado maior é o risco a que este está exposto. A divulgação da informação é essencial na medida em que o *corporate governance* se caracteriza por um correto uso da informação, da implementação de incentivos e ainda na forma como são tomadas as decisões (Monks e Minow, 2001).

De acordo com La Porta *et al* (2000), sempre que a informação não é suficiente e perceptível, esta poderá prejudicar a atividade dos mercados, aumentar a volatilidade e o custo dos capitais, e em consequência os recursos disponíveis na empresa não estão a ser bem aproveitados.

A implementação das boas práticas do *corporate governance* é uma garantia para os investidores de que a informação transmitida está correta e que sobretudo é verdadeira. Uma vez solucionado o problema da assimetria da informação a empresa aumenta a sua credibilidade o que lhe permitirá financiar-se através dos seus capitais próprios. Tal como argumentado por Black (2000), as empresas que demonstram maior nível de *corporate governance* são mais credíveis, originando um aumento do interesse na aquisição das suas ações.

Uma das principais questões abordadas na temática do *corporate governance* é a separação entre a propriedade e a gestão, também conhecido por problema da agência, pois na maioria das vezes os interesses dos acionistas e gestores não coincidem. Este problema (já abordado anteriormente em 2.1.5) surge quando o proprietário contrata um gestor para gerir a empresa por ele, no entanto, os investidores (proprietários) ficam

com dúvidas de que o seu dinheiro está a ser bem aplicado e que não está a ser desaproveitado ou aplicado em projetos de baixo retorno. Com base no *corporate governance*, o desempenho da empresa depende do gestor e a compensação do gestor depende dos resultados gerados pela empresa. O *corporate governance* pretende que os acionistas, *stakeholders* e gestores diminuam a perda de valor da empresa resultante da separação da propriedade e gestão.

A elaboração de contratos completos entre o principal (acionista) e o agente (gestor) seria uma ótima forma de reduzir os custos resultantes da expropriação por parte da gestão e dos custos dos mecanismos de *corporate governance*. No entanto, tal não é possível devido: às inúmeras situações que teriam de constar nesses mesmos contrato, as quais são impossíveis que descrever e quantificar; à assimetria de informação; e aos custos dos contratos existentes na relação entre quem fornece o capital e os gestores (Grossman e Hart, 1986; Hart e Moore, 1990; Hart, 1995).

Segundo Shleifer e Vishny (1997), os gestores são contratados pelos acionistas porque estes não têm capacidade nem conhecimento para gerir e tomar certas decisões nas empresas em que possuem ações, os gestores ficam assim com total direito no controlo da empresa. O *corporate governance* surge com o intuito de estipular os limites que os gestores devem ter em conta nas suas decisões e ações.

Na opinião de Lambert (1986), os contratos celebrados entre o acionista e o gestor deveria mencionar o risco sobre o gestor como forma de motivação. Contudo, o autor adverte que tal facto pode levar o gestor a preferir projetos menos rentáveis e com menos risco do que projetos rentáveis em que o risco é bastante elevado, tendo em conta que o risco será tanto para a empresa como para o próprio gestor. Estas situações podem induzir o gestor a dar informações incompletas sobre os projetos, desta forma os acionistas vão tomar decisões baseadas nessas informações incompletas e a favor dos interesses do gestor (Henriques, 2007).

No que diz respeito ao endividamento da empresa, Fama (1980), defende que os gestores são prudentes, pois o seu bem-estar está relacionado com o seu emprego, facto que torna os gestores mais sensíveis ao risco. Os gestores vão optar pelo recurso à

divida num montante um pouco inferior ao ponto ótimo, por forma a maximizar o seu bem-estar.

Os estudos efetuados por Friend e Lang (1988), Berger et al. (1997), Gravey e Hanka (1999) e Kayhan (2008) revelaram que as empresas que não adotaram os mecanismos de *corporate governance* são as menos endividadas. No seu estudo, Friend e Lang (1988) concluíram ainda que as empresas com menor percentagem de ações detidas pela gestão possuem níveis de endividamento inferiores.

Kayhan (2008) considera que, quando a gestão tem poder sobre a estrutura dos capitais, estes vão optar por uma hierarquia de financiamento. Numa primeira fase, preferem a acumulação de *cash flow*, tendo uma estrutura de capitais conservadora que lhes transmite segurança no seu emprego. Numa fase em que a empresa já necessita de financiamento externo, irão recorrer inicialmente à emissão de novas ações e à emissão de dívida como último recurso.

2.2. Caracterização da Indústria Hoteleira no Algarve

2.2.1. Turismo e a Indústria Hoteleira - Breve Introdução

O Turismo é conhecido como uma atividade em que as pessoas se deslocam para um local diferente da sua residência habitual, com duração não superior a um ano, desde que o motivo principal seja: férias, negócios, visita a familiares, competições, religião, estudos ou outra qualquer situação semelhante.

Michaud (1983) e Moreira (1994) defendem que:

"O turismo agrupa o conjunto de atividades de produção e de consumo motivadas pelas deslocações de pelo menos uma noite fora do domicílio habitual, e sendo o motivo da viagem tanto o agrado, os negócios, a saúde ou a participação numa reunião profissional, desportiva ou religiosa".

Atualmente, o turismo é um dos fenómenos mais importantes do ponto de vista político, económico, ambiental e sociocultural. Este deixou de ser visto apenas como um sinónimo de lazer e entretenimento e passou a assumir um papel de agente social nas

sociedades em que se desenvolve. Esta crescente procura pelas viagens tem originado alguns desenvolvimentos e investimentos ao nível da oferta turística procurando proporcionar experiências únicas e inesquecíveis em todos segmentos e nichos de mercado.

O aumento da atividade turística permitiu assim que fossem feitas melhorias nas condições da oferta turística a nível das atrações, transportes e acessibilidades, unidades e serviços turísticos e ainda a nível da informação e divulgação do mesmo. Entre 1925 e 1930 o turismo era um luxo das aristocracias e burguesias endinheiradas que passavam o inverno em sítios favorecidos pelo sol ou deslocavam-se temporariamente para algumas das termas mais conhecidas como Vichy, Royal Leamington Spa, Bath. Todavia, os progressos sociais expandiram-se à classe média, falando-se de uma democratização do turismo, em turismo de massa, como uma característica da civilização contemporânea.

A partir de 1930, o turismo não parou de crescer, sendo vários os fatores que originaram o seu desenvolvimento, como é o caso do aparecimento da circulação automóvel, as férias pagas, a evolução dos salários anuais, a atenuação das grandes divergências entre categorias profissionais, a redução dos horários de trabalho, o prolongamento da escolaridade obrigatória, os abonos de família, a maior esperança de vida, as reformas e a monotonia das profissões da atualidade. Todos estes fatores deram origem a um modo de vida novo e daí a necessidade e desejo de evasão e satisfação que difundiu o gosto pelas viagens, a base do turismo moderno.

Com o final da Segunda Guerra Mundial, para além do mito dos grandes hotéis, o sector hoteleiro passa a constituir efetivamente um ramo importante da atividade económica. Este sector traduz-se num conjunto de prestações de serviço em torno das quais se organiza um sector de atividade com implicações económicas relevantes, nomeadamente, a nível do emprego.

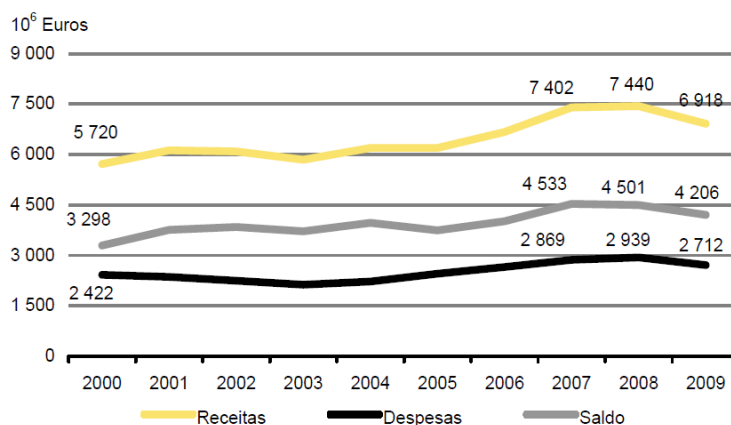
O Algarve foi uma das regiões em que mais se acentuou o crescimento do turismo em Portugal, devido à qualidade da sua orla marítima meridional. Esta é também uma das regiões com melhores condições naturais para o acolhimento de veraneantes a nível físico e climático. As suas condições são sem dúvida, bastante superiores às oferecidas

por outros países europeus, nomeadamente mediterrâneos, em que o turismo, como sector económico, é bastante mais agressivo que no nosso país.

2.2.2. O Turismo em Portugal

De acordo com os dados do INE apresentados na figura 2.1 sobre os resultados da Balança Turística de Portugal e comparando os valores obtidos em 2008 e 2009, verificam-se reduções semelhantes tanto ao nível das receitas (7%) como das despesas (7,7%) turísticas. Quanto ao saldo final da Balança Turística de Portugal a variação foi equivalente a -6,6% em comparação ao ano anterior.

Figura 2.1 - Balança turística Portuguesa, 2000 – 2009

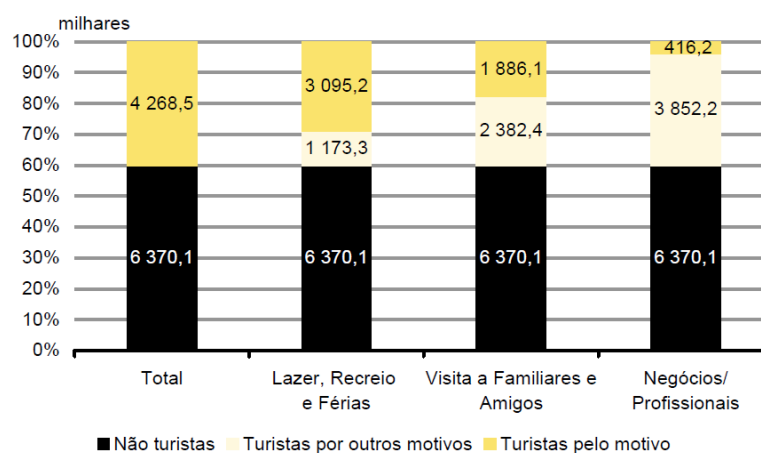


Fonte: Instituto Nacional de Estatística

À semelhança dos anos anteriores, os principais mercados emissores em termos de fluxos monetários turísticos para Portugal foram o Reino Unido, a França, a Espanha e a Alemanha. Em conjunto, estes 4 países representaram 62,7% das receitas turísticas globais, um valor ligeiramente inferior ao verificado em 2008.

Quanto às viagens turísticas dos residentes em Portugal para um destino fora da sua área de residência (considerando tanto deslocações em Portugal e como para o estrangeiro), verificou-se que cerca de 40% da população nacional passou pelo menos uma noite fora da sua residência. Na maior parte das situações por razões de lazer, recreio e férias, seguido de visita a familiares e amigos, tal como se pode constatar na figura 2.2. Relativamente às deslocações ao estrangeiro verificou-se uma percentagem bastante inferior, correspondente a 8,7% da população residente.

Figura 2.2 - População, segundo a realização ou não de viagens turísticas,



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Em 2009, em Portugal, efetuaram-se 18 milhões de viagens por motivo turístico, notando-se que os portugueses optaram maioritariamente por ficar em território nacional. As deslocações turísticas dos residentes atingiram 80,2 milhões, dos quais 64,2 milhões referem-se a deslocações em Portugal e os restantes 16 milhões ao estrangeiro. Apesar desta crise, a qual foi sentida um pouco por todo o mundo, as dormidas referentes a residentes em Portugal aumentaram em 1,7% comparativamente ao ano anterior.

Do total de deslocações registadas, apenas 20,9% das dormidas correspondem a estadias em estabelecimentos hoteleiros. Quanto ao motivo das deslocações o “Lazer, recreio e férias” apresentou uma maior taxa de dormidas no Algarve, acolhendo 34,1% das dormidas referentes a este motivo.

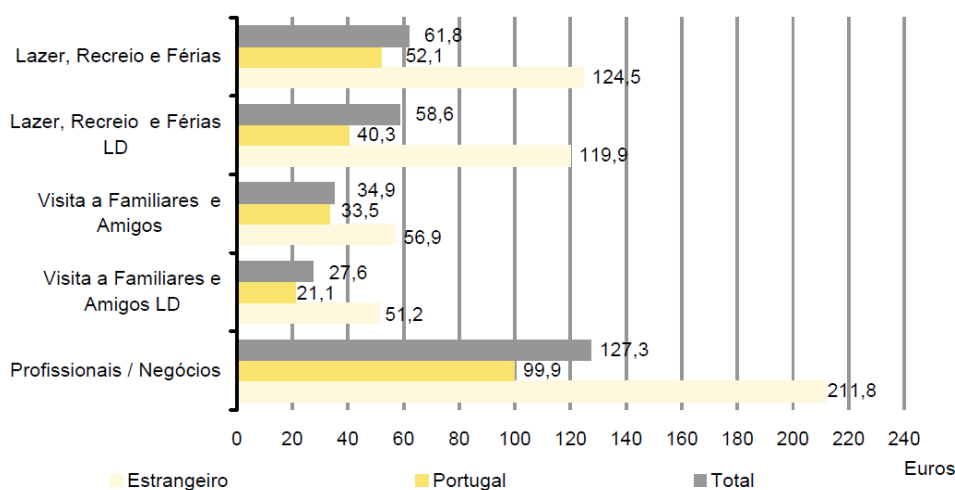
Em 2009, o Algarve continuou a ser a região preferida dos turistas que escolheram Portugal para as suas férias. Tendo o Algarve recebido 35,5% dos turistas, enquanto que Lisboa e Madeira receberam 21,7% e 15,1% respetivamente. Também a nível nacional o Algarve revela ser a região de eleição para os portugueses passarem umas mini-férias e descansarem da sua rotina e *stress* do dia-a-dia.

A preferência dos turistas no que diz respeito ao tipo de alojamento recaiu sobretudo em hotéis (com 55,9% do total das dormidas) e hotéis-apartamentos (com 15,3% do total das dormidas), nomeadamente unidades de quatro estrelas, as quais registaram cerca de metade das dormidas em ambas as situações.

Em termos de ocupação os estabelecimentos hoteleiros depararam-se com uma queda de aproximadamente 4% face aos valores alcançados no ano anterior. Tendo em conta esta redução também os seus resultados sofreram quedas, neste caso na ordem dos 7,1%. Verificou-se também que estes estabelecimentos, devido à situação de crise que se instalou, tiveram de alterar as suas estratégias de venda optando por baixar os seus preços de alojamento e serviços, como tentativa de manter a taxa de ocupação e resultados do ano anterior. Neste ano, os estabelecimentos hoteleiros diminuíram o seu número de camas em 0,1%, no que diz respeito ao número de empregados deste tipo de estabelecimentos a diminuição foi de 3,2%.

A nível mundial, a média das despesas realizadas nas viagens turísticas foram de aproximadamente 219,59€ por viagem. Este valor inclui o transporte, alojamento, alimentação e despesas extra. No que diz respeito às deslocações efetuadas com destino em Portugal a despesa média foi de 146,59€ e que para as viagens ao estrangeiro chegou ao 758,89€ de despesa média. Através da figura 2.3 apresentada abaixo, é possível perceber que as despesas de viagens de profissionais/negócios são bastante superiores às despesas efetuados pelos outros motivos.

Figura 2.3 - Despesa média diária por turista, segundo os principais motivos, por destino, 2009



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

De acordo com a OMT (Organização Mundial do Turismo) a redução das viagens no âmbito do turismo verificou-se de forma mais acentuada nas viagens de curta duração. A OMT considera que para além da crise económica que se vivia, outros fatores como o desemprego, o risco de alguns postos de trabalho, a dificuldade no acesso ao crédito, o congelamento dos salários, foram decisivos para a diminuição das viagens dos turistas dos principais mercados emissores.

As viagens no âmbito dos negócios também apresentaram uma forte diminuição, segundo a OMT, esta diminuição teve maior impacto a nível do número de passageiros a viajar em classe executiva no transporte aéreo e também nas dormidas em hotéis de classe alta, assim como na realização de conferências. Pois face a esta situação de crise, as empresas encontravam-se um pouco limitadas no que diz respeito aos seus gastos, preferindo opções mais económicas para a empresa.

Quanto ao meio de transporte mais utilizado, de forma geral, o automóvel privado foi o meio de transporte favorito dos turistas, pois registou-se cerca de 14,6 milhões de deslocações, as quais representam 81% do total das mesmas. No caso do avião, este revelou-se o segundo meio de transporte de preferência dos turistas nas suas deslocações, tendo sido utilizado em 1,6 milhões de deslocações, um número consideravelmente inferior em comparação com a utilização do automóvel privado. Ainda assim, quando nos referimos apenas aos turistas de negócios existe uma preferência notável na utilização do avião como meio de transporte, apresentando este uma taxa de utilização de 27,3% dentro deste tipo de viagem.

2.2.3. Oferta de Alojamento Turístico em Portugal

Considerando todas as unidades de alojamento coletivo, em 2009, o número de camas atingiu as 465.187 unidades, representando este valor uma redução de cerca de 2,3% em comparação com 2008. É de notar ainda que do total de camas registado 60% encontram-se em unidades hoteleiras.

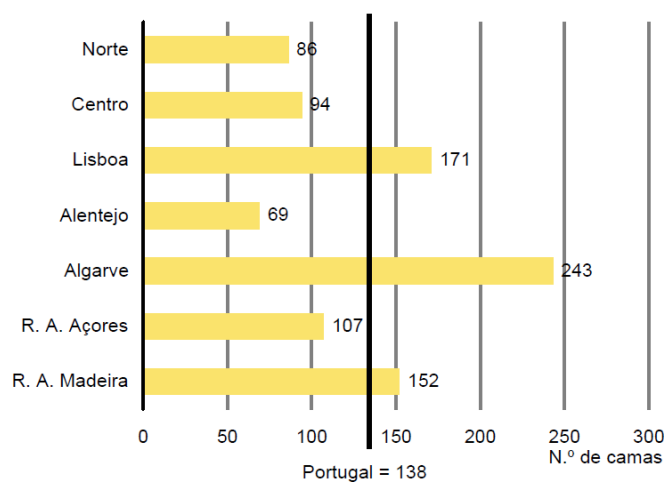
No que diz respeito ao número de dormidas, considerando a totalidade das unidades de alojamento coletivo, verificou-se uma diminuição registando-se 44,4 milhões de dormidas, o que representa um decréscimo de 6,2% face ao ano transato.

Segundo dados do INE, entre 2008 e 2009, verificou-se uma ligeira redução em todos os parâmetros relacionados com os estabelecimentos hoteleiros à exceção das dormidas dos residentes Portugal, no qual se notou um aumento na ordem das 200.000 dormidas. Através deste facto nota-se que os portugueses optaram por fazer as suas férias em Portugal ao invés de explorarem destinos no estrangeiro.

Segundo INE (2009), a redução do número de estabelecimentos hoteleiros teve como principal causa as alterações legislativas que regulam o licenciamento dos empreendimentos turísticos e que deram origem a algumas reconversões de tipologias que terão excluído certos estabelecimentos hoteleiros.

É de referir que o Algarve foi a única região a registar reduções quanto ao número de quartos e camas, as quais foram respetivamente de 3,4% e 2,9%. Ainda assim, o Algarve, Lisboa, Madeira e Açores foram as regiões com maior registo de oferta de camas por estabelecimento, tal como indicado na figura 2.4.

