



DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS HOTELEIRAS PORTUGUESAS: UMA ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL

Dissertação para a Obtenção do Grau de Mestre em Finanças Empresariais

ANA CATARINA RODRIGUES CORREIA

FARO
2015



DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS HOTELEIRAS PORTUGUESAS: UMA ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL

Dissertação para a Obtenção do Grau de Mestre em Finanças Empresariais

ANA CATARINA RODRIGUES CORREIA

Orientadora: Professora Doutora Fernanda Matias

FARO
2015

Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Hoteleiras Portuguesas: uma Análise de Dados em Painel

Declaração de Autoria do Trabalho

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

(Nome Completo da autora)

.....
(assinatura)

Direitos de cópia ou Copyright

Copyright: (Ana Catarina Rodrigues Correia).

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

AGRADECIMENTOS

A presente dissertação representa para mim a concretização de um objetivo importante na minha vida académica. A realização desta dissertação só se tornou possível devido à contribuição direta ou indireta de um conjunto de pessoas, às quais pretendo expressar o meu sentimento de gratidão.

Os meus sinceros e estimados agradecimentos à Professora Doutora Fernanda Matias, orientadora desta dissertação, pela simpatia e disponibilidade demonstrada, pelo seu apoio, pelas suas sugestões e conhecimentos que contribuíram para a elaboração deste trabalho.

Expresso um profundo agradecimento à minha família, em especial aos meus pais, pelo apoio incondicional, pela confiança que depositaram em mim, por me terem ajudado a alcançar os meus objetivos e por todos os ensinamentos de vida.

RESUMO

O presente estudo tem como principal objetivo analisar os determinantes da estrutura de capital das PME hoteleiras portuguesas. Utilizou-se como metodologia o modelo de dados em painel, com base numa amostra de 900 PME portuguesas obtida através da base de dados Amadeus para o período compreendido entre 2009 e 2013. Considerou-se como variáveis dependentes, o endividamento total, o endividamento de curto prazo e o endividamento de longo prazo. Como variáveis independentes, foram investigadas o valor da garantia dos ativos, a rendibilidade, o crescimento, a dimensão, a poupança fiscal não associada à dívida e a reputação.

Os resultados obtidos sugerem que as variáveis valor da garantia dos ativos, rendibilidade, crescimento, poupança fiscal não associada à dívida e a reputação são determinantes da estrutura de capital das PME estudadas. A variável dimensão não se revela determinante da estrutura de capital das PME hoteleiras portuguesas.

Os resultados obtidos permitem concluir que a teoria do *trade-off* e a teoria da *pecking order* são importantes para explicar a estrutura de capital das PME hoteleiras portuguesas.

Palavras-chave: Estrutura de Capital; Dados em Painel; Determinantes da Estrutura de Capital; PME; Setor Hoteleiro.

ABSTRACT

This study is meant to examine the determinants of capital structure of Portuguese hotel SMEs. It was used as the methodology panel data model, based on a sample of 900 Portuguese SMEs obtained from the Amadeus database for the period between 2009 and 2013. It is considered as dependent variables, the total debt, short-term debt and long-term debt. As independent variables were investigated asset structure, profitability, growth, size, non-debt tax shields and reputation.

The results suggest that the variables asset structure, profitability, growth, non-debt tax shields and reputation are determinants of SMEs studied capital structure. The variable size is not revealed determinant of capital structure of Portuguese hotel SMEs.

The results showed that the theory of *trade-off* and *pecking order* theory are important in explaining the capital structure of the Portuguese hotel SMEs.

Keywords: Capital Structure; Panel Data; Determinants of Capital Structure; SMEs; Hotel Sector.

ÍNDICE GERAL

AGRADECIMENTOS	iii
RESUMO.....	iv
ABSTRACT.....	v
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	viii
ÍNDICE DE QUADROS	ix
CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 2 – REVISÃO DA LITERATURA SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL.....	3
2.1 – Teorias da Estrutura de Capital	3
2.1.1 – Abordagem Tradicional	3
2.1.2 – Modelo de Modigliani e Miller (1958).....	3
2.1.3 – Teoria do <i>Trade-Off</i> (TOT).....	5
2.1.3.1 – Efeito Fiscal	5
2.1.3.2 – Efeito dos Custos de Falência.....	8
2.1.3.3 – Efeito da Agência.....	9
2.1.4 – Teoria da <i>Pecking Order</i> (POT)	11
2.2 – Estudos Empíricos.....	13
CAPÍTULO 3 – INDÚSTRIA HOTELEIRA PORTUGUESA	41
3.1 – A Importância da Atividade Turística na Economia Portuguesa	41
3.2 – Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa	44
3.2.1 – Número de Estabelecimentos Hoteleiros	44
3.2.2 – Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros	47
3.2.3 – Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros.....	50
3.2.4 – Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros	53
3.2.5 – Estada média nos Estabelecimentos Hoteleiros.....	56
3.2.6 – Emprego.....	58
3.2.7 – Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros	61
3.2.8 – Rendimento médio por quarto (RevPar) dos Estabelecimentos Hoteleiros..	64
3.2.9 – Síntese da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa.....	66
CAPÍTULO 4 – METODOLOGIA DE ESTUDO	70
4.1 – Hipóteses de Estudo	70
4.2 – Base de Dados, Amostra e Variáveis	75
4.3 – Modelos de Dados em Painel.....	77