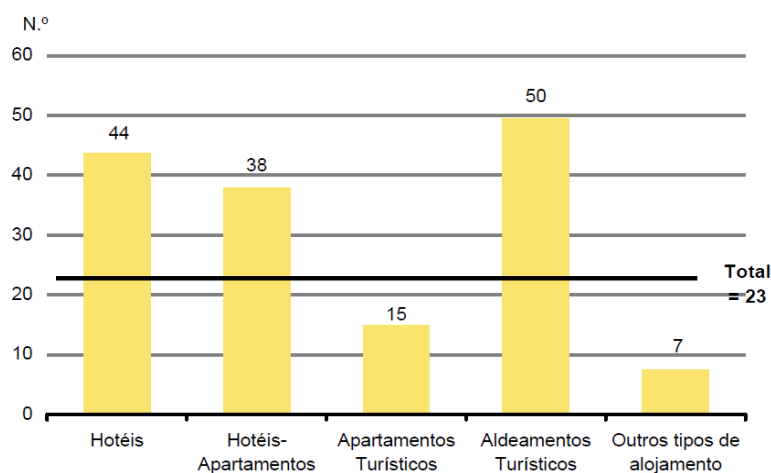
Figura 2.4 - Capacidade média de alojamento nos estabelecimentos hoteleiros, por NUTS II, 2009



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

O número de empregados ao serviço também sofreu uma diminuição comparativamente ao ano anterior. Em 2009, como se pode observar na figura 2.5, os estabelecimentos hoteleiros tinham ao serviço 46.154 pessoas, valor inferior em 3,2% relativamente a 2008. O número de empregados apenas se manteve na categoria dos hotéis, que empregavam 65% do valor acima referido entre as unidades de quatro (40,6%) e cinco estrelas (26,7%). Em todas as outras tipologias verificou-se uma diminuição do número de pessoas ao serviço.

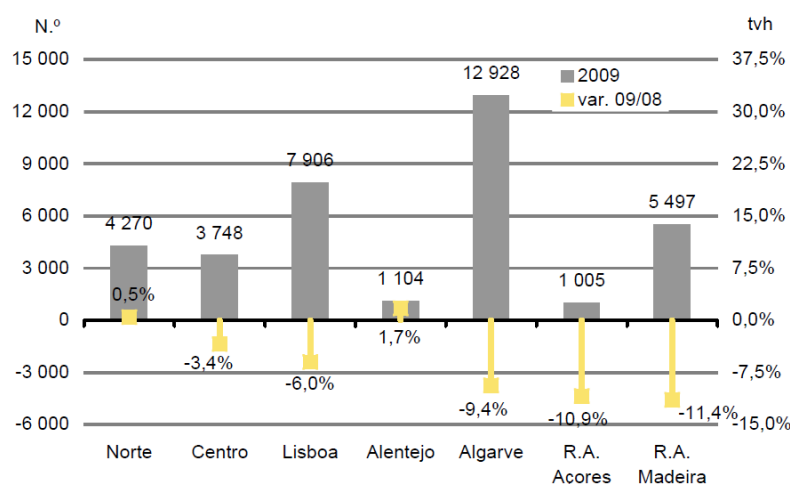
Figura 2.5 - Número médio de pessoas ao serviço, por tipo de alojamento, 2009



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Com base na figura 2.6, a procura turística do Algarve sofreu uma diminuição acentuada de 9,4% em comparação com o ano anterior. Esta diminuição deu-se principalmente pela reduzida procura por parte do mercado britânico, seu principal mercado emissor, a qual foi consequência da conjuntura económica que se viveu no Reino Unido em 2009, ano em que a libra desvalorizou face ao euro.

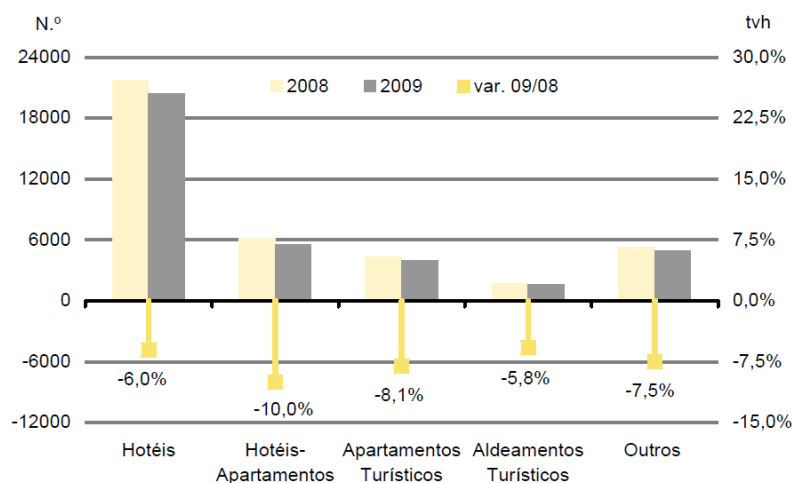
Figura 2.6 - Evolução das dormidas, por NUTS II



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Tendo em conta a figura 2.7, em 2009 verificou-se uma redução generalizada nas dormidas nos diferentes tipos de alojamento. No caso específico dos hotéis, os quais representam 60% das dormidas, registou-se um decréscimo de 6% em comparação com o ano anterior. De acordo com o INE, sabe-se ainda que, relativamente aos hotéis, a redução da procura foi mais sentida nas unidades de cinco estrelas com -13,9%, seguindo-se as de duas e uma estrela (-8,4%), as de três estrelas (-5,2%) e por último as de quatro estrelas com -3,5% que o ano anterior.

Figura 2.7 - Evolução das dormidas, por tipo de estabelecimento



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

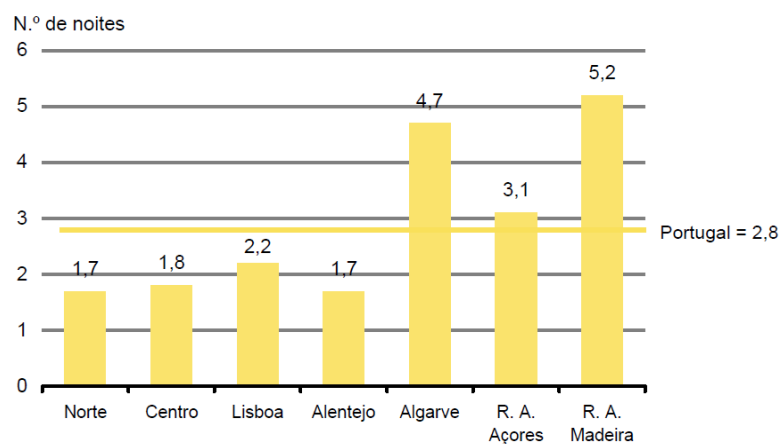
Ao contrário da tendência para a diminuição da procura, as dormidas de residentes aumentaram 2%, relativamente ao ano anterior. O maior aumento registou-se em primeiro lugar na região da Madeira, onde se registou um aumento de 16,7% das dormidas, seguindo-se o Alentejo e o Norte com um aumento de aproximadamente 5% em cada uma das regiões e por fim o Algarve que apresentou um ligeiro aumento de 3,1%. No entanto, o Algarve foi a região mais procurada pelos residentes, tendo revelado uma taxa de 28% das dormidas totais dos residentes. Tendo em conta as tipologias, este tipo de turista optou maioritariamente por hotéis (57,%), nomeadamente os de quatro e três estrelas.

Quanto aos turistas não residentes em Portugal, estes apresentaram menos 11,4% de dormidas comparativamente ao ano antecedente. Mesmo assim o Reino Unido, Alemanha, Espanha, Países Baixos, França, Irlanda e Itália mantiveram as suas posições no ranking dos principais mercados emissores de turistas para Portugal.

Em 2009, as unidades hoteleiras apresentaram uma estadia média de 2,8 noites, valor que no ano anterior foi de 2,9 noites. Os apartamentos e aldeamentos foram os estabelecimentos que apresentaram estadias de maior duração, com uma média de 5,6 e 5,3 noites respetivamente. De seguida encontram-se os hotéis-apartamentos onde se verificou uma estadia média de 4,6 noites. Ainda no âmbito da média de noites dormidas, é possível verificar que as estadias de maior duração foram de indivíduos provenientes dos Países Baixos, Reino Unido e Irlanda (com mais de 5 noites de estadia média). Os indivíduos provenientes da Alemanha, Dinamarca, Finlândia e Suécia apresentaram uma média um pouco inferior pernoitando cerca de 4 noites.

Considerando a figura 2.8, abaixo na qual se analisa o número médio de noites por região, verifica-se que o Algarve foi a segunda região apresentou maior média de estadia nos estabelecimentos hoteleiros com um valor de 4,7 noites por estadia. O primeiro lugar quanto à média da duração das estadias pertence à região da Madeira, a qual apresentou uma média de 5,2 noites por estadia.

Figura 2.8 - Estada média nos estabelecimentos hoteleiros, por NUTS, 2009

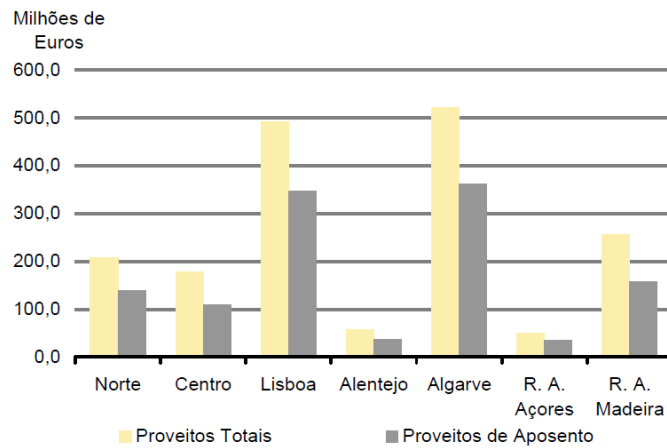


Fonte: Instituto Nacional de Estatística

A taxa de ocupação por cama em 2009 foi de 38,3%, isto é menos 5% que o valor apurado no ano anterior. No que se refere à tipologia de estabelecimento, as maiores taxas de ocupação registaram-se nos motéis (49,7%), seguidos dos hotéis-apartamentos (46,2%) e por fim as pousadas e hotéis (cerca de 40%). Quanto aos hotéis-apartamentos, as maiores taxas de ocupação verificaram-se sobretudo nas unidades de cinco estrelas. No que diz respeito aos hotéis, as unidades de quatro estrelas apresentaram melhores taxas de ocupação (43,3%) do que as unidades de cinco estrelas (38,7%).

Os proveitos gerados pelos estabelecimentos hoteleiros em 2009, como se pode observar na figura 2.9, atingiram os 1.764 milhões de euros, o que revela uma redução de 10% quando comparados aos proveitos gerados em 2008. As principais regiões turísticas como a Madeira, Lisboa e o Algarve foram as regiões que registaram maior redução nos seus proveitos, sendo esta redução de 14%, 13% e 10% respetivamente. Apesar das reduções sentidas no Algarve e em Lisboa, as duas regiões foram as que maiores proveitos apresentaram, sendo que em conjunto geraram cerca de 60% do total do país. Quanto aos proveitos por tipo de estabelecimento, os hotéis foram os estabelecimentos que mais proveitos originaram, aproximadamente 70% dos proveitos em hotéis, principalmente as unidades de quatro e cinco estrelas.

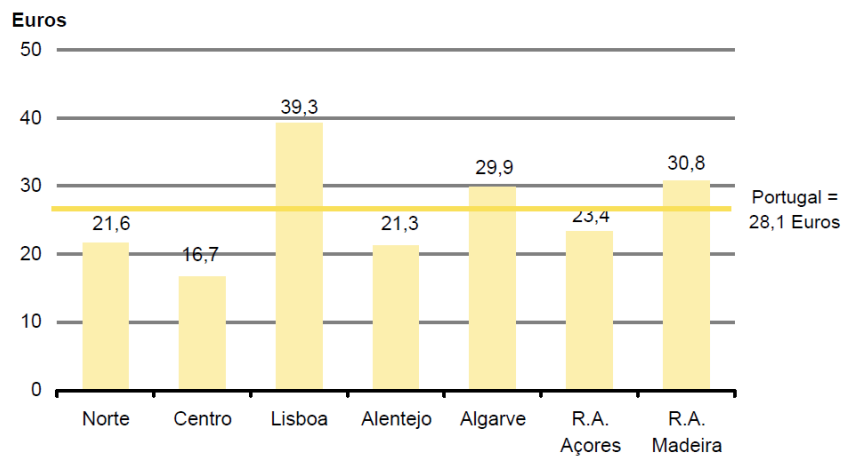
Figura 2.9 - Proveitos totais e proveitos de aposento, por NUTS II, 2009



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Ao observar-se a figura 2.10, conclui-se ainda que o rendimento médio por quarto em 2009 foi de 28,1€, rendimento que em 2008 tinha alcançado os 31,3€ por quarto. Os valores mais elevados deste indicador verificaram-se em Lisboa, Madeira e em seguida o Algarve, todos estes com valores acima da média, isto é mais de 28,1€ por quarto.

Figura 2.10 - Rendimento médio por quarto (RevPar), por NUTS II, 2009



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

2.2.4. Turismo em 2009 e perspetivas futuras

De acordo com Humberto Ferreira, jornalista especializado em Turismo, o ano 2009 não foi bom para a maioria dos portugueses nem para os países e povos afetados pelo desemprego, pelas deslocalizações de fábricas, insolvências sucessivas, fracasso de iniciativas locais e quebras específicas no Turismo e Transportes. No início do ano acreditava-se que o Turismo português não seria afetado, pois o sector estava bem preparado para suportar e superar a concorrência, presumindo-se de forma errada que os gastos no lazer são tão essenciais quanto os da alimentação e habitação.

O autor refere ainda a nova legislação quanto à classificação de estabelecimentos hoteleiros, no qual a alteração mais profunda da legislação deu-se nos hotéis e similares. O anterior governo eliminou as marcas “pensões”, “albergarias” e similares, agrupando tudo em hotéis e empreendimentos turísticos, mediante reclassificação das instalações e padrões de serviço adequados à “nova escala hoteleira” de uma a cinco estrelas. Abrangendo as unidades de alojamento local e ressaltando a exclusividade da marca “pousadas”.

Num artigo apresentado na revista *Publituris* em 2009, Nuno Aires, na altura vice-presidente do Turismo do Algarve, afirma que “definir a estratégia de desenvolvimento do Turismo do Algarve para minimizar os efeitos da crise económica mundial, e preparar a região para tirar partido da fase da retoma”, motivou o projeto do Alinhamento do Plano Regional do Turismo do Algarve com o Plano Estratégico Nacional do Turismo (PENT). Este estudo foi encomendado pela Entidade Regional de Turismo do Algarve (ERTA) à Roland Berger, uma das principais empresas do mercado de consultadoria internacional, e “contou com a participação dos principais *stakeholders* da região”. Em suma, o Turismo do Algarve encontra neste projeto uma série de linhas orientadoras para dar a volta às performances menos boas dos últimos tempos e fazer com que os tempos futuros (leia-se até 2015), sejam mais risonhos para a região.

O documento da Roland Berger identifica assim várias medidas que passam por adaptar o destino, apostando na diferenciação dos produtos que sejam certificados como marcas de qualidade, como é o caso do Golfe ou do *Wellness*.

A Roland Berger revê em baixa os objetivos de crescimento inicialmente previstos no PENT, que apontavam que a região do Algarve, em 2015, registasse 13,8 milhões de dormidas de estrangeiros e que as receitas hoteleiras chegassem aos 1,075 milhões de euros. Neste estudo, a empresa consultora aponta para um crescimento médio anual nas dormidas de cerca de 4%, passando das atuais 13,1 milhões para as 16,6 milhões em 2015. No que respeita às receitas da hotelaria na região, a performance deverá situar-se nos 8%, passando dos 532 milhões de euros em 2009 para os 853 milhões de euros em 2015. Além da retoma ser mais tardia, “o ritmo de crescimento vai também ser mais lento”, observa Nuno Aires, realçando que a região “vai continuar a manter um crescimento sustentado e retomá-lo logo que seja possível”.

O vice-presidente da ERTA garante que continuarão a ser endereçados os mercados estratégicos da região, procurando também desenvolver os que têm estado direcionados para destinos concorrentes. “Os grandes mercados que continuam a contribuir mais para as receitas são o Reino Unido e Alemanha”. Quanto aos mercados a desenvolver, o estudo aponta: Bélgica, França, Áustria, Rússia e Itália. Além disso, mercados de menor dimensão mas que também vão merecer a aposta do Algarve são Brasil, Finlândia, Canadá, Hungria, Dinamarca, Japão, Suíça, Polónia, Suécia, Estados Unidos e República Checa.

Ainda de acordo com o estudo efetuado pela consultora Roland Berger, o Algarve deverá focar-se em cinco motivações primárias para a captação de turistas, complementando a oferta com outras motivações secundárias. Nuno Aires diz que nas motivações primárias da região deverão manter-se o Sol e Mar, Golfe, Turismo Náutico, Turismo residencial e *Resorts Integrados* e *Meetings Industry* (MI). As motivações secundárias a desenvolver para enriquecer a oferta do Algarve são o Turismo Cultural, o Turismo de Natureza, o Turismo Gastronómico e Vinhos e o Turismo de Saúde e Bem-Estar “sobretudo na certificação de qualidade dos SPA’s”.

O estudo da Roland Berger diz ainda que a oferta deve ser reforçada e estruturada com atuações específicas para alguns produtos. Assim, para o Golfe está prevista a criação do conceito “Algarve Golf Academy”, a ideia, explica Nuno Aires “é apostar na formação de iniciados, e também fazer a promoção internacional daquela marca regional como destino de golfe de referência”. Para complementar a oferta core do

Turismo Náutico está em carteira o desenvolvimento de duas a três novas marinas assim como a criação de estações náuticas. O vice-presidente da ERTA diz que também estão a ser estudadas as localizações, mas relativamente às cerca de quatro estações náuticas que poderão ser criadas, “uma por exemplo pode ser entre Aljezur e Vila do Bispo para a vertente *body board* e *surf*, outra para Lagos, Alvor e Portimão, com a componente vela ligeira e *winsurf*, entre outras”. O estudo mostra também que “faz todo o sentido apostar” na criação de duas ou três novas marinas, uma delas no Sotavento. “A de Ferragudo será em breve uma realidade, e entretanto outra será em Faro, e outra ainda algures entre Tavira e Vila Real de Santo António”.

Para dinamizar o crescimento em novos produtos como a MI, *Wellness* e Turismo de Natureza, Nuno Aires garante que também há planos. “Para a MI, há uma recomendação muito clara que é o Algarve focar-se nos eventos até mil participantes. Por outro lado é muito importante aumentar a oferta de *venues* e estamos a falar também de locais emblemáticos e diferenciados como monumentos históricos da região”, realça. Mais adianta que para alavancar o *Wellness* como “nova marca estruturadora e qualificadora da oferta vão apostar na certificação de qualidade dos SPA’s”. Está ainda prevista a preparação de recursos para receber mais turistas motivados pelo Turismo de Natureza através da “dinamização de rotas e circuitos”, diz exemplificando com a recente Via Algarviana.

No que toca a enriquecer a experiência do turista, a Roland Berger sugere para a Gastronomia, “a realização de um evento de prestígio para dar visibilidade à riqueza gastronómica do Algarve, relacionado com o mundo do cinema e eventualmente a decorrer perto do Festival de Cannes”, avança. Outros dos projetos em carteira é o processo de certificação de qualidade do destino Algarve. “Isto pode numa fase mais avançada ser muito interessante”.

“Trata-se de arrumar a casa e fazer a gestão destes produtos”, observa Nuno Aires. “O produto final do destino é o conjunto das ofertas todas que temos”. “Tudo isto é muito complexo”, admite, “mas é um desafio e exige uma pro-atividade da nossa parte, nomeadamente através de várias vertentes, como redes sociais, relações públicas, entre outras”. O vice-presidente do Turismo do Algarve considera que “a dinâmica no sector é muito grande, o que exige um realinhamento”, conclui. “Ainda mais num período

complexo como este é fundamental repensar a estratégia constantemente e identificar soluções”, alerta.

O estudo prevê que a médio prazo, para a captação dos turistas nos mercados alvo, será necessário criar sete novas ligações aéreas com Faro e reforçar 13 das ligações existentes. Nesse âmbito, serão criadas novas ligações a Milão, Madrid, Barcelona e Bilbao, e também Estocolmo, Viena e Moscovo (esta última através de voos charter). No que respeita a ligações existentes, a reforçar: East Midlands, Bristol, Liverpool, Cardiff, Belfast, Frankfurt, Colónia, Berlim, Hamburgo, Paris, Amesterdão, Bruxelas e Copenhaga. Quanto às ligações de Inverno, estarão na calha: Colónia, Estugarda, Munique, Paris, Milão, Madrid, Barcelona, Estocolmo e Viena.

Em suma, é no Algarve que mais se acentua o crescimento do turismo em Portugal. Coincidência ou não, a região algarvia é também uma das regiões com melhores condições naturais para o acolhimento de veraneantes a nível físico e climático, oferecendo na generalidade melhores condições quando comparado com outras regiões e países.

De acordo com os dados apresentados pelo INE, em 2009 o Algarve acolheu 35,5% dos turistas que optaram por Portugal para as suas férias. Quanto à capacidade de alojamento, o Algarve foi a única região a registar reduções de 3,4 % quanto ao número de quartos e 2,9% quanto ao número de camas. Não obstante da sua redução, o Algarve ocupa o primeiro lugar referente ao número de quartos e camas quando comparado com outras regiões de Portugal.

Apesar da crescente procura turística, o Algarve verificou em 2009 uma queda de 9,4% no número total de dormidas comparativamente a 2008. A principal razão para esta queda, prende-se sobretudo com a diminuição de turistas do mercado britânico. No entanto, relativamente aos turistas residentes em Portugal, o Algarve foi a região mais procurada atingindo uma taxa de 28% das dormidas totais dos residentes. Averiguou-se ainda que este tipo de turista optou maioritariamente por hotéis (57,%), nomeadamente os de quatro e três estrelas. Em 2009, a estadia média no Algarve foi de 4,7 noites por estadia, sendo a segunda região que apresentou maior média de estadia nos estabelecimentos hoteleiros.

No geral, Portugal apresentou uma diminuição de 10% nos proveitos provenientes de estabelecimentos hoteleiros em 2009, sendo que o Algarve foi uma das regiões mais afetadas por essa redução, tendo apresentado uma redução dos seus proveitos também de 10%. É contudo, importante salientar que ainda assim o Algarve foi uma das regiões que mais contribuiu para os proveitos provenientes da indústria hoteleira.

No que se refere ao rendimento médio por quarto, o Algarve registou o terceiro valor mais alto com um rendimento médio de 29,90€ por quarto. Este valor que se encontra acima da média portuguesa, a qual foi de 28,10€. O primeiro e o segundo lugar foram ocupados pelas regiões de Lisboa e Madeira com uma média de 39,30€ e 30,80€ respetivamente.

De acordo com os estudos apresentados pelo INE, em 2009 o Algarve possuía um total de 395 estabelecimento hoteleiros, entre os quais se destacam os hotéis (com um total de 91 unidades), os apartamentos turísticos (com um total de 122 unidades) e os aldeamentos turísticos (com um total de 24 unidades).

Quanto aos hotéis é importante ainda frisar a sua subdivisão por categorias. Os estabelecimentos com maior número de hotéis são os de três e quatro estrelas, com 29 e 41 unidades respetivamente. Os hotéis de cinco estrelas possuem 11 unidades e por último temos os hotéis de uma e duas estrelas que em conjunto possuem 10 unidades.

O Algarve ocupa o primeiro lugar no que se refere ao número de quartos pelas regiões portuguesas, com um total de 36.372 camas no seu total. Em segundo lugar está Lisboa com um total de 24.218 camas. No Algarve o maior número de camas verifica-se nos hotéis, nomeadamente nos de três, quatro e cinco estrelas com um total de 2.718, 7.235 e 2.433. Um número semelhante de camas verifica-se nos apartamentos turísticos com um total de 10.004 camas disponíveis por toda a região algarvia.

À semelhança do que se sucede quanto ao número de quartos, o Algarve também se apresenta em primeiro lugar relativamente ao número de empregados, tendo um total de 13.269 pessoas ao serviço. É de realçar que a maior parte dos empregados encontra-se a trabalhar nos hotéis de quatro e cinco estrelas, com 2.739 e 2.525 respetivamente.

Comparando-se o número de camas e empregados dos hotéis de quatro e cinco estrelas do Algarve, nota-se acentuadamente que os hotéis de cinco estrelas possuem um serviço bastante diferente dos hotéis de quatro estrelas, pois os hotéis de quatro estrelas possuem 1 empregado por cada 2,6 camas, enquanto que os hotéis de cinco estrelas possuem, aproximadamente, um empregado por cada cama.

Relativamente à duração da estada, o Algarve apresenta-se também numa posição de destaque com uma média de 4,7 noites de estada, sendo esta média ultrapassada apenas pela região autónoma da Madeira com uma média de 5,2 noites por estadia. No Algarve, o tipo de estabelecimento onde se verifica maior média de estadia é nos Apartamentos Turísticos com 5,8 noites por estadia. Nos hotéis, a estadia média encontra-se nas 3,9; 4,1 e 3,7 noites por estadia nas categorias de três, quatro e cinco estrelas respetivamente.

Em 2009, Portugal registou uma média de ocupação por cama de 38,3%. Neste caso, o Algarve situa-se mais uma vez acima da média portuguesa, com uma taxa de ocupação média de 40,9%, sendo que as maiores taxas de ocupação verificam-se essencialmente nos hotéis, particularmente nos hotéis de três, quatro e cinco estrelas.

No que diz respeito aos proveitos totais, registados em 2009, o Algarve é a região portuguesa com valores mais elevados de proveitos, alcançando um total de 521.848 mil euros. Em segundo lugar encontra-se a região de Lisboa com um total de 492.820 mil euros. Em relação à região algarvia, verifica-se ainda que a maior parte dos rendimentos provém dos hotéis, especialmente os de quatro e cinco estrelas que perfizeram um total de 128.759 mil euros e 105.626 mil euros.

Conclui-se de facto, devido aos bons resultados e posições de destaque em que o Algarve se insere, esta é sem dúvida uma região de valor e que deve ser preservada de forma a que no futuro se possa continuar, e até melhorar, o bom trabalho que até aqui se tem tido por forma a aumentar os resultados até agora obtidos.

3. METODOLOGIA, HIPÓTESES E MODELO DA INVESTIGAÇÃO

O presente estudo pretende conhecer a estrutura de capitais da indústria hoteleira do Algarve, no caso de hotéis de 4 e 5 estrelas, assim como testar variáveis financeiras e não financeiras que possam explicar o nível do endividamento. Estas variáveis são propostas quer pelas teorias financeiras revistas quer pelos trabalhos sobre o *corporate governance*, a saber, a rentabilidade, o nível de investimento, a dimensão, o número de dirigentes, a distribuição de dividendos a participação do maior acionista ou o nível do *cash flow*.

Na primeira parte deste estudo, efetuou-se o enquadramento teórico, baseado na pesquisa e revisão bibliográfica realizada, relacionado com a estrutura de capitais das empresas e teorias existentes. Com a referida revisão pretendeu-se criar um suporte sólido de forma a enquadrar os objetivos e a construir a metodologia mais adequada a esta tese, cuja investigação aplicada se evidencia no presente capítulo.

O capítulo corrente é composto por três pontos de referência a nível da metodologia. Numa primeira fase será apresentada a metodologia e fontes de dados, seguidamente irão apresentar-se as hipóteses formuladas para esta investigação e por último serão apresentados os modelos e variáveis em estudo.

3.1. População e Amostra

Com o intuito de melhor conhecer a estrutura de capitais da indústria hoteleira no Algarve, efetuou-se o levantamento da população a partir da listagem de estabelecimentos hoteleiros apresentada no sítio da internet “Maisturismo”. Neste sítio encontram-se enumeradas todas as unidades hoteleiras situadas em Portugal Continental e suas Ilhas. Nesta é possível filtrar a listagem por regiões, sendo que adicionalmente esta listagem inclui os nomes das unidades, categoria, classificação e ainda a localidade onde se situam.

Com base nesta listagem efetuou-se a seleção de unidades classificadas apenas com quatro e cinco estrelas, de acordo com o objeto de estudo apresentado no início desta tese.

Verificou-se a existência de diversas categorias associadas às unidades hoteleiras, tais como:

- Aldeamento turístico;
- Alojamento local;
- Apartamento turístico;
- Estalagem;
- Hotel rural;
- Hotel/hotel apartamento;
- Motel;
- Pensão;
- Pousada;
- Pousada de juventude;
- *Resort*;
- Turismo no espaço rural.

Das categorias acima descritas, as que possuíam maior relevância e número de unidades são enumeradas na figura tabela 3.1 abaixo:

Tabela 3.1 – Unidades hoteleiras por categoria e classificação

CATEGORIA	CLASSIFICAÇÃO		TOTAL
	4*	5*	
Hotel / Hotel Apartamento	94	27	121
Aldeamento Turístico	18	8	26
Apartamento Turístico	33	0	33
Estalagem	6	0	6
<i>Resort</i>	2	2	4
Total	153	37	190

De forma a limitar o estudo e torná-lo mais concreto, optou-se por seleccionar apenas a categoria “Hotel/Hotel Apartamento”, pois esta é a categoria que inclui maior número de estabelecimento e, por norma, de maior dimensão onde se espera encontrar uma estrutura de capitais mais complexa e organizada. Neste momento a amostra em análise apresentava 121 unidades hoteleiras.

Após a recolha de todos os números de identificação fiscal, procedeu-se ao levantamento dos dados económicos e financeiros. Inicialmente foram propostas duas fontes para recolha de informação, realização de inquéritos aos hotéis de quatro e cinco estrelas existentes na região algarvia, e ainda a obtenção de dados financeiros e contabilísticos do Banco Central de Portugal (BCP). No entanto, não se optou por nenhuma destas fontes de informação, pois a recolha dos dados torna-se normalmente difícil e morosa por estas vias.

Deste modo procedeu-se ao estudo através da base de dados Amadeus, uma opção mais vantajosa e de fácil acesso, disponibilizada pela Faculdade de Economia da Universidade do Algarve. A Amadeus é uma base de dados que contém informações completas e detalhadas, incluindo relatórios financeiros, informação sobre diretores, estrutura de propriedade e dirigentes de cerca de 19 milhões de empresas espalhadas por toda a europa, podendo ser estas cotadas ou não.

Dos dados disponíveis na base de dados, verificou-se que algumas das empresas não se encontravam referenciadas, o que diminui a amostra para 87 hotéis pertencentes a 70 empresas. Durante o processo de tratamento dos dados verificou-se ainda que duas empresas não possuíam os dados relevantes para o estudo em questão, pelo que a amostra foi mais uma vez reduzida para 85 hotéis pertencentes a 68 empresas. Assim, este estudo conta com um total de 68 hotéis de quatro estrelas e 17 hotéis de cinco estrelas como apresentado na tabela 3.2.

Tabela 3.2 – Hotéis por número de unidades e classificação

CATEGORIA	TOTAL UNIDADES		CLASSIFICAÇÃO HÓTEIS	
	Empresas	Hotéis	4*	5*
Hotel / Hotel Apartamento	68	85	68	17

Para finalizar o tratamento de dados, realizou-se uma análise estatística com o suporte do programa *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS). O SPSS é um programa de organização de dados e análise estatística permitindo a realização de análises estatísticas desde as mais simples até às mais complexas e elaboradas.

Ao longo desta fase foram considerados como “Casos Omissos”, no programa SPSS, todos os dados que não possuíam qualquer informação de forma a não prejudicar o estudo estatístico das diferentes variáveis.

3.2. Hipóteses da Investigação

O presente trabalho tem como principal finalidade perceber de que forma se financiam as empresas, abordando o caso específico das empresas inseridas na indústria hoteleira situadas na região algarvia, classificadas com 4 e 5 estrelas. Assim pretende-se testar algumas hipóteses financeiras e perceber o efeito explicativo dos diversos determinantes propostos, os quais foram indicados pelas teorias apresentadas no enquadramento teórico na primeira parte deste trabalho, em particular pelas teorias do efeito fiscal, dos custos de falência, da agência, da informação assimétrica e do *corporate governance*.

A estrutura de capital é medida através do nível (%) de endividamento da empresa, funcionando esta como a variável dependente (a explicar) pelas variáveis independentes (explicativas) mais utilizadas em outros estudos, apresentadas no quadro a seguir, como a rendibilidade, o investimento, a dimensão, o número de dirigentes, o nível dos dividendos, o nível da participação do maior acionista, o crescimento dos resultados e o *cash flow* líquido anual.

Seguidamente apresentam-se as hipóteses da investigação, que relacionam os determinantes a testar (que poderão ser variáveis explicativas da estrutura de capital) com o nível de endividamento das empresas da indústria hoteleira no Algarve, e as teorias que suportam estas associações.

Tabela 3.3 – Hipóteses formuladas e determinantes testados

Hipóteses	Determinantes / Relação Prevista	Teoria
1 - O nível de endividamento da empresa está positivamente relacionado com a sua rendibilidade, <i>ceteris paribus</i>	Rendibilidade (positiva)	Efeito fiscal
		Agência
		Informação assimétrica
2 - O nível de endividamento da empresa está positivamente relacionado com o investimento total, <i>ceteris paribus</i>	Investimento Total (positiva)	Agência
		Informação assimétrica
3 - O nível de endividamento da empresa está positivamente relacionado com a sua dimensão, <i>ceteris paribus</i>	Dimensão (positiva)	Custos de falência
		<i>Corporate governance</i>
4 - O nível de endividamento da empresa está positivamente relacionado com o número de dirigentes, <i>ceteris paribus</i>	Nº Dirigentes (positiva)	<i>Corporate governance</i>
5 - O nível de endividamento da empresa está positivamente relacionado com a distribuição de dividendos, <i>ceteris paribus</i>	Distribuição de Dividendos (positiva)	Agência
		<i>Corporate governance</i>
6 - O nível de endividamento da empresa está negativamente relacionado com a participação do maior acionista, <i>ceteris paribus</i>	Participação do Maior Acionista (negativa)	Agência
		<i>Corporate governance</i>
7 - O nível de endividamento da empresa está positivamente relacionado com o crescimento de resultados, <i>ceteris paribus</i>	Crescimento de Resultados (positiva)	Informação assimétrica
8 - O nível de endividamento da empresa está negativamente relacionado com o <i>cash flow</i> , <i>ceteris paribus</i>	<i>Cash flow</i> (negativa)	Agência
		<i>Corporate governance</i>

Rendibilidade

Em 1963, Modigliani e Miller consideraram o efeito fiscal sobre o rendimento das empresas e concluíram que o valor da empresa aumenta com o aumento da dívida na estrutura de capital. Como os benefícios fiscais acompanham o endividamento, os autores defendem que a estrutura ótima do capital será constituída pela totalidade de capitais alheios, alertando que a empresa não se deve endividar na sua totalidade de forma a manter um certo nível de flexibilidade e de autonomia financeira.

No âmbito do efeito fiscal do endividamento, quanto maior a rentabilidade da empresa maior deverá ser o seu nível de endividamento, de maneira a utilizar a vantagem da dedutibilidade dos juros para efeitos fiscais. Para DeAngelo e Masulis (1980), no entanto, o endividamento é benéfico apenas enquanto a empresa puder usufruir dessa vantagem, ou seja, caso os resultados sejam insuficientes para utilizar todas as fontes de poupança fiscal, o endividamento reduz o valor da empresa.

Harris e Raviv (1990) referem que quanto mais elevado for o valor de liquidação da empresa maior será o seu nível de endividamento e o seu valor de mercado, que as empresas que oferecem elevadas rentabilidades têm associados elevados níveis de endividamento e, que o recurso ao endividamento é independente da dimensão da empresa.

No âmbito da teoria da agência, sugere-se que o endividamento possa ser utilizado pelos acionistas como uma forma de controlo sobre os gestores, especialmente em empresas em que *o free cash flow* é elevado e, por conseguinte, também os conflitos entre agentes e proprietários.

Ross (1977), no âmbito na informação assimétrica, refere que para os gestores um elevado grau de endividamento é sinal que se trata de uma empresa de qualidade, sendo que uma empresa com uma situação financeira má terá um baixo grau de endividamento. Segundo o autor, o valor da empresa, o seu grau de endividamento e a possibilidade de falência da mesma, serão interpretados pelos investidores como um sinal positivo.

Investimento total

Relativamente ao investimento total, com base na teoria da agência, Jensen (1986) sugere que o recurso à dívida reduz os conflitos de interesses, obrigando os gestores a desempenharem melhor as suas funções, e tendo menos regalias e a tomarem melhores decisões de investimento de modo a evitarem a falência da empresa. Jensen (1986) e Stulz (1990) consideram que o endividamento pode evitar que empresas com poucas oportunidades de investimento tenham problemas de sobre investimento, pois muitos

gestores na tentativa de aumentar a dimensão da empresa, na ausência de projetos de valor atual positivo, iriam optar por projetos com valor atual negativo.

Com base na informação assimétrica existente no mercado, Ross (1977) criou um sistema de incentivos e punições que obriga os gestores a transmitirem sinais verídicos sobre a empresa, em que sinalizam aos investidores externos através de um maior ou menor recurso ao endividamento. Para os gestores, um elevado grau de endividamento é sinal que se trata de uma empresa de qualidade, sendo que uma empresa com uma situação financeira má terá um baixo grau de endividamento.

Segundo Myers (1984), as empresas preferem o recurso à dívida em vez da emissão de transmite informação ao mercado, sendo que a emissão de dívida sinaliza positivamente a empresa pois demonstra a existência de oportunidades de crescimento e a capacidade de financiamento enquanto a emissão de novas ações sinaliza negativamente a empresa.

Dimensão

Scott (1976) concluiu que o nível ótimo de dívida é uma função crescente do valor de liquidação do ativo, da taxa de imposto e da dimensão da empresa, pois o valor da empresa e o nível de endividamento comportam-se no mesmo sentido da liquidação do ativo devido à redução dos custos de falência. Assim, pode dizer-se que empresas de grande dimensão endividam-se mais do que empresas de pequena dimensão porque o valor do seu ativo e dos seus resultados assim o permite uma vez que o endividamento ótimo aumenta de forma proporcional relativamente aos aumentos dos resultados e do valor de liquidação da empresa.

Jensen (1986) e Stulz (1990) consideram que a gestão tem incentivos para aumentar a dimensão da empresa recorrendo se necessário à implementação de projetos com valor atual líquido negativo se esta for a única forma de aumentar a sua dimensão, sendo que neste caso o endividamento está positivamente relacionado ao aumento da dimensão da empresa.

Li (2006) evidência que as empresas onde o *corporate governance* é reduzido ostentam menor rendibilidade e maior dimensão, o que levou o autor a concluir que as empresas com *corporate governance* reduzido apresentam uma menor probabilidade de falência, na medida em que estas contêm mais ativos verificando-se portanto um aumento do valor líquido da empresa.

Segundo Klapper e Love (2004), a relação entre o *corporate governance* e a dimensão não é clara. Por um lado, o autor enuncia que as empresas maiores têm mais custos de agência (estrutura acionista mais dispersa) e mais *cash flows* livres, pelo que a adoção de boas práticas de *governance* pode mitigar este problema. Por outro, as empresas mais pequenas tendem a ter melhores oportunidades de investimento e, portanto, a ter maiores necessidades de financiamento externo, podendo as práticas de proteção dos investidores funcionar como um mecanismo facilitador do financiamento.

Número de dirigentes

Numa empresa com o capital cotado na bolsa, podem existir centenas de milhares de acionistas, assim a gestão terá de ser confiada a profissionais, neste caso os gestores são escolhidos pelas suas capacidades de gestão e não pelas ações que eventualmente detenham. Verifica-se que tanto a nível estratégico, como a nível quotidiano, as empresas com o capital totalmente disperso são geridas por um corpo restrito de administradores executivos e diretores, os quais podem ou não ser detentores de ações da empresa.

A composição do órgão dirigente das empresas é considerada um mecanismo de governação interno destas. Apesar de alguns autores considerarem a dimensão deste como um fator positivo, a teoria da agência liga frequentemente a elevada dimensão deste órgão à falta de eficiência e eficácia.

No que diz respeito ao endividamento da empresa, Fama (1980), defende que os gestores são prudentes, pois o seu bem-estar está relacionado com o seu emprego, facto que torna os gestores mais sensíveis ao risco. Os gestores vão optar pelo recurso à dívida num montante um pouco inferior ao ponto ótimo, por forma a maximizar o seu bem-estar.

Dividendos

A política de dividendos é muitas vezes mencionada como um mecanismo que permite reduzir o conflito entre acionistas e gestores mas também entre acionistas majoritários e minoritários. Para Jensen (1986), os dividendos servem para minorar os conflitos de agência pela redução do *cash flow* disponível e pela exposição ao mercado de capitais. Para Easterbrook (1984) esta realidade centra-se no facto das empresas que distribuem dividendos terem maior possibilidade de venda de ações nestes mercados e porque o nível desses pode sinalizar ao mercado excedentes de informação positiva da empresa.

Participação do maior acionista (concentração do acionista)

A participação do maior acionista como variável explicativa do nível do endividamento total está relacionada em especial com a teoria da agência e com a *corporate governance*.

Tal como Jensen (1986) sugere, o recurso à dívida pode ser uma forma de reduzir os conflitos de interesses entre acionistas e gestores, uma vez que esta constitui uma obrigação contratual da empresa, a qual irá incentivar os gestores a desempenharem melhor as suas funções, a terem menos regalias e a tomarem melhores decisões de investimento de modo a evitarem a falência da empresa. No geral, fatores como a concentração acionista ou o fato dos gestores serem também proprietários da empresa reduzem os conflitos de agência e tendem a ter um impacto negativo no endividamento.

Berndt (2000) e Monks e Minow (2001) são autores que concluíram por uma relação inversa entre as variáveis em causa, com base em estudos relativos ao *corporate governance* empresarial.

Segundo Miguel e Pindado (2000), por um lado, quanto maior for o percentual de ações ordinárias em posse do controlador, em tese maior será a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários externos. Por outro lado, quanto maior for percentual do total de ações em posse do controlador e, portanto, maior for seu investimento na empresa, menor será, em tese, a probabilidade de desvios entre os atos dos gestores e os interesses dos acionistas. A concentração acionaria do controlador pode, ainda,

influenciar a adoção de diversas práticas de CG com o intuito, por exemplo, de compensar os investidores externos pela eventual maior probabilidade de expropriação

Crescimento

A relação do crescimento dos resultados com o nível de endividamento da empresa não é unânime. Alguns trabalhos no âmbito da teoria da agência, por exemplo, consideram que a relação entre as variáveis seria negativa.

No entanto, a teoria da informação assimétrica e da sinalização e alguns estudos empíricos têm encontrado uma relação positiva entre as variáveis, concluindo que as empresas em fases de crescimento não têm fundos internos suficientes para o financiamento, nem possibilidades e interesse em recorrer ao mercado de capitais, recorrendo por isso financiamento bancário, por exemplo.

Cash Flow

No âmbito da teoria da agência, esta é uma das variáveis mais referidas na medida em que os conflitos entre acionistas e gestores surgem normalmente associados ao chamado *free cash flow*. Assim, o recurso ao endividamento reduz os *cash flows* disponíveis, criando a obrigação de efetuar o pagamento da dívida, verificando-se uma diminuição do poder discricionário da gestão e equilibrando melhor os interesses de ambas as partes.

3.3. Modelos e Variáveis Consideradas

Por forma a cumprir com os objetivos e hipóteses do presente trabalho, utilizaram-se variáveis financeiras e não financeiras. Este tipo de variáveis visam operacionalizar os potenciais determinantes da estrutura de capital, sendo que para tal, recorreu-se ao modelo estatístico de regressão linear múltipla. Este modelo visa analisar a relação entre uma variável dependente e um conjunto de variáveis independentes. Este modelo permitirá determinar o significado de variáveis financeiras e não financeiras como possíveis determinantes da estrutura de capital da indústria hoteleira de 4 e 5 estrelas no Algarve.

Para além da caracterização da amostra em estudo através de indicadores de estatística descritiva, efetua-se o estudo da correlação entre as variáveis, através dos coeficientes de correlação de *Pearson* e de *Spearman*.

O coeficiente de correção de *Pearson* é uma medida de associação que quantifica a intensidade e a direção da associação entre duas variáveis. A correlação mede o grau de relação linear entre duas variáveis quantitativas, podendo as correlações ser bivariadas (se envolverem apenas duas variáveis) ou multivariadas (se envolverem mais de duas variáveis). Este coeficiente varia entre os valores -1 e 1. O valor 0 (zero) significa que não há relação linear, o valor 1 indica uma relação linear perfeita e o valor -1 também indica uma relação linear perfeita mas inversa, ou seja quando uma das variáveis aumenta a outra diminui. Quanto mais próximo estiver de 1 ou -1, mais forte é a associação linear entre as duas variáveis.

O coeficiente de correlação de *Pearson* é normalmente representado pela letra r e a sua fórmula de cálculo é:

$$r = \frac{\sum(x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{(\sum(x_i - \bar{x})^2)(\sum(y_i - \bar{y})^2)}}$$

Para o estudo em questão utilizou-se ainda o coeficiente ρ de *Spearman* que mede a intensidade da relação entre variáveis ordinais, usando em vez do valor observado, apenas a ordem das observações. Este coeficiente é também utilizado em variáveis de intervalos ou rácios como alternativa ao R de *Pearson*.

Uma fórmula fácil para calcular o coeficiente ρ de *Spearman* é dada por:

$$\rho = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{n^3 - n}$$

em que n é o número de pares (x_i, y_i)

$d_i = (\text{postos de } x_i \text{ dentre os valores de } x) - (\text{postos de } y_i \text{ dentre os valores de } y).$

O coeficiente ρ de *Spearman* varia entre -1 e 1. Quanto mais próximo estiver destes extremos, maior será a associação entre as variáveis. O sinal negativo da correlação significa que as variáveis variam em sentido contrário, isto é, as categorias mais elevadas de uma variável estão associadas a categorias mais baixas da outra variável.

Na tabela 3.4 são apresentadas as várias variáveis utilizadas neste estudo assim como as fórmulas aplicadas na obtenção dos dados e a relação esperada de acordo com a maioria dos estudos empíricos apresentados no capítulo 2 deste trabalho.

Tabela 3.4 – Variáveis em estudo respetivas fórmulas

Variável	Fórmula	Relação Esperada com o Endividamento
Endividamento	$\frac{Passivo}{Ativo} \times 100$	-
1. Rendibilidade (ROI)	$\frac{EBIT}{A} \times 100$	Positiva
2. Investimento Total (crescimento do Ativo total)	$\frac{A_n - A_{n-1}}{A_{n-1}} \times 100$	Positiva
3. Dimensão	$Log_{10} Ativo$	Positiva
4. Número de dirigentes	Fonte: Dados	Positiva
5. Distribuição de dividendos	Fonte: Dados	Positiva
6. Participação do Maior Acionista (%)	Fonte: Dados	Negativa
7. Crescimento de Resultados	$\frac{RL_n - RL_{n-1}}{RL_{n-1}}$	Positiva
8. Cash Flow	$\frac{Cash\ Flow}{Ativo}$ Fonte: Dados	Negativa

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS OBTIDOS

Neste capítulo apresentam-se os resultados obtidos na investigação empírica sobre a estrutura de capital da indústria hoteleira de 4 e 5 estrelas no Algarve, comparando os mesmos com as hipóteses enunciadas tendo por base a investigação teórica desenvolvida na primeira parte deste estudo.

Numa primeira fase deste capítulo faz-se uma apresentação e caracterização da amostra em estudo com base nas estatísticas descritivas das variáveis utilizadas – endividamento, rentabilidade, investimento total, dimensão, número de empregados, dirigentes, distribuição de dividendos, participação do maior acionista, crescimento dos resultados e nível de *cash flow*.

Segue-se a apresentação dos resultados obtidos, através da inferência estatística e do modelo de regressão linear múltipla, relativamente às variáveis em estudo.

Por último, discutem-se os resultados obtidos de forma a validar ou não as hipóteses formuladas anteriormente e a averiguar do poder explicativo das diversas teorias financeiras e de governação empresarial no nível de endividamento total das empresas da indústria hoteleira de 4 e 5 estrelas do Algarve.

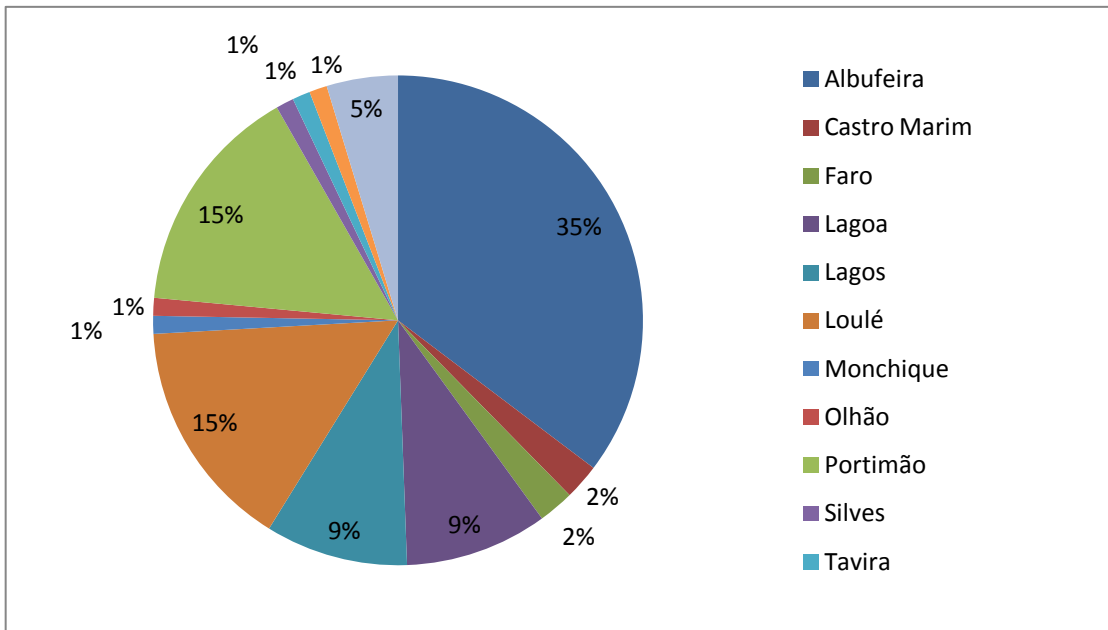
4.1. Caracterização da Amostra

Tabela 4.1 - Número de unidades hoteleiras da amostra por concelho

Unidades por Concelho	
Albufeira	30
Castro Marim	2
Faro	2
Lagoa	8
Lagos	8
Loulé	13
Monchique	1
Olhão	1
Portimão	13
Silves	1
Tavira	1
Vila do Bispo	1
Vila Real de Sto António	4

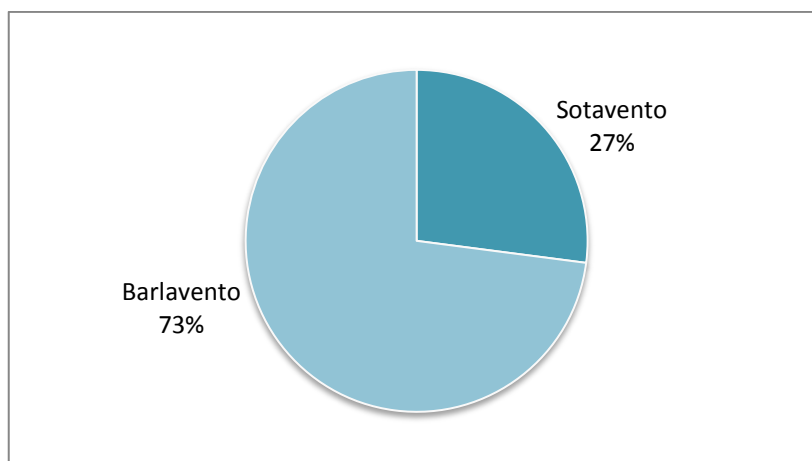
De acordo com o gráfico abaixo, quanto ao total da amostra, observa-se que as unidades existentes em Albufeira representam 35% da amostra, sendo que Loulé e Portimão representam 15% respetivamente. Em conclusão, verifica-se que mais de metade da amostra em questão (65%) localiza-se nos Concelhos de Albufeira, Loulé e Portimão.

Figura 4.1 - Concentração das unidades da amostra por concelho



Ao efetuar-se uma análise ao nível concentração geográfica através da figura 4.2, verifica-se que a maioria das unidades em estudo localizam-se na região do Barlavento Algarvio existindo nesta zona cerca de 73% da nossa amostra total, isto é 62 unidades de um total de 85 unidades.

Figura 4.2 - Distribuição Geográfica da Amostra



No que diz respeito à caracterização das variáveis em investigação, obteve-se os seguintes valores de médias e desvio padrão apresentados na tabela 4.2:

Tabela 4.2 - Estatísticas descritivas da totalidade da amostra

	\bar{x}	σ	N
Endividamento	79,10	53,04	61
Rendibilidade	1,88	18,19	68
Investimento	30,22	159,56	68
Número de Empregados	100,20	131,70	64
Dimensão	6,73	0,81	68
Número de Dirigentes	4,72	3,03	68
Participação do Maior Acionista (%)	71,66	26,60	43
Crescimento	119,93	750,73	68
Cash flow	3,45	16,99	65

Com base nesta tabela, verifica-se que as unidades em estudo apresentam um nível de endividamento médio total elevado de cerca de 80% do seu ativo. No entanto, 25 empresas, correspondendo a 41% da amostra, têm um rácio de endividamento médio superior a este valor e 11 (18% da amostra) superior a 100%. Do total das empresas consideradas, apenas 26% apresentam um nível de endividamento médio inferior a 50%.

Quanto à rendibilidade, as unidades apresentam um rácio de *return on investment* (ROI) reduzido, o que significa que as unidades em estudo têm um ativo bastante elevado ou resultados operacionais demasiado reduzidos. De notar que 31 empresas, quase 46% do total da amostra, apresentam um rácio negativo ou nulo.

É ainda de referir que as unidades em estudo aumentaram o seu ativo líquido total (investimento) em 30%. De referir que também aqui há valores muito díspares: 48,5% apresentaram rácios de crescimento do ativo com valores negativos e 20,5% com valores entre 0 e 6%.

No que diz respeito ao número de empregados existem em média 100 empregados e 5 dirigentes em cada uma das empresas em estudo. O número máximo de dirigentes das empresas da amostra é de onze. Quanto aos empregados, os valores variam entre 2 e

616, sendo que 12,5% das empresas da amostra apresenta um número superior a 300 e 34,5% inferior a 30 empregados.

A dimensão é uma variável que corresponde ao logaritmo do valor do ativo total. No entanto, o valor médio do ativo total líquido das empresas em estudo é 21.687.564€, variando este entre 48.159€ e 206.172.974€. De referir ainda que cerca de 38% das empresas da amostra apresentava em 2009 um ativo total superior a 10 milhões de euros.

A variável relativa à distribuição de dividendos é uma variável binária e apresenta os seguintes resultados: 53 empresas, correspondendo a 79% do total, não procederam à distribuição de dividendos e 14 empresas (21% da amostra) distribuiu dividendos aos acionistas.

Verifica-se também que a percentagem de participação do maior acionista ronda os 72% o que significa que as empresas têm em geral uma estrutura bastante centralizada a nível de controlo acionista. Apenas 14% das empresas mostra uma participação do maior acionista inferior a 50% e só 1 (2,3% da amostra) tem um valor inferior a 25%.

O crescimento dos resultados foi em média de 119,43% mas a dispersão dos valores é muito elevada. Assim, apesar deste valor, cerca de 56% das empresas apresentaram decréscimo nos seus resultados.

No que respeita ao nível do *cash flow*, as empresas em estudo apresentam um valor médio de 3,45% o que mostra que não possuem grande entrada e saída de dinheiro. 41,5% da amostra apresenta valores negativos ou nulos para esta variável.

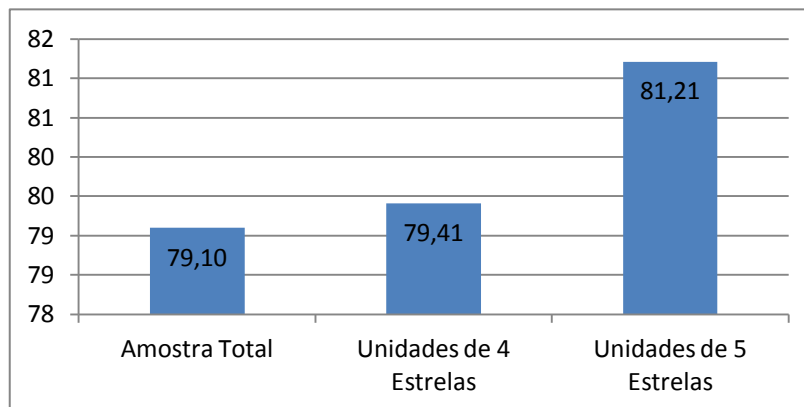
Ao efetuarmos uma análise comparativa entre as unidades de 4 e 5 estrelas obtêm-se os dados na tabela 4.3, os quais são apresentados posteriormente sob a forma de gráficos:

Tabela 4.3 Estatísticas descritivas da amostra por categoria da unidade hoteleira

	Unidades de 4 estrelas			Unidades de 5 estrelas		
	\bar{x}	σ	N	\bar{x}	σ	N
Endividamento	79,41	56,91	47	81,21	25,80	9
Rendibilidade	3,60	19,79	52	-4,22	11,07	11
Investimento	28,90	180,58	52	38,52	59,99	11
Dimensão	6,50	0,72	52	7,43	0,63	11
Número de Dirigentes	4,10	2,77	52	7,64	2,91	11
Participação do Maior Acionista (%)	71,06	25,47	31	80,74	26,59	8
Crescimento	193,46	834,96	52	-112,94	295,79	11
Cash flow	5,28	18,07	49	-2,37	12,18	11

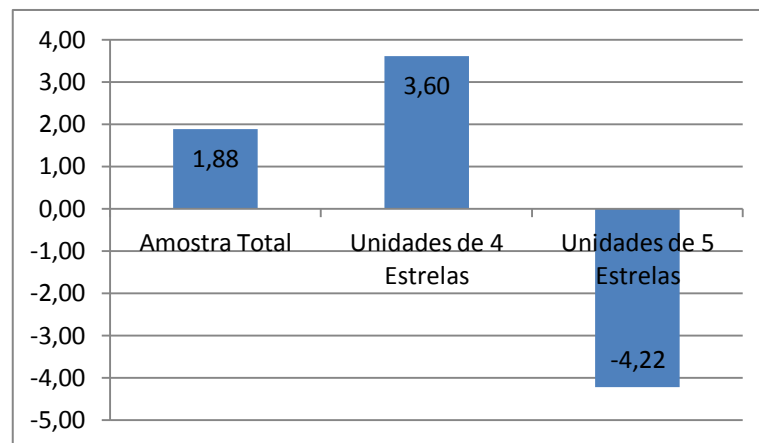
A figura 4.3 demonstra que o nível de endividamento nas unidades de 5 estrelas é ligeiramente superior (apresentando 81,21%) do que nas unidades de 4 estrelas (com 79,41%).

Figura 4.3 - Nível de Endividamento (%)



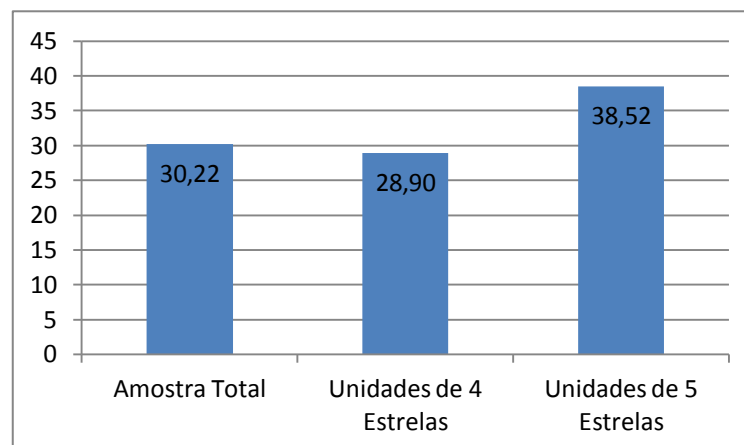
Em termos de rendibilidade, a figura 4.4 revela um rácio maior nas unidades de 4 estrelas (sendo este positivo) enquanto que as unidades de 5 estrelas apresentam uma rendibilidade negativa.

Figura 4.4 - Rendibilidade (ROI)



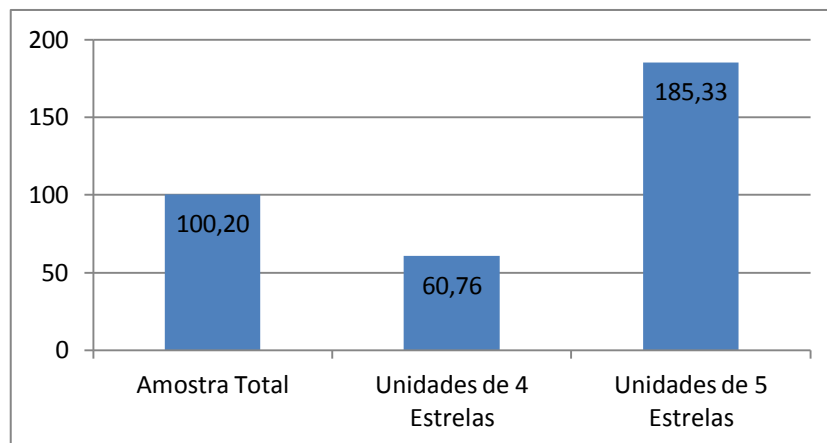
Quanto ao nível de investimento, verifica-se também um aumento dos valores do ativo total líquido mais acentuado nas unidades de 5 estrelas, fato que pode ser verificado através da figura 4.5. Os valores médios são de 29% nas unidades de 4 estrelas e cerca de 39% nas unidades de 5 estrelas.

Figura 4.5 - Investimento (%)



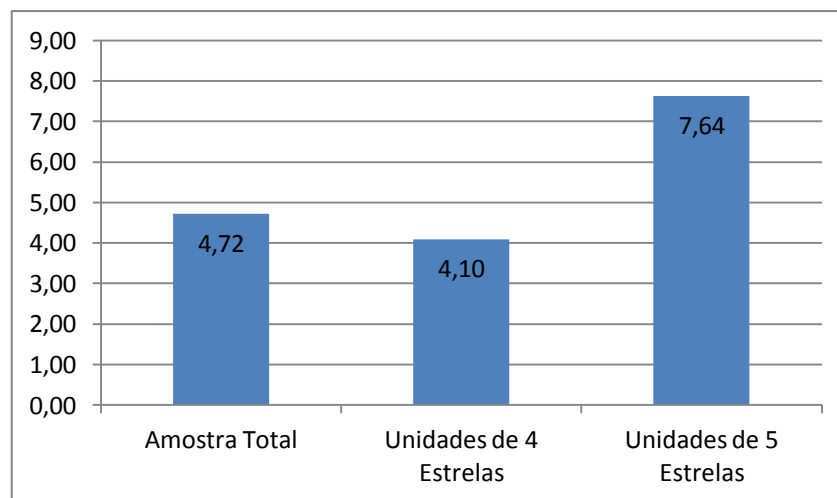
O número de empregados apresentado na figura é bastante superior nas unidades de 5 estrelas que nas unidades de 4 estrelas.

Figura 4.6 – Número de empregados



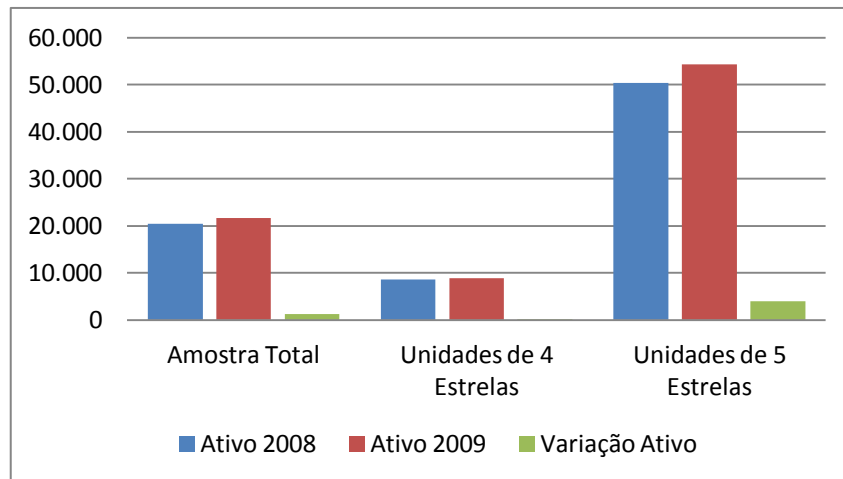
A mesma situação verifica-se para o número de dirigentes (ver figura 4.7) em que a média nas unidades de 4 estrelas é de 61 empregados e 4 dirigentes e nas unidades de 5 estrelas é de 185 empregados e 8 dirigentes.

Figura 4.7 - Número de dirigentes



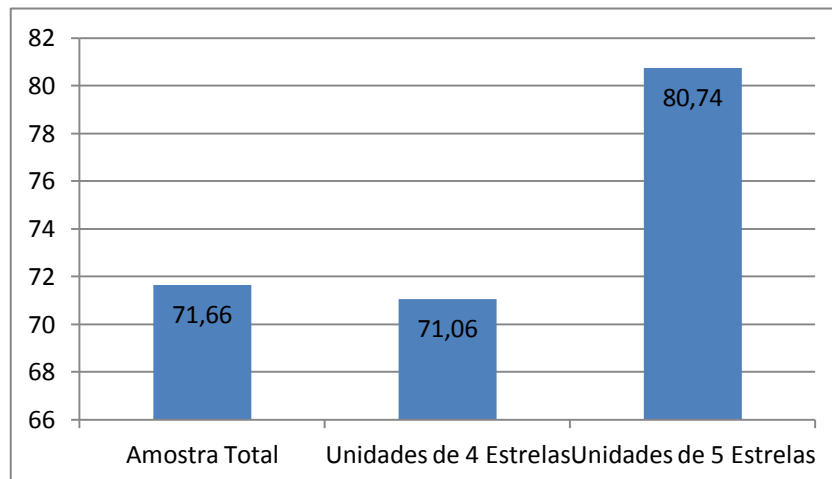
Quanto à dimensão, a figura 4.8 evidencia que as unidades de 5 estrelas apresentam um nível de ativos superiores às unidades de 4 estrelas. Com base no gráfico acima, é ainda possível concluir que as unidades de 5 estrelas apresentam um valor de ativo na ordem dos 50.000.000€ enquanto que as unidades de 4 estrelas apresentam ativos inferiores a 10.000.000€, o que representa uma diferença bastante elevada e que distingue os 2 tipos de unidades.

Figura 4.8 - Dimensão do ativo (em milhares de euros)



No que diz respeito à participação do maior acionista, apesar de uma diferença pouco acentuada, verifica-se que as unidades de 5 estrelas possuem maior concentração do poder acionista. A figura 4.9 revela ainda que nestas o maior acionista possui em média cerca de 80% do total das ações da empresa, enquanto que nos hotéis de 4 estrelas o valor médio é 71%.

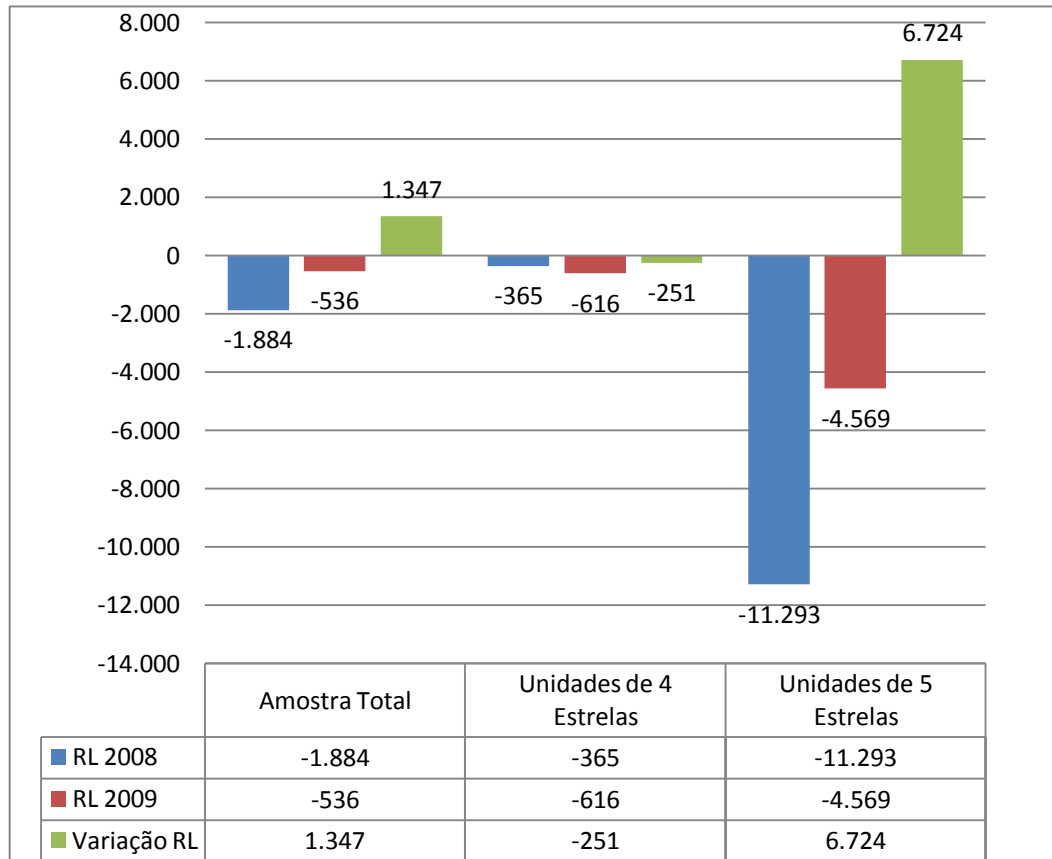
Figura 4.9 - Participação do Maior Acionista (%)



Ao nível dos resultados, verifica-se na figura 4.10 que ambos os tipos de unidades apresentam um resultado líquido médio negativo, verificando-se um valor superior (negativo) no caso das unidades de 5 estrelas. Quanto ao crescimento dos resultados, os resultados de 2009 (em relação a 2008) mostraram uma melhoria essencialmente nas

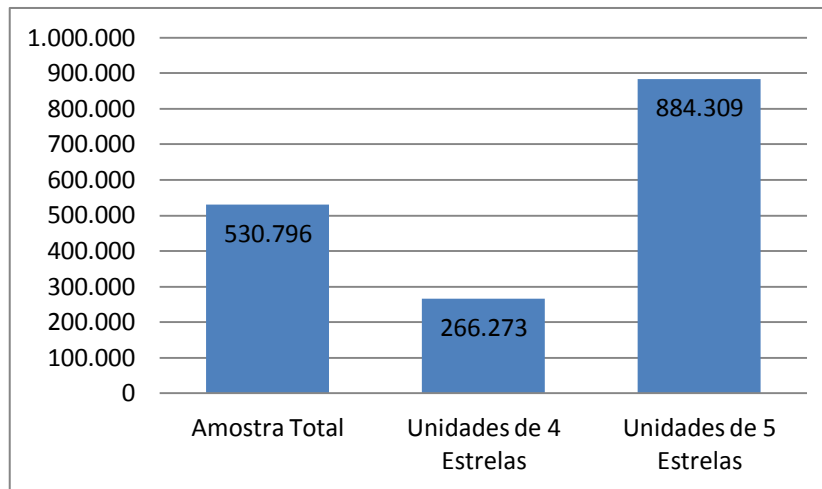
unidades de 5 estrelas apresentando uma diferença de cerca de 6.000.000€, enquanto que as unidades de 4 estrelas apresentaram uma melhoria na ordem dos 250.000€.

Figura 4.10 - Crescimento do resultado líquido (em milhares de euros)



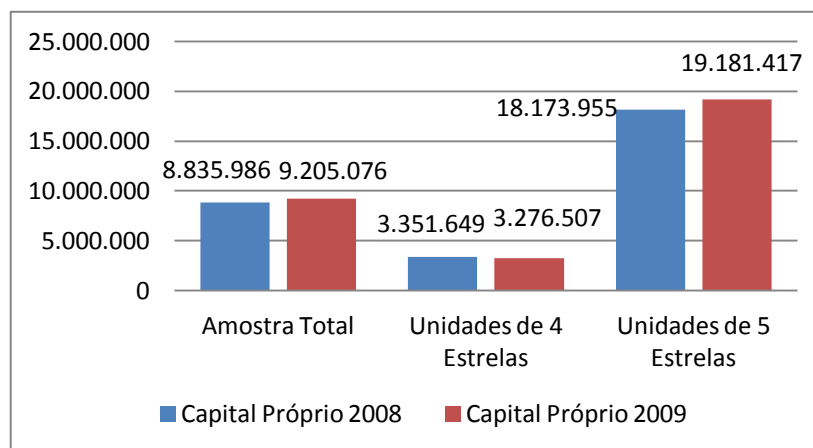
Relativamente ao *cash flow*, a figura 4.11 demonstra que as unidades de 5 estrelas apresentam valores mais elevados na ordem dos 880.000€ enquanto que as unidades de 4 estrelas apresentam valores na ordem dos 266.000€.

Figura 4.11 - Cash flow 2009



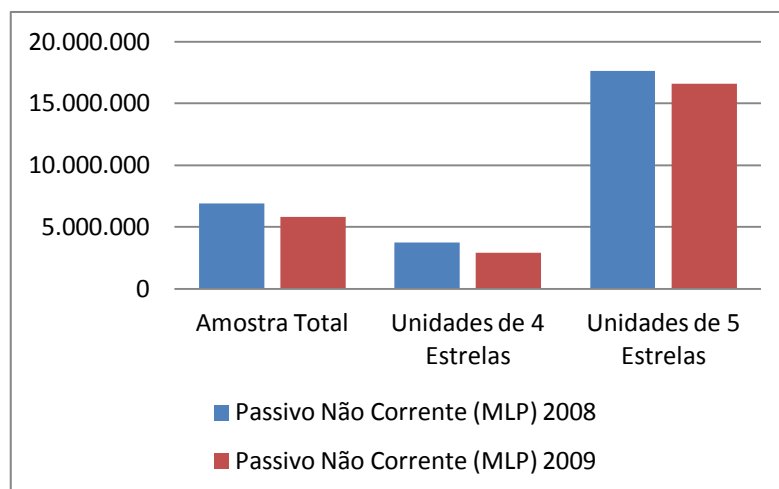
Ao analisar-se o nível de capitais próprios das unidades hoteleiras de 4 e 5 estrelas (ver figura 4.12) nota-se que houve uma ligeira subida entre 2008 e 2009. Comparando os dois tipos de unidades verifica-se que as unidades de 5 estrelas apresentam valores bastante superiores no que diz respeito aos capitais próprios das empresas.

Figura 4.12 - Valores do Capital Próprio



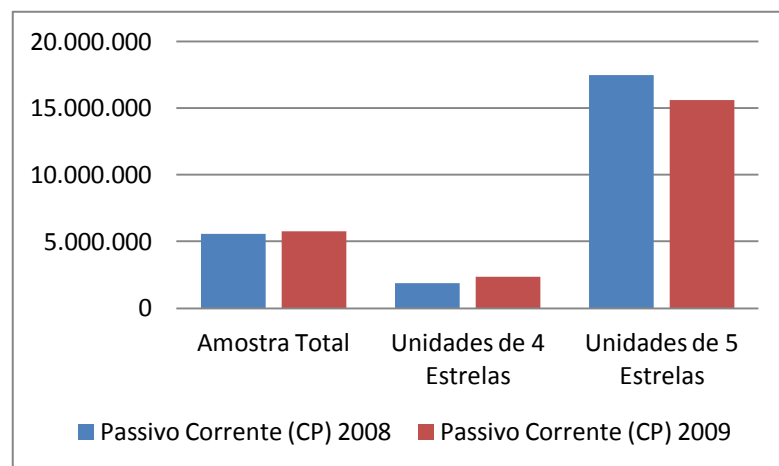
Com base na figura 4.13, verifica-se que quanto ao passivo não corrente, ou de médio longo prazo, as unidades de 5 estrelas apresentam mais uma vez valores mais elevados do que as unidades de 4 estrelas. No entanto é semelhante em ambos os tipos de unidades a redução dos valores entre 2008 e 2009.

Figura 4.13 - Valores do Passivo Não Corrente



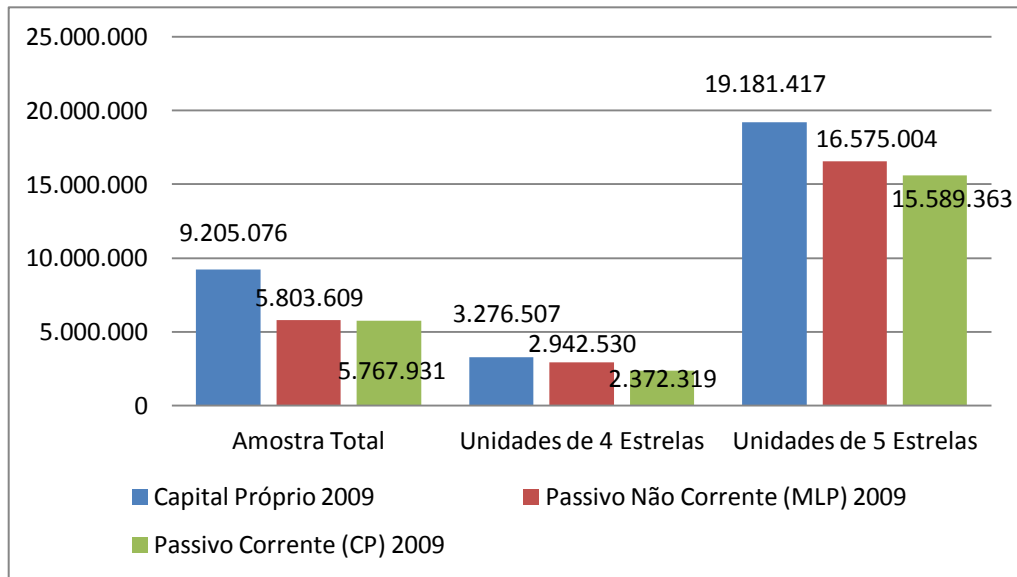
Observa-se na figura 4.14 que também no caso do passivo corrente, ou de curto prazo, as unidades de 5 estrelas são as que apresentam valores mais altos, sendo que neste caso também se notou uma ligeira redução, em ambos os tipos de unidades, entre 2008 e 2009.

Figura 4.14 - Valores do Passivo Corrente



A figura 4.15 mostra a comparação entre os valores médios das origens de fundos das empresas da amostra por categoria das unidades hoteleiras. Verifica-se aqui novamente que são as unidades de 5 estrelas que apresentam maiores valores tanto de capital próprio como de passivo corrente e não corrente.

Figura 4.15 - Comparação entre os valores do capital próprio, do passivo não corrente e do passivo corrente



4.2. Apresentação dos Resultados Obtidos

A seguir, apresenta-se a tabela 4.4 relativa à matriz de correlações entre as variáveis métricas do estudo empírico, utilizando o coeficiente de correlação de *Pearson*.

Tabela 4.4 - Matriz de correlações de *Pearson*

	1	2	3	4	5	6	7
1 - Endividamento	1						
2 - Rendibilidade	,427**	1					
3 - Investimento	,399**	,540**	1				
4 - Dimensão	-,411*	-0,23	-0,201	1			
5 - Número de Dirigentes	-0,247	-0,187	-0,153	,602**	1		
6 - Participação do Maior Acionista (%)	-0,071	-0,023	-0,06	0,087	0,147	1	
7 - Crescimento	0	-0,011	-0,034	0,121	0,02	-0,044	1
8 - Cash Flow	,324*	,961**	,465**	-0,219	-0,15	-0,03	-0,01

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Analisando a matriz de correlações variáveis e utilizando o coeficiente de correlação de *Pearson*, verifica-se que a variável endividamento total apresenta correlações estatisticamente significativas com 4 variáveis, ou seja, 40% das variáveis explicativas.

Os níveis de correlação entre a variável dependente e as variáveis independentes (rendibilidade, dimensão e investimento) podem-se considerar elevados pois estes para além de apresentarem um nível de significância de 0,01 apresentam também coeficientes iguais ou superiores a 0,40.

Para além destes existe ainda outra variável que apresenta um nível de significância, embora não tão elevado sendo de 0,05, apresentando um coeficiente de 32%.

Relativamente à correlação entre as diversas variáveis explicativas verifica-se a existência significativa de relação em 6 situações das quais destacam-se 4 tendo um coeficiente superior a 0,50 nomeadamente:

- 1) A rendibilidade e o investimento
- 2) A rendibilidade e o *cash flow*
- 3) O número de empregados e a dimensão
- 4) A dimensão e o número de dirigentes

Para além da análise de correlação através do coeficiente de *Pearson*, foi também utilizado o coeficiente de *Spearman* para analisar o caso específico da distribuição de endividamentos já que esta é uma variável qualitativa e não quantitativa. Através deste coeficiente obteve-se o resultado apresentado na tabela 4.5 o qual não apresenta qualquer significância neste estudo.

Tabela 4.5 - Matriz de Correlações de *Spearman*

	1	2
1 – Endividamento	1,00	
2 - Distribuição de Dividendos	-0,13	1,00

Para a realização deste estudo aplicou-se também o modelo de regressão linear múltipla para determinar o poder explicativo de cada uma das variáveis em análise. Este método permite analisar a relação entre uma variável dependente e um conjunto de variáveis independentes.

De acordo com Maroco (2003), o modelo de regressão linear múltipla só pode ser aplicado caso um conjunto de pressupostos respeitantes ao modelo sejam válidos. Isto é, após a estimação dos coeficientes de regressão será efetuada uma análise de resíduos e um diagnóstico de multicolineariedade (quando as variáveis independentes estão fortemente correlacionadas).

Neste sentido aplicou-se o modelo de regressão linear múltipla às 8 variáveis em estudo. De acordo com os resultados apresentados no Apêndice 1, verifica-se que 57% da variabilidade do endividamento é explicado pelas variáveis consideradas para este estudo. A estatística F é igual a 4,32 com 8 e 26 graus de liberdade, com p-value de 0,002, ou seja, podemos rejeitar a hipótese nula em favor da hipótese alternativa, significando isto que o modelo é altamente significativo.

Tabela 4.6 - Coeficientes^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	329,767	83,867		3,932	,001
Rendibilidade	6,509	1,759	2,000	3,701	,001
Investimento	,783	,302	,381	2,595	,015
Dimensão	-36,780	12,993	-,531	-2,831	,009
Nr. Dirigentes	3,165	3,607	,166	,877	,388
Distribuição de Dividendos	-21,299	20,021	-,157	-1,064	,297
Participação do Maior Acionista (%)	-,030	,300	-,013	-,099	,922
Crescimento	,005	,009	,084	,631	,533
Cash Flow	-6,302	1,803	-1,903	-3,494	,002

a. Variável Dependente: Endividamento

Com base no quadro acima verifica-se que b_0 estandardizado é 0, pelo que podemos afirmar que o modelo passa na origem.

Considerando um grau de significância de 5% pode-se concluir que apenas as variáveis rendibilidade, investimento, dimensão e cash-flow têm poder significativo sobre o endividamento no estudo em referência.

Após a estimação do coeficiente de regressão efetuou-se a validação dos pressupostos do MRLM através da análise dos erros ou resíduos e à (quasi) ortogonalidade entre as variáveis independentes.

Sendo que o modelo apresentado só é válido se:

1. $\varepsilon_j \sim N(0, \sigma)$ em que os erros possuem distribuição normal de média nula e variância constante
2. $\text{Cov.}(\varepsilon_k, \varepsilon_l) = 0$ ($k \neq l$; $k, l = 1, \dots, n$) – os erros são independentes

A validação do primeiro pressuposto pode ser confirmada através da observação do gráfico de probabilidade normal, o qual é apresentado no Apêndice 1 e que mostra que a maioria dos pontos se encontram próximo da diagonal principal concluindo que é uma distribuição aproximadamente normal.

No mesmo apêndice são também apresentados os resultados do estudo dos restantes pressupostos do modelo. Ao aplicar a estatística proposta por Durbin e Watson obtém-se um valor d aproximado de 2 (1,84), ou seja, conclui-se a não existência de auto correlação entre os resíduos.

De seguida é necessário verificar a multicolinearidade (Apêndice 1), ou seja, verificar se as variáveis independentes estão fortemente correlacionadas entre si. Uma vez que os valores VIF (*Variance Inflation Factor*) são bastante elevados para as variáveis rendibilidade e *cash flow*, significa que estas duas variáveis são colineares e que apresentam informação redundante, podendo ou não uma delas ser eliminada do estudo.

Verificou-se assim que as quatro variáveis explicativas propostas tinham significância estatística e poder explicativo do nível de endividamento das empresas da amostra sendo que as variáveis rendibilidade e investimento apresentam uma relação positiva (uniforme) com o nível de endividamento enquanto que a dimensão e os cash flows apresentam uma relação negativa (ou inversa) com o nível de endividamento das unidades em estudo.

É importante referir ainda que com exceção do nível do *cash flow* que em termos de coeficiente de correlação apresenta uma relação diretamente proporcional, os resultados entre as duas abordagens estatísticas são consentâneos. Isto é, das variáveis independentes propostas como explicativas apenas a rendibilidade, a dimensão, o investimento e o nível do *cash flow* apresentam significância estatística de forma a se poder atribuir poder explicativo relativamente ao nível de endividamento dos hotéis de 4 e 5 estrelas no Algarve.

4.3. Discussão dos Resultados Obtidos

Esta seção é dedicada à interpretação e discussão dos resultados obtidos no tratamento estatístico efetuado, tendo como objetivo determinar e identificar quais as variáveis determinantes da estrutura de capital das unidades hoteleiras do Algarve.

Das variáveis estudadas, as que apresentam poder explicativo do nível de endividamento das empresas da amostra são a rendibilidade, a dimensão, o investimento total e o *cash flow*. As restantes variáveis propostas, como o número de empregados, o número de dirigentes, a participação do maior acionista, a distribuição de dividendos e o crescimento dos resultados não apresentam significância estatística em termos de poder explicativo do nível de endividamento das empresas da amostra.

Seguidamente, na tabela 4.7, é analisado o efeito encontrado para cada uma das variáveis explicativas em estudo e a comparação com os resultados esperados, dado o enquadramento teórico apresentado na primeira parte deste estudo e das hipóteses de estudo formuladas.

Tabela 4.7 - Comparação entre os resultados obtidos e os resultados esperados

Variável	Relação Esperada com o Endividamento	Resultados Obtidos
1. Rendibilidade (ROI)	Positiva	Positiva
2. Investimento Total	Positiva	Positiva
3. Dimensão	Positiva	Negativa
4. Número de dirigentes	Positiva	Positiva
5. Distribuição de dividendos	Positiva	Negativa
6. Participação do Maior Acionista (%)	Negativa	Negativa
7. Crescimento de Resultados	Positiva	Positiva
8. Cash flow	Negativa	Negativa

Ao analisar-se a tabela acima é possível verificar que alguns dos resultados obtidos não coincidem com os resultados inicialmente esperados tendo por base o enquadramento teórico efetuado na primeira parte deste trabalho. Quanto a estas variáveis, em que se obteve um resultado diferente do esperado, é de destacar a variável dimensão, a qual apesar de apresentar uma relação negativa diferente do esperado apresenta também um nível de significância elevado o que nos diz que devemos considerar este resultado. Ainda com uma relação diferente do esperado temos a variável distribuição de dividendos, apesar de esta não apresentar relevância estatística a um nível de significância de 5%.

As restantes variáveis, rendibilidade, investimento total, número de dirigentes, participação do maior acionista, crescimento dos resultados e cash-flow apresentam resultados consentâneos com as hipóteses de investigação apresentadas.

Os resultados obtidos indicam que a **rendibilidade** é um dos determinantes mais explicativos da estrutura de capital das unidades de 4 e 5 estrelas do Algarve. Sendo que a rendibilidade do ativo e o nível de endividamento apresentam uma relação uniforme, ou seja, empresas mais rentáveis apresentam maiores níveis de endividamento.

Estudos como o DeAngelo e Masulis (1980) referem que as empresas mais rentáveis devem endividar-se mais pois de acordo com a teoria dos efeitos fiscais as mesmas teriam mais benefícios fiscais provenientes do endividamento.

Esta relação está em concordância com os trabalhos de Jensen (1986) e Stulz (1990) em que a teoria da agência aponta para uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento na medida em que as empresas que possuem maiores fluxos de caixa devem endividar-se de forma a limitar os fundos disponíveis para benefício próprio dos seus dirigentes.

Outros autores a defenderem a relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento são Harris e Raviv (1990), que com o intuito de minimizar o conflito de interesses entre os sócios e os acionistas propõem que as empresas ao apresentarem uma maior rentabilidade devem recorrer à dívida para a resolução destes conflitos.

Dentro da teoria da informação assimétrica, Ross (1977) e Leland e Pyle (1977) defendem que a estrutura de capital das empresas serve como sinal transmissor da situação atual da empresa perante os investidores externos, dando a ideia ao mercado que quanto maior for o nível de endividamento mais rentável será a empresa. Este sinal irá dar uma ideia de qualidade e confiança na empresa.

A evidência encontrada está em conformidade com os resultados da maioria dos estudos empíricos sobre a relação do endividamento com a rentabilidade da empresa, apresentados na primeira parte deste trabalho, sendo que apenas Myers e Majluf (1984) contrariam o resultado encontrado defendendo a existência de uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade, pois com base na teoria do pecking order, as empresas preferem financiar-se com fundos gerados internamente, através da retenção dos excedentes de fundos gerados por projetos viáveis. Quando as empresas não dispõem de autofinanciamento, então recorrem ao financiamento externo (dívida), seguido do recurso à emissão de ações.

No que diz respeito à variável **investimento**, a relação encontrada é também significativa e uniforme com o grau de endividamento, isto é, no caso das unidades de 4 e 5 estrelas do Algarve, empresas com maior nível de investimento apresentam também um maior nível de endividamento.

No âmbito de teoria da agência Myers (1977) também verificou uma relação positiva dizendo que o endividamento pode originar políticas de investimento subótimas, do ponto de vista da maximização do valor da empresa.

Stulz (1990) e Jensen (1986) com base na teoria da agência defendem uma relação positiva entre o endividamento e o investimento defendendo que as empresas com boas oportunidades de investimento perspetivam ter maiores níveis de dívida do que as empresas que se encontram em fase de maturidade, com lento crescimento e que pertencem a sectores de atividade que geram elevados fluxos de caixa.

A teoria da informação assimétrica suporta uma relação positiva entre o endividamento e o investimento. Segundo Myers (1984), as empresas preferem o recurso à dívida em vez da emissão de transmite informação ao mercado, sendo que a emissão de dívida sinaliza positivamente a empresa pois demonstra a existência de oportunidades de crescimento e a capacidade de financiamento enquanto a emissão de novas ações sinaliza negativamente a empresa.

Quanto à variável **dimensão** (ativo total), este estudo demonstra a existência de uma relação forte mas negativa com o nível de endividamento das empresas. Assim conclui-se que as empresas em estudo possuem níveis de ativos baixos para níveis de endividamento elevados. Esta relação não é suportada por nenhum dos autores referidos anteriormente.

A maioria dos autores, como por exemplo Scott (1976), refere a existência de uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento, pois no âmbito do estudo dos custos de falência as empresas de maior dimensão são detentoras de ativos e por conseguinte de resultados e garantias mais elevados logo com maiores possibilidades de recorrer a capitais alheios. Autores como Warner (1977) e Ang *et al* (1982) sugerem a existência de uma relação positiva entre o endividamento e a

dimensão. Estes revelam que empresas de maior dimensão são mais diversificadas e consequentemente têm uma menor probabilidade de entrarem em falência devido à presença de um efeito de escala nos custos de falência.

A variável **número de dirigentes** apresenta uma relação positiva com a variável endividamento. Ou seja, quanto maior for o número de dirigentes maior será o nível de endividamento. É importante referir que esta relação não tem qualquer poder explicativo pois não apresenta significância estatística mas é indicativa da relação que estas variáveis podem apresentar no contexto deste estudo.

Por exemplo, Williamson (1996) defende que as empresas com melhor nível de *corporate governance* possuem condições mais vantajosas para captar recursos externos, logo para recorrerem ao financiamento externo, referindo ainda que a estrutura de capital escolhida pela empresa funciona como mecanismo complementar de *corporate governance* na medida em que o endividamento atua como força disciplinadora, limitando a discricionariedade dos gestores.

Também Black (2000), argumenta que as empresas que demonstram maior nível de *corporate governance* são mais credíveis, originando um aumento do interesse na aquisição das suas ações, portanto têm maior facilidade de recorrer ao financiamento externo.

Quanto à variável **distribuição de dividendos**, o estudo mostrou a existência de uma relação negativa entre a distribuição de dividendos e o nível de endividamento. Concluindo-se portanto que as unidades de 4 e 5 estrelas localizadas no Algarve que não distribuem dividendos apresentam maiores níveis de endividamento. No entanto, os resultados estatísticos não se mostram estatisticamente significativos.

Com base na teoria da agência, Brealey e Myers (2007) defendem uma relação positiva entre o endividamento e a distribuição de dividendos, pois estes mencionam a diminuição da propriedade, no qual o pagamento extraordinário de dividendos é um bom exemplo da diminuição da propriedade, em que é diminuída a participação dos acionistas quando se antevê a possibilidade de falência da empresa. Deste modo, a empresa fica com menos ativos, os quais serão posteriormente divididos pelos credores.

Com base na teoria da agência e nos resultados de trabalhos no âmbito da *corporate governance*, os resultados esperados previam uma relação positiva, que não se verifica nas empresas do estudo.

No entanto essa relação também não é verificada por todos os autores. A teoria da sinalização suporta uma relação negativa entre o endividamento e a distribuição de dividendos, Myers e Majluf (1984) efetuaram um estudo que revelou que os novos projetos das empresas deverão ser financiados em primeiro pela retenção de dividendos, em seguida pela emissão de obrigações e só por último pelo aumento do capital, escolhendo sempre os meios de financiamento de menor risco em detrimento dos outros.

Quanto à variável **participação do maior acionista**, o estudo efetuado demonstra a existência de uma relação negativa com o nível de endividamento das empresas. Assim conclui-se que as empresas do estudo possuem baixos níveis de participação do maior acionista para níveis de endividamento elevados.

Apesar da relação encontrada não ter qualquer significância estatística, poderemos tomá-la como indicativa da relação existente entre as variáveis. Esta relação é a que foi proposta na hipótese 6, suportada pela teoria da agência e pelos trabalhos da *corporate governance*, nomeadamente devido ao efeito de redução dos conflitos de agência que a concentração de propriedade provoca.

Os resultados obtidos mostram que a variável **crescimento dos resultados** possui uma relação positiva com o nível de endividamento tal como foi proposto na hipótese 7, com base na teoria da informação assimétrica, uma vez que o endividamento pode ser usado como uma das formas de sinalizar para o mercado a informação sobre os resultados empresariais. Tal como as variáveis anteriores, a relação encontrada não tem significância estatística.

Myers (1984), baseado na teoria do pecking order, defende uma relação positiva entre o crescimento e o nível de endividamento da empresa pois quando a empresa não possui fundos suficientes para financiar o seu crescimento deverá optar pelo financiamento externo através do recurso ao endividamento.

Relativamente à variável ***cash flow***, os fluxos de caixa apresentam uma relação negativa com o grau de endividamento com significância estatística. Isto significa que as empresas em estudo ostentam elevados níveis de *cash flow* para baixos níveis de endividamento.

No âmbito da teoria da agência, Jensen (1986) defende uma relação negativa entre o endividamento e o *cash flow* disponíveis. De forma a reduzir os conflitos de interesses, o autor sugere o recurso à dívida, uma vez que esta constitui uma obrigação contratual tomada pela empresa, a qual irá incentivar os gestores a desempenharem melhor as suas funções, a terem menos regalias e a tomarem melhores decisões de investimento, de modo a evitarem a falência da empresa. No entanto, o recurso ao endividamento reduz os *cash flows* disponíveis, verificando-se uma diminuição do poder discricionário de gestão.

Também Kayhan (2008), no âmbito dos trabalhos sobre o tema do *corporate governance* considera a existência de uma relação negativa entre o endividamento e os *cash flow*, sendo que a gestão vai optar por uma hierarquia de financiamento. Numa primeira fase, preferem a acumulação de *cash flow*, tendo uma estrutura de capital conservadora que lhes transmite segurança no seu emprego. Numa fase em que a empresa já necessita de financiamento externo, irão recorrer inicialmente à emissão de novas ações e à emissão de dívida como último recurso.

5. CONCLUSÕES

O presente trabalho aborda a estrutura de capital da indústria hoteleira no Algarve, no caso específico das unidades de 4 e 5 estrelas, testando alguns dos determinantes propostos pelas teorias apresentadas como explicativos do nível de endividamento. Assim, muitos trabalhos teóricos e empíricos - sobre o efeito fiscal do endividamento, sobre os custos de falência e de agência da dívida, sobre a informação assimétrica existente no mercado e a forma como as empresas utilizam fatores como o endividamento para passarem excedentes de informação interna ou a *pecking order* – têm sido efetuados nas últimas décadas apresentando e testando, em diversos países, regiões ou atividades, vários determinantes financeiros do nível de endividamento empresarial. O conceito e a aplicação prática de *corporate governance* surgiram mais recentemente mas tem também motivado trabalhos teóricos e empíricos sobre a temática e a sua influência em variáveis financeiras como o endividamento.

Modigliani e Miller iniciaram em 1958 um debate acerca da estrutura de capital das empresas aquando da publicação de um artigo no qual defendiam que a valorização das empresas não estava dependente da sua estrutura de capital, defendendo que a valorização das empresas está relacionada com a situação económica e não pela forma de financiamento das mesmas. Em 1963, os mesmos autores incluíram o efeito fiscal sobre o rendimento das empresas e concluíram que o valor das empresas aumenta com o aumento da sua dívida, ou seja, defendem que as empresas ao financiarem-se na totalidade com dívida conseguem obter o custo mínimo do capital e, por conseguinte, a sua estrutura ótima.

Miller (1977) desenvolveu um novo modelo introduzindo o efeito fiscal sobre as empresas e sobre os investidores, concluindo que neste modelo não existe um ponto ótimo para cada empresa mas sim por setor e consequentemente um nível de endividamento ótimo. Com base no estudo de Miller (1977), DeAngelo e Masulis (1980) introduziram os benefícios fiscais não associados ao endividamento defendendo que o imposto sobre o rendimento constitui um estímulo ao endividamento na medida em que as empresas com maior rentabilidade devem endividar-se mais pois o valor do benefício depende dos resultados antes de encargos financeiros e impostos.

As várias imperfeições encontradas em cada teoria deram lugar a um desenvolvimento da literatura sobre a estrutura de capital, dando origem a outras teorias (para além da do efeito fiscal) tais como: custos de falência; agência informação assimétrica e sinalização e *pecking order*.

No âmbito da teoria dos custos de falência, Baxter (1967) defende que o endividamento excessivo pode aumentar o custo do capital da empresa, pois um nível de alavanca elevado aumenta a probabilidade de falência e os riscos esperados. Em 1976 Scott também considerou os custos de falência no seu estudo, verificando que o valor de liquidação dos ativos de uma empresa em falência é inferior ao valor de mercado de outra empresa com boa situação financeira. No entanto, Warner (1977) ao efetuar um estudo sobre os custos de falência concluiu que estes são insignificantes, pelo que não devem ser considerados como determinantes da estrutura de capital.

Kim (1978), Scott (1976) e Kraus e Litzenberger (1973) defendem que é possível alcançar uma estrutura ótima de capital quando o valor atual da poupança fiscal (decorrente dos juros da dívida) é igual ao valor atual dos custos de falência.

A teoria da agência tem por base a influência dos custos de agência na estrutura de capital de uma empresa. Esta teoria assenta na geração de conflitos de interesses que podem existir nas empresas entre os sócios/acionistas e dirigentes e entre os sócios/acionistas e credores. Neste contexto, Jensen (1986) sugere o recurso à dívida como forma de reduzir os conflitos de interesses, assim os gestores teriam uma obrigação contratual que os influenciaria nas tomadas de decisão evitando a falência da empresa.

Stulz (1990) defende que as empresas com boas oportunidades de investimento possuem menores níveis de dívida do que as empresas em fase de maturidade as quais apresentam um crescimento lento.

Num estudo efetuado por Harris e Raviv (1990), estes referem que quanto mais elevado for o valor de liquidação da empresa maior será o nível de endividamento e maior será o seu valor de mercado. Os autores referem ainda que as empresas com rendibilidades elevadas apresentam elevados níveis de endividamento, concluindo por fim que o endividamento é independente da dimensão da empresa.

No âmbito da informação assimétrica têm sido estudadas e apresentadas duas teorias: a da sinalização e a *pecking order theory*. No contexto da teoria da sinalização, Ross (1977) afirma que a estrutura de capital de uma empresa constitui um sinal ao mercado da situação atual da empresa. Ao realizar um estudo Ross (1977) concluiu que o recurso à dívida permite a redução dos custos de informação assimétrica pois os investidores irão diferenciar as empresas através do rácio de endividamento.

A teoria do *pecking order* baseia-se na hierarquia de financiamento, explicada pela transação e emissão dos custos de argumentação, assim quando as empresas necessitam de capital para novos projetos recorrem, em primeiro lugar, aos fundos internos, depois ao financiamento externo e, só em última instância, optam por nova emissão de capital. De acordo com Myers e Majluf (1984) emissões de capital são um mau sinal para os investidores uma vez que são mais lucrativas as empresas que estão sobreavaliadas. Deste modo as empresas irão preferir financiar-se através de fundos gerados internamente e apenas quando não dispõem de autofinanciamento recorrem ao financiamento externo, através do recurso à dívida e por fim através da emissão de ações.

É ainda de referir os trabalhos sobre o *corporate governance* que surgiram no seguimento de problemas e escândalos desencadeados por situações de crise, uma vez que se estavam a verificar problemas ao nível da credibilidade da informação financeira prestada e da eficácia do sistema de fiscalização das empresas cotadas em bolsa. Segundo Barca (1998) o *corporate governance* trata os conflitos de interesses entre o investidor e o administrador, o qual procura exercer o controlo a nível estratégico da empresa em interferência do investidor. Monks e Minow (2001) vêm o *corporate governance* como forma de estabelecer um equilíbrio entre as partes permitindo que o administrador maximize o valor do proprietário.

Em Portugal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) define o *corporate governance* como “um sistema de regras e conduta relativo ao exercício da direção e controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”.

De acordo com Black *et al.* (2002) as empresas com maior nível de *corporate governance* apresentam melhor desempenho, pois o *corporate governance* pressupõe a informação aos investidores, a diminuição da informação assimétrica o que irá fazer com que a empresa tome decisões mais corretas e obtenha melhores resultados. Black (2000) afirma ainda que as empresas com um nível mais elevado de *corporate governance* são mais credíveis o que gera um maior interesse na aquisição das suas ações.

Tirole (2001) considera que os administradores podem tomar decisões que irão prejudicar de certa forma os acionistas e os investidores, deste modo o autor defende que se os mesmos seguirem as linhas orientadoras do *corporate governance* irão encontrar administradores com mais capacidades e responsabilidades para com os investidores.

Para Dennis (2001) existem três formas de garantir que os administradores vão agir em prol dos interesses dos investidores, são eles: o forte vínculo entre o administrador e a empresa, o controlo do seu desempenho ou ainda a criação de incentivos que influenciem uma boa gestão em prol dos investidores.

Quanto à atividade turística em Portugal e essencialmente na região algarvia, verificou-se um acentuado crescimento nos últimos anos (considerando os anos anteriores ao ano de referência para este estudo, ou seja, anteriores a 2009) devido às condições atmosféricas e também à qualidade da sua orla marítima. Em 2009 o Algarve foi a região portuguesa que apresentou maior percentagem de turistas com 35,5%. Neste sentido o turismo tornou-se num determinante muito forte no que diz respeito ao desenvolvimento da economia do Algarve.

De forma a atrair cada vez mais nichos de mercado ao Algarve foi necessário adaptar as unidades hoteleiras já existentes e criar algumas infraestruturas novas, pois de acordo com os dados estatísticos do INE a preferência de alojamento dos turistas recai sobre os hotéis.

De acordo com Roland Berger e Nuno Aires, o Algarve deverá focar-se em 5 segmentos de mercado (motivações primárias) para a captação de turistas que neste caso são o Sol e Mar, o Golfe, o Turismo Náutico, o Turismo Residencial e ainda a nova indústria de reuniões.

O estudo empírico apresentado nesta dissertação baseia-se nos dados obtidos relativos a 87 hotéis e hotéis apartamentos de 4 e 5 estrelas no Algarve, de um total de 121 unidades e centra-se no ano de 2009. Em termos gerais, conclui-se que o endividamento médio destas unidades é de 80%, apresentando os hotéis de 5 estrelas maior nível de dependência externa. Também em termos de investimento em ativo total, de dimensão (total do ativo), do número de empregados e dirigentes, da participação do maior acionista, do crescimento dos resultados e do nível de *cash flow* anual, os hotéis de 5 estrelas apresentam valores mais elevados. Apenas a rentabilidade operacional é, em média, inferior nestes hotéis relativamente aos de 4 estrelas.

A metodologia utilizada no estudo da estrutura de capital da indústria hoteleira de 4 e 5 estrelas no Algarve apontou para a existência de 4 hipóteses fortemente explicativas relativamente ao endividamento: a rentabilidade, o investimento, a dimensão e o nível do *cash flow*. Sem significância estatística ficaram os resultados associados às restantes variáveis, número de dirigentes, distribuição de dividendos, participação do maior acionista e crescimento dos resultados.

Como referido anteriormente, a rentabilidade é uma das variáveis com impacto na estrutura de capital das unidades em estudo. A relação positiva observada entre a rentabilidade e o endividamento total está em concordância com a teoria do efeito fiscal, a teoria da agência, a da informação assimétrica e a teoria de *pecking order*.

A variável investimento também constitui um determinante da estrutura de capital das unidades hoteleiras em estudo apresentando uma relação positiva com o endividamento. Esta relação é verificada pela maioria das teorias estudadas, nomeadamente a teoria da agência e a da informação assimétrica.

A evidência sugerida pela variável dimensão, com uma relação negativa mas significativa na estrutura de capital, não é suportada por nenhum dos autores referidos anteriormente.

O *cash flow* apresenta-se como uma variável significativa com uma relação negativa com o endividamento. Esta relação encontrada era a prevista pela hipótese 8 deste trabalho, baseada nos estudos e teorias apresentados na revisão bibliográfica.

De acordo com o estudo estatístico efetuado, as variáveis número de dirigentes, distribuição de dividendos, percentagem de participação do maior acionista e crescimento não têm significância para serem consideradas como explicativas do endividamento das empresas da amostra.

No entanto, a direção da relação entre cada uma delas e a variável dependente mostra-se em consonância com as hipóteses formuladas, à exceção da hipótese relativa à distribuição de dividendos. Quanto ao número de dirigentes, verifica-se uma relação positiva com o endividamento tal como se previa à luz dos trabalhos sobre *corporate governance*.

A variável distribuição de dividendos mostra a existência de uma relação negativa com o endividamento, ao contrário do previsto anteriormente com base na teoria da agência e dos trabalhos sobre *corporate governance*.

Quanto à percentagem de participação do maior acionista, o estudo estatístico mostra a existência de uma relação negativa com o nível de endividamento, a qual é defendida por estudos no âmbito da teoria da agência e do *corporate governance*.

No que diz respeito à variável crescimento dos resultados, os resultados obtidos mostram uma relação positiva, tal como previsto pelo estudo à luz da teoria da informação assimétrica.

Em suma, pode-se afirmar que este trabalho reforça a ideia de estudos empíricos anteriores, que defendem a existência de várias teorias que visam explicar a estrutura de capital das empresas com base em diversos determinantes/ variáveis. No entanto, não foi possível tirar conclusões exatas no que concerne à amostra em estudo, pois esta é

uma área bastante complexa que se altera com a realidade de cada empresa e condição atual do país em questão.

No decorrer deste estudo verificaram-se algumas limitações nomeadamente no que diz respeito ao tamanho da amostra e à recolha de outra informação pertinente para o estudo.

Quanto aos dados recolhidos verificou-se algum atraso a nível de ano financeiro, pois os dados mais recentes disponíveis na base de dados Amadeus referiam-se a 2009 quando se estava em 2011 (ano em que o estudo foi iniciado). Também a utilização dos dados de apenas um exercício económico é uma limitação na medida em que pode não espalhar a realidade que está em constante mutação, podendo este ano ser uma exceção na tendência temporal.

Como perspetiva de trabalho de investigação futura, este estudo poderá ser mais aprofundado ao ser estendido a mais regiões do país ou, eventualmente, realizar um estudo comparativo entre as unidades hoteleiras do Algarve e da região vizinha de Andaluzia, já que ambas apresentam características muito semelhantes. A utilização de diversos anos consecutivos pode também ser aplicada de forma a obter resultados mais consistentes.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altman, E. (1984) *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, Journal of Finance, 39, 4, 1067-1089.
- Amaral, P. (2011) *Decisões de financiamento em empresas brasileiras: uma comparação entre a static trade off e a pecking order theory*, Tese de Mestrado não publicada, Universidade de São Paulo.
- Ang, J., J. Chua, J. McConnell (1982) *The administrative costs of corporate bankruptcy: a note*, The Journal of Finance, vol. XXXVII, nº 1, March, 219-226.
- Barca, F. (1998) *Some Views on U.S. Corporate Governance*, Bank of Italy - Research Department.
- Baxter, N. (1967) *Leverage, risk of ruin and the cost of capital*, The Journal of Finance, 22, 395-404.
- Bebchuck, L. (2002), *Asymmetric Information and the Choice of Corporate Governance*, Harvard Law School, Discussion Paper N° 398.
- Bebchuck, L., J. Fried, (2003) *Executive Compensation as an Agency Problem*, Harvard Law School, Discussion Paper N° 421, 47.
- Berger S., E. Banaccorsi di Patti, (2006), *Capital Structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the bank industry*, Journal of Banking & Finance, 30, pp1065-1102.
- Berger, P., E. Ofek e D. Yermack (1997) *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*, The Journal of Finance, 52, 4, 1411-1438.
- Berndt, M. (2000) *Global Differences in Corporate Governance: Systems Theory and Implications for Reforms*, Harvard Law School, Discussion Paper N° 303.
- Black, B. (2000) *Strengthening Brazil's Securities Markets*, Journal of Commercial, Economic and Financial Law, Stanford Law School, Working Paper N° 205.
- Black, B. et al. (2002) *Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea*. Working Paper.
- Blair, M. (1995) *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for The Twenty-First Century*, Washington, The Brookings Institution.
- Blom, J. e B. Schauten (2006) *Corporate Governance and the Cost of Debt*, Working Paper Series, Social Science Research Network.

- Brealey, R. e S. Myers (1998) *Princípios de Finanças Empresariais*, 5ª Edição, Lisboa, McGraw-Hill.
- Brealey, R. e S. Myers (2007) *Princípios de Finanças Empresarias*, 8.ª Edição, Lisboa, McGraw-Hill.
- Cadbury, A. (2000) *Speech made in Global Corporate Governance Forum*, World Bank, Junho 2012.
- Carleton, N. e M. Weisbach, (1998) *Influence of Institutions on Corporate Governance Trough Private*.
- Coelho, L. (2003) *Determinantes da Estrutura de Capital: Uma abordagem ao caso das empresas pertencentes aos países do mercado Euronext*, Tese de Mestrado não publicada, Universidade do Algarve.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2003) *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades*, Instituto Português de Corporate Governance.
- Correia, T. (2008) *As Empresas Familiares Portuguesas: Determinantes da Estrutura de Capital*, Penafiel, Editorial Novembro.
- Cremers, K., V. Nair e C. Wei (2007) *Governance Mechanisms and Bond Prices*, Yale ICF Working Paper No. 06-30.
- Cunha, L. (1997) *Economia e Política do Turismo*, Lisboa, Mc Graw-Hill.
- DeAngelo, H. e R. W. Masulis (1980) *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*, Journal of Financial Economics, 8, 1, 3-29.
- Denis, D. (2001) *Twenty-five Years of Corporate Governance: research and counting*, Review of Financial Economics, 10, 191-212.
- Durand, D. (1952) *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*, Conference on Research on Business Finance, New York.
- Esperança, J.P., A. Sousa, E. Soares e I. Pereira (2011) *Corporate Governance no Espaço Lusófono*, Alfragide, Texto Editores.
- Fama, E. (1980) *Agency Problems and the Theory of the Firm*, Journal of Political Economy, 88, 288-307.
- Fama, E. e M. Jensen (1983) *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, 26.
- Ferreira, H. (2009) *2009: o ano mais longo. 2010: a incógnita da mudança atrasada*, Publituris, Lideres de opinião.

- Fiocca, M. (1990) *Corporate financial policy and taxation*, Dartmouth Publishing Company.
- Frank, M. e V. Goyal (2007) *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*, Working Paper Series, Social Science Research Network.
- Friend, I. e L. Lang (1988) *An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*, *The Journal of Finance*, 43, 2, 271-281.
- Garvey, G. e G. Hanka (1999) *Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage*, *The Journal of Finance*, 54, 2, 519-545.
- Gompers, P., J. Ishii e A. Metrick (2003) *Corporate Governance and Equity Prices*, *The Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- Grossman, S e O. Hart (1986) *The Costs and Benefits of Ownership: A theory of vertical and lateral integration*, *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.
- Harris, M. e A. Raviv (1990) *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, *The Journal of Finance*, 45, 2, 321-349.
- Hart, O. (1995) *Corporate Governance: Some theory and implications*, *Economic Journal*, 105, 678-689.
- Hart, O. e J. Moore. (1990) *Property Rights and the Nature of the Firm*, *Journal of Political Economy*, 98, 1119-1158.
- Henriques, M. (2007) *Governo das Sociedades e Criação de Valor – Grupo Lena*, Tese de Mestrado não publicada, Instituto Politécnico de Leiria.
- Hermalin, B. e M. Weisbach (2003) *Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: a survey of the economic literature*, *Economic Policy Review*, Federal Bank of New York, 9, 1.
- Hermalin, B. e M. Weisbach (2007) *Transparency and Corporate Governance*, Working paper, University of California at Berkely.
- Hermalin, B. e M. Weisbach (2008) *Information Disclosure and Corporate Governance*, Working paper, Fisher College of Business.
- Jensen, C. (1993) *The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control Systems*, *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. (1986) *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, *The American Economic Review*, 76, 2, , 323-329.

- Jensen, M. e W. Meckling (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3, 4, 305-360.
- Jiraporn, P., J. Kim, Y. Kim e P. Kitsabunnarat (2008) *Does Corporate Governance Affect Capital Structure?*, Financial Management Association, Texas, Conference Presentation.
- John, K. e L. Senbet (1998) *Corporate Governance and Board Effectiveness*, Journal of Banking & Finance, 22, 371-403.
- Kayhan, A. (2008) *Managerial Discretion and the Capital Structure Dynamics*, Louisiana State University, Working Paper.
- Kim, E. (1978) *A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity*, Journal of Finance, 33, 1, 45-64.
- Klapper, L. e Love, I. (2004), *Corporate governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*, Journal of Corporate Finance, Vol. 10, pp. 703-728.
- Klock, M., S. Mansi e W. Maxwell (2005) *Does Corporate Governance Matter to Bondholders?*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40, 639-719.
- Kraus, A. e R. Litzenberger (1973) *A state-preference model of optimal financial leverage*, The Journal of Finance, 28, 4, 911-922.
- La Porta, R., F. Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1998) *Law and Finance*, The Journal of Political Economy, 106, 6, 1113-1155.
- La Porta, R., F. Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1999) *Agency Problems and Dividends Policies Around the World*, The Journal of Finance, 54, 2, 471-517.
- La Porta, R., F. Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (2000) *Investor Protection and Corporate Governance*, Journal of Financial Economics, 58, 3-27.
- Lambert, R. (1986) *Executive effort and selection of risky projects*, The Rand Journal of Economics, 17, 1, 77-88.
- Leland, H. e D. Pyle (1977) *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, Journal of Finance, 44, 771-787.
- Lewis-Beck, M. S. (1993) *Applied Regression: An Introduction*, in Lewis-Beck, M. S. (ed.) (1993) *Regression Analysis*, SAGE Publications Toppan Publishing, 1-68.
- Li, X. (2006) *Corporate Governance, the Cross Section of Returns and Financing Choices*, Working Paper, University of Michigan, Ann Arbor, MI.

- Lodi, J. (2000) *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*, Rio de Janeiro, Campus.
- Maroco, J. (2003) *Análise Estatística – Com Utilização do SPSS*, Lisboa, Edições Sílabo.
- Marujo, M. (2008) *Turismo e comunicação*, Castelo Branco, RVJeditores.
- Matias, M. (2000) *Especificidade dos activos e estrutura de capital*, Tese de doutoramento não publicada, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- Michaud, J. (1983) *Le tourisme face à l'environnement*, Le Geographe, Paris, P.U.F.
- Miguel, A., J. Pindado, J. (2000) *Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data*, Journal of Corporate Finance, v. 7, 77-99.
- Miller, E. J. e A. K. Rice (1988) *The Family Business in Contemporary Society*, Family Business Review, 1, 2, 193-210.
- Miller, M. (1977), *Debt and taxes*, The Journal of Finance, 32, 2, 261-275.
- Modigliani, F. e M. Miller (1958), *The cost of capital, corporation finance and theory of investment*, The American Economic Review, 48, 3, 261- 297.
- Modigliani, F. e M. Miller (1963), *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, The American Economic Review, 53, 3, 433-443.
- Monks, R. e N. Minow (2001), *Corporate Governance*, Blackwell Business, 2nd edition, Oxford.
- Moreira, F. (1994) *O turismo em espaço rural: Enquadramento e expressão geográfica no território português*, Est. Geo. Hum. Regional, B8, CEG, Lisboa.
- Myers, S. (1984) *The capital structure puzzle*, The Journal of Finance, 39, 3, 575-592.
- Myers, S. (2001) *Capital structure*, The Journal of Economic Perspectives, 15, 2, 81-102.
- Myers, S. C. (1977) *Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics, 5, Novembro, 147-175.
- Myers, S. e N. Majluf (1984) *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, 13, 2, 187-221.

- Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (2004) *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*, European Corporate Governance Institute.
- Pinto, S. (2008) *Empresas de Hotelaria: Uma Análise Económica e Financeira*, Tese de Mestrado não publicada, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- Rebelo, S. (2003) *A Estrutura de Capital e o Ciclo de Vida das Empresas*, Tese de Mestrado não publicada, Universidade do Algarve.
- Rocca (2007), M. L., *The Influence of Corporate Governance on the Relation between Capital Structure and Value*, Corporate Governance, Vol. 7, N.º 3, pp. 312-325.
- Rogão, M. (2006) *Determinantes da estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas: evidência empírica usando modelos de dados em painel*, Tese de Mestrado não publicada, Universidade da Beira Interior.
- Ross, S. (1977) *The Determinants of Financial Structure: The Incentive-signalling Approach*, The Bell Journal of Economics, 8, 23-40.
- Salsa, M. (2009) *A política de dividendos e o ciclo de vida das empresas*, Tese de Doutoramento não publicada, Universidade do Algarve.
- Scott, J. (1976) *A theory of optimal capital structure*, Bell Journal of Economics 7, 1, 33-54.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1997) *A Survey of Corporate Governance*, Journal of Finance, 52, 2, 737-783.
- Silva, A., A. Vitorino, C. Alves, J. Cunha e M. Monteiro (2006) *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, Instituto Português de Corporate Governance.
- Silva, D. (2009), *O Impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais*, Tese de Mestrado não publicada, Universidade do Porto.
- Silveira, M. (2002) *Planejamento territorial e dinâmica local: bases para o turismo sustentável*, Turismo e desenvolvimento local, São Paulo.
- Smith, M.P. (1996) *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from Calpers*. Journal of Finance, v.51, p. 227-252, 1996.
- Soares, E. (2009) *O Governo das Sociedades Anónimas em Cabo Verde*, Tese de Mestrado não publicada, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- Stulz, R. M. (1990) *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*, Journal of Financial Economics, 26, 1, 3-27.

- Tirole, J. (2001) *Corporate Governance*, *Econometrica*, 69, 1, 1-35.
- Van Horne, J. (1992), *Financial Management and Policy*, Edição 9, New Jersey, Prentice-Hall.
- Villalonga, B. e R. Amit (2004) *How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, EFA 2004 Maastricht Meetings, Paper N° 3620.
- Warner, J. (1977) *Bankruptcy costs: some evidence*, *Journal of Finance*, 32, 337-348.
- Weaver, R. (1956) *Equity financing for the small firm*, *Harvard Business Review*, 34, 91-102.
- Williamson, O. (1996). *The mechanisms of governance*. Oxford: Oxford University Press.
- Yeh, Y. et al. *Corporate Governance and Rating System*. National Changchi University Republic of China, Tokyo, 2002.

APÊNDICES

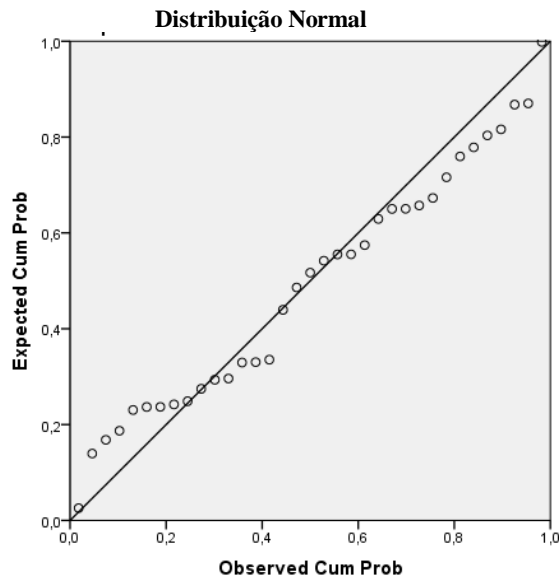
Apêndice 1 - Resultados da regressão linear múltipla

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,755 ^a	,570	,437	45,13555	1,840

a. Predictors: (Constant), Crescimento, Investimento, Dimensão, Distribuição de Dividendos, Participação do Maior Acionista (%), Rendibilidade, Nr. Dirigentes, Cash Flow

b. Dependent Variable: Endividamento



Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	329,767	83,867		3,932	,001		
Rendibilidade	6,509	1,759	2,000	3,701	,001	,057	17,641
Investimento	,783	,302	,381	2,595	,015	,768	1,302
Dimensão	-36,780	12,993	-,531	-2,831	,009	,470	2,130
Nr. Dirigentes	3,165	3,607	,166	,877	,388	,460	2,176
¹ Distribuição de Dividendos	-21,299	20,021	-,157	-1,064	,297	,760	1,316
Participação do Maior Acionista (%)	-,030	,300	-,013	-,099	,922	,915	1,093
Crescimento	,005	,009	,084	,631	,533	,926	1,080
Cash Flow	-6,302	1,803	-1,903	-3,494	,002	,056	17,923

a. Dependent Variable: Endividamento

ANEXOS

ANEXO A – Estabelecimentos, segundo o tipo dos estabelecimentos, por regiões (NUTS II)

2009-07-31 Unidade: Nº

NUTS	Total Geral	Hotéis					Apartamentos Turísticos	Aldeamentos Turísticos
		Total	*****	****	***	** / *		
PORTUGAL	1 988	681	56	242	272	111	184	33
CONTINENTE	1 715	583	45	188	243	107	150	32
Norte	450	141	7	49	50	35	9	1
Centro	413	167	4	25	100	38	7	1
Lisboa	304	146	21	60	47	18	5	4
Alentejo	153	38	2	13	17	6	7	2
Algarve	395	91	11	41	29	10	122	24
REG. AUTÓNOMA AÇORES	82	38	0	19	16	3	12	0
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	191	60	11	35	13	1	22	1

NUTS	Hotéis-Apartamentos				Motéis	Pousadas	Estalagens	Pensões
	Total	*****	****	*** / **				
PORTUGAL	128	4	69	55	23	41	94	804
CONTINENTE	89	2	47	40	23	38	69	731
Norte	5	0	2	3	9	10	24	251
Centro	6	0	3	3	8	9	19	196
Lisboa	10	0	9	1	1	3	11	124
Alentejo	7	0	2	5	1	12	7	79
Algarve	61	2	31	28	4	4	8	81
REG. AUTÓNOMA AÇORES	4	0	3	1	0	2	2	24
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	35	2	19	14	0	1	23	49

Fonte: INE – Inquérito à Permanência de Hóspedes e Outros dados na Hotelaria 2009

ANEXO B – Quartos, Segundo o tipo dos estabelecimentos, por regiões (NUTS II)

2009-07-31

NUTS	Total Geral	Hotéis					Apartamentos Turísticos	Unidade: N°	
		Total	*****	****	***	** / *		Aldeamentos Turísticos	
PORTUGAL	120 737	67 332	10 352	30 971	19 926	6 083	11 553	5 549	
CONTINENTE	102 406	56 290	7 893	24 458	17 980	5 959	11 016	5 336	
Norte	18 182	11 026	1 335	4 817	2 949	1 925	127	60	
Centro	18 738	11 671	415	2 050	7 139	2 067	483	294	
Lisboa	24 218	18 583	3 554	9 497	4 309	1 223	269	458	
Alentejo	4 896	2 138	156	859	865	258	133	60	
Algarve	36 372	12 872	2 433	7 235	2 718	486	10 004	4 464	
REG. AUTÓNOMA AÇORES	4 219	3 284	0	2 087	1 111	86	277	0	
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	14 112	7 758	2 459	4 426	835	38	260	213	

NUTS	Hotéis-Apartamentos				Motéis	Pousadas	Estalagens	Pensões
	Total	*****	****	*** / **				
PORTUGAL	12 920	642	8 099	4 179	919	1 266	2 794	18 404
CONTINENTE	8 978	258	5 582	3 138	919	1 188	1 822	16 857
Norte	426	0	273	153	357	293	610	5 283
Centro	330	0	221	109	288	290	485	4 897
Lisboa	1 238	0	1 031	207	71	70	335	3 194
Alentejo	451	0	245	206	10	351	178	1 575
Algarve	6 533	258	3 812	2 463	193	184	214	1 908
REG. AUTÓNOMA AÇORES	130	0	92	38	0	57	53	418
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	3 812	384	2 425	1 003	0	21	919	1 129

Fonte: INE – Inquérito à Permanência de Hóspedes e Outros dados na Hotelaria 2009

ANEXO C – Capacidade de alojamento, segundo o tipo de estabelecimentos, por regiões (NUTS II)

2009-07-31

Unidade: Nº de camas

NUTS	Total Geral	Hotéis					Apartamentos Turísticos	Aldeamentos Turísticos
		Total	*****	****	***	** / *		
PORTUGAL	273 804	141 575	21 286	65 440	41 769	13 080	33 285	14 868
CONTINENTE	235 974	119 082	16 320	52 130	37 807	12 825	32 111	14 442
Norte	38 827	23 347	2 728	10 242	6 220	4 157	329	120
Centro	38 605	23 859	837	4 123	14 688	4 211	1 197	566
Lisboa	52 041	39 465	7 253	20 095	9 321	2 796	674	1 257
Alentejo	10 591	4 355	312	1 784	1 748	511	362	141
Algarve	95 910	28 056	5 190	15 886	5 830	1 150	29 549	12 358
REG. AUTÓNOMA AÇORES	8 806	6 705	0	4 257	2 272	176	645	0
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	29 024	15 788	4 966	9 053	1 690	79	529	426

NUTS	Hotéis-Apartamentos				Motéis	Pousadas	Estalagens	Pensões
	Total	*****	****	*** / **				
PORTUGAL	34 757	1 578	21 248	11 931	2 191	2 561	6 048	38 519
CONTINENTE	26 340	701	15 853	9 786	2 191	2 410	4 064	35 334
Norte	1 122	0	595	527	896	654	1 258	11 101
Centro	793	0	451	342	651	528	987	10 024
Lisboa	2 713	0	2 299	414	142	144	837	6 809
Alentejo	1 262	0	670	592	17	706	434	3 314
Algarve	20 450	701	11 838	7 911	485	378	548	4 086
REG. AUTÓNOMA AÇORES	367	0	281	86	0	109	114	866
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	8 050	877	5 114	2 059	0	42	1 870	2 319

Fonte: INE – Inquérito à Permanência de Hóspedes e Outros dados na Hotelaria 2009

ANEXO D – Pessoal ao serviço, segundo o tipo dos estabelecimentos, por regiões (NUTS II)

2009-07-31 Unidade: Nº

NUTS	Total Geral	Hotéis					Apartamentos Turísticos	Aldeamentos Turísticos
		Total	*****	****	***	** / *		
PORTUGAL	46 154	29 745	7 945	12 074	6 543	3 183	2 739	1 634
CONTINENTE	38 092	24 750	6 613	9 286	5 704	3 147	2 538	1 624
Norte	5 890	3 931	888	1 695	894	454	33	...
Centro	5 425	3 706	393	825	2 038	450	37	18
Lisboa	11 690	9 887	2 682	3 583	1 574	2 048	78	...
Alentejo	1 818	887	125	444	262	56	52	...
Algarve	13 269	6 339	2 525	2 739	936	139	2 338	1 458
REG. AUTÓNOMA AÇORES	1 779	1 405	0	824	556	25	124	0
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	6 283	3 590	1 332	1 964	283	11	77	10

NUTS	Hotéis-Apartamentos				Motéis	Pousadas	Estalagens	Pensões
	Total	*****	****	*** / **				
PORTUGAL	4 857	543	3 044	1 270	326	850	1 680	4 323
CONTINENTE	3 172	298	1 905	969	326	805	1 059	3 818
Norte	118	0	...	...	...	209	339	1 083
Centro	106	0	67	39	84	184	234	1 056
Lisboa	448	0	...	...	...	65	185	884
Alentejo	113	0	...	...	...	230	105	418
Algarve	2 387	298	1 347	742	57	117	196	377
REG. AUTÓNOMA AÇORES	67	0	...	...	0	...	...	113
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	1 618	245	...	...	0	...	...	392

Fonte: INE – Inquérito à Permanência de Hóspedes e Outros dados na Hotelaria 2009

ANEXO E – Estada media, segundo o tipo dos estabelecimentos, por regiões (NUTS II)

2009 Unidade: Nº de noites

NUTS	Total Geral	Hotéis					Apartamentos Turísticos	Aldeamentos Turísticos
		Total	*****	****	***	** / *		
PORTUGAL	2,8	2,4	2,7	2,6	2,3	1,8	5,6	5,3
CONTINENTE	2,6	2,2	2,3	2,4	2,2	1,8	5,6	5,3
Norte	1,7	1,8	1,7	1,8	1,8	1,6	3,5	...
Centro	1,8	1,8	2,1	1,7	1,9	1,9	3,7	3,3
Lisboa	2,2	2,1	1,9	2,1	2,3	1,8	3,4	...
Alentejo	1,7	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	3,0	...
Algarve	4,7	3,9	3,7	4,1	3,9	2,0	5,8	6,1
REG. AUTÓNOMA AÇORES	3,1	3,0	0,0	2,8	3,2	2,9	6,1	0,0
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	5,2	4,9	5,0	5,1	4,0	3,3	6,2	6,8

NUTS	Hotéis-Apartamentos				Motéis	Pousadas	Estalagens	Pensões
	Total	*****	****	*** / **				
PORTUGAL	4,6	5,6	4,6	4,7	1,2	1,7	2,6	2,2
CONTINENTE	4,2	4,1	4,0	4,5	1,2	1,7	2,1	2,1
Norte	1,9	0,0	...	...	...	1,6	1,9	1,9
Centro	1,9	0,0	1,7	2,5	1,2	1,5	1,6	1,9
Lisboa	2,4	3,8	...	...	...	1,6	2,4	2,5
Alentejo	2,5	0,0	...	...	...	1,6	1,6	1,6
Algarve	5,3	4,1	5,2	5,5	4,2	2,3	4,0	2,6
REG. AUTÓNOMA AÇORES	3,5	0,0	...	...	0,0	...	...	2,7
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	6,2	6,7	...	...	0,0	...	...	4,3

Fonte: INE – Inquérito à Permanência de Hóspedes e Outros dados na Hotelaria 2009

ANEXO F – Taxa líquida de ocupação por cama, segundo o tipo dos estabelecimentos, por regiões (NUTS II)

2009 Unidade: %

NUTS	Total Geral	Hotéis					Apartamentos Turísticos	Aldeamentos Turísticos
		Total	*****	****	***	** / *		
PORTUGAL	38,3	40,5	38,7	43,3	38,5	35,6	36,4	34,2
CONTINENTE	36,7	39,3	37,4	41,5	38,2	35,8	36,2	34,0
Norte	30,9	34,7	38,9	34,4	33,7	34,0	19,2	...
Centro	27,9	31,6	34,6	35,3	30,1	32,3	17,4	10,1
Lisboa	41,7	42,8	33,1	43,1	49,8	42,4	34,4	...
Alentejo	29,3	33,6	34,4	36,9	29,1	39,2	25,0	...
Algarve	40,9	45,9	43,5	46,4	47,9	38,1	37,4	36,1
REG. AUTÓNOMA AÇORES	32,2	33,5	0,0	32,9	35,7	21,9	32,1	0,0
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	52,3	52,2	42,8	58,3	49,2	34,8	49,1	41,3

NUTS	Hotéis-Apartamentos				Motéis	Pousadas	Estalagens	Pensões
	Total	*****	****	*** / **				
PORTUGAL	46,2	57,0	45,9	45,0	49,7	40,7	29,1	26,5
CONTINENTE	41,7	40,7	41,4	42,3	49,8	41,0	24,7	25,8
Norte	30,2	0,0	...	...	...	38,8	25,9	20,2
Centro	33,4	0,0	41,5	21,5	32,1	39,7	20,8	20,0
Lisboa	39,4	14,9	...	...	...	42,1	17,5	42,7
Alentejo	26,9	0,0	...	...	...	40,9	24,3	22,8
Algarve	43,8	42,6	43,0	45,5	36,4	47,7	41,9	28,0
REG. AUTÓNOMA AÇORES	26,3	0,0	...	...	0,0	...	...	25,0
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	60,9	70,3	...	...	0,0	...	...	37,5

Fonte: INE – Inquérito à Permanência de Hóspedes e Outros dados na Hotelaria 2009

ANEXO G – Taxa líquida de ocupação por cama, segundo o mês, por regiões (NUTS II)

2009													Unidade: %	
NUTS	Total	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	
PORTUGAL	38,3	21,7	27,4	30,2	39,0	39,6	43,9	50,6	63,5	48,3	37,8	27,0	23,0	
CONTINENTE	36,7	19,6	25,2	27,4	36,5	37,5	42,2	49,7	63,0	47,2	36,6	25,4	21,8	
Norte	30,9	18,4	22,9	23,0	30,2	31,9	32,1	37,1	49,4	41,0	34,3	25,5	22,6	
Centro	27,9	15,6	19,8	19,1	27,7	30,7	30,4	32,9	48,6	34,2	31,1	21,9	18,8	
Lisboa	41,7	26,2	30,4	36,1	47,6	45,7	42,8	48,8	59,4	52,2	46,4	33,1	29,6	
Alentejo	29,3	17,1	22,8	21,8	31,2	30,2	33,6	34,7	55,3	33,8	27,2	23,0	18,8	
Algarve	40,9	17,9	25,7	28,3	36,9	38,7	51,6	63,6	76,8	53,7	35,3	21,8	17,3	
REG. AUTÓNOMA AÇORES	32,2	15,3	17,5	22,3	35,5	40,2	44,9	49,9	60,1	40,4	26,4	17,5	11,4	
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	52,3	38,6	46,8	52,8	59,3	56,0	58,0	58,2	68,6	59,4	50,7	42,1	35,5	

Fonte: INE – Inquérito à Permanência de Hóspedes e Outros dados na Hotelaria 2009

ANEXO H – Proveitos totais, segundo o tipo dos estabelecimentos, por regiões (NUTS II)

2009 Unidade: Milhares de Euros

NUTS	Total Geral	Hotéis					Aparta- mentos	Aldea- mentos
		Total	*****	****	***	** / *	Turísticos	Turísticos
PORTUGAL	1 763 954	1 205 939	363 167	544 457	240 452	57 863	89 481	54 811
CONTINENTE	1 458 939	1 011 998	292 713	444 846	217 460	56 979	84 550	53 635
Norte	207 591	154 445	38 165	67 816	31 260	17 205	445	...
Centro	179 091	130 087	14 197	31 002	69 766	15 121	2 459	...
Lisboa	492 820	419 025	130 361	202 171	68 992	17 501	3 139	...
Alentejo	57 588	29 606	4 363	15 098	8 090	2 055	1 161	...
Algarve	521 848	278 835	105 626	128 759	39 352	5 098	77 346	46 386
REG. AUTÓNOMA AÇORES	49 163	41 630	0	25 901	15 052	677	2 528	0
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	255 852	152 311	70 454	73 709	7 941	207	2 403	1 176

NUTS	Hotéis-Apartamentos				Motéis	Pousadas	Estalagens	Pensões
	Total	*****	****	*** / **				
PORTUGAL	201 959	19 035	136 799	46 125	11 090	31 265	54 306	115 104
CONTINENTE	134 066	11 732	87 404	34 930	11 090	30 265	32 989	100 347
Norte	4 666	0	...	...	...	8 487	9 073	24 130
Centro	5 143	0	3 238	1 905	...	5 930	6 224	25 895
Lisboa	24 830	217	...	...	...	2 910	6 374	30 178
Alentejo	4 143	0	...	...	...	9 015	2 155	10 917
Algarve	95 284	11 516	58 836	24 933	1 684	3 924	9 163	9 226
REG. AUTÓNOMA AÇORES	1 527	0	...	...	0	...	...	2 282
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	66 366	7 302	...	...	0	...	...	12 475

Fonte: INE – Inquérito à Permanência de Hospedes e Outros dados na Hotelaria 2009

**ANEXO I – Rendimento por quarto disponível (RevPar),
segundo o tipo dos estabelecimentos, por regiões (NUTS II)**

2009 Unidade: Euros

NUTS	Total Geral	Hotéis					Apartamentos Turísticos	Aldeamentos Turísticos
		Total	*****	****	***	** / *		
PORTUGAL	28,1	32,9	54,5	33,0	24,8	20,8	19,4	23,3
CONTINENTE	27,9	33,3	57,3	34,6	24,9	20,8	19,2	23,7
Norte	21,6	26,1	42,9	26,5	22,6	19,1	9,9	...
Centro	16,7	19,3	40,6	24,6	17,8	14,7	11,0	5,7
Lisboa	39,3	42,5	57,7	41,4	34,7	32,8	30,0	...
Alentejo	21,3	22,7	41,3	26,6	17,3	19,8	21,9	...
Algarve	29,9	40,8	68,3	34,6	33,9	23,7	19,5	24,7
REG. AUTÓNOMA AÇORES	23,4	24,9	0,0	25,1	25,3	17,5	19,6	0,0
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	30,8	33,2	45,6	28,5	20,8	14,8	23,3	15,1

NUTS	Hotéis-Apartamentos				Motéis	Pousadas	Estalagens	Pensões
	Total	*****	****	*** / **				
PORTUGAL	30,7	39,4	32,9	24,8	26,3	37,2	29,2	13,8
CONTINENTE	31,2	57,1	32,1	27,0	26,3	37,9	26,2	13,4
Norte	25,6	0,0	...	...	...	39,6	19,8	9,8
Centro	29,9	0,0	31,5	26,6	15,7	28,8	16,3	9,4
Lisboa	42,0	19,8	...	...	...	47,9	31,1	23,6
Alentejo	26,5	0,0	...	...	...	38,2	22,3	14,1
Algarve	29,7	60,7	30,2	25,5	18,9	47,0	65,5	14,9
REG. AUTÓNOMA AÇORES	26,6	0,0	...	...	0,0	...	...	14,0
REG. AUTÓNOMA MADEIRA	29,9	26,9	...	...	0,0	...	...	18,4

Fonte: INE – Inquérito à Permanência de Hóspedes e Outros dados na Hotelaria 2009