CAPÍTULO 5 – APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS E SUA DISCUSSÃO	79
5.1 – Estatísticas Descritivas	79
5.2 – Matriz de Correlações	80
5.3 – Determinantes da Estrutura de Capital.....	82
5.3.1 – Determinantes do Endividamento Total	82
5.3.2 – Determinantes do Endividamento de Curto Prazo.....	84
5.3.3 – Determinantes do Endividamento de Longo Prazo	85
5.4 – Síntese dos Resultados e sua Discussão.....	87
CAPÍTULO 6 – CONCLUSÕES	91
6.1 – Conclusões do Estudo	91
6.2 – Limitações do Estudo.....	94
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	95

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Balança Turística 2009-2013.....	43
--	----

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital segundo a Teoria do Efeito Fiscal.....	8
Quadro 2 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital segundo a Teoria dos Custos de Falência.....	9
Quadro 3 – Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital segundo a Teoria da Agência.....	10
Quadro 4 – Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital segundo a Teoria da Informação Assimétrica.....	12
Quadro 5 – Estudos Empíricos sobre a Estrutura de Capital das Empresas.....	20
Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo).....	22
Quadro 7 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por determinante/indicador).....	33
Quadro 8 – Número de Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica.....	45
Quadro 9 – Número de Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia.....	46
Quadro 10 – Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica.....	48
Quadro 11 – Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia.....	49
Quadro 12 – Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica.....	51
Quadro 13 – Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia.....	52
Quadro 14 – Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica.....	54
Quadro 15 – Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia.....	55
Quadro 16 – Estada média nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica.....	57
Quadro 17 – Estada média nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia.....	57
Quadro 18 – Pessoal ao serviço nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica.....	59
Quadro 19 – Pessoal ao serviço nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia.....	60
Quadro 20 – Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica.....	62
Quadro 21 – Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia.....	63
Quadro 22 – Rendimento médio por quarto (RevPar) dos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica.....	65
Quadro 23 – Rendimento médio por quarto (RevPar) dos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia.....	65
Quadro 24 – Síntese dos Indicadores da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa (variação 2009/2013), por Localização Geográfica.....	68
Quadro 25 – Síntese dos Indicadores da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa (variação 2009/2013), por Tipologia.....	69

Quadro 26 – Variáveis Dependentes e Independentes.....	76
Quadro 27 – Estatísticas Descritivas	79
Quadro 28 – Matriz de Correlações	81
Quadro 29 – Determinantes do Endividamento Total	82
Quadro 30 – Determinantes do Endividamento de Curto Prazo.....	84
Quadro 31 – Determinantes do Endividamento de Longo Prazo	86
Quadro 32 – Síntese dos Resultados.....	88

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

A estrutura de capital traduz a forma como uma empresa se financia, recorrendo a capitais próprios ou a capitais alheios. Segundo Vieito e Maquieira (2010), a estrutura de capital de uma empresa é o peso relativo que o valor de mercado do seu capital próprio e da sua dívida têm no capital total da empresa. Os referidos autores enfatizam o valor de mercado, mas frequentemente a estrutura de capital é calculada com base em valores contabilísticos. De acordo com Mota e Custódio (2008), a estrutura de capital de uma empresa tem dois níveis de decisão, a constituição do mix de capitais próprios/alheios e a seleção das fontes de financiamento.

A estrutura de capital ganhou especial relevância na investigação com a publicação do trabalho de Modigliani e Miller, em 1958 “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”. A publicação deste artigo originou o surgimento de várias teorias explicativas da estrutura de capital, normalmente agregadas em teoria da *pecking order* e teoria do *trade-off*. Esta última abrange os argumentos fiscais, de falência e de agência.

Este estudo tem como objetivo principal investigar a estrutura de capital das empresas hoteleiras portuguesas.

Visa atingir os seguintes objetivos específicos:

- Caracterizar as empresas hoteleiras portuguesas;
- Identificar os determinantes específicos da estrutura de capital das empresas hoteleiras portuguesas;
- Verificar os efeitos que os determinantes da estrutura de capital exercem sobre a estrutura de capital;
- Verificar o poder explicativo das teorias financeiras da estrutura de capital.

Para atingir os objetivos do presente estudo, procedeu-se a uma revisão da literatura sobre a estrutura de capital das empresas e a uma análise da indústria hoteleira portuguesa.

As PME (Pequenas e Médias Empresas) desempenham um papel muito importante na economia portuguesa, devido ao volume de negócios que geram e ao número de empregos que criam. Em 2013, o número de PME era de 352.596, representando 99,7% das sociedades não financeiras, 56,3% do Valor Acrescentado Bruto e 71,5% do emprego (INE, 2014).

O presente estudo foi estruturado em 6 capítulos, conforme exposto seguidamente:

- No capítulo 1 apresenta-se uma introdução do estudo, especificando os objetivos a atingir.
- No capítulo 2 expõe-se uma revisão da investigação teórica e empírica da estrutura de capital.
- No capítulo 3 encontra-se a caracterização da indústria hoteleira portuguesa.
- O capítulo 4 é dedicado à metodologia do estudo.
- No capítulo 5 apresentam-se os resultados obtidos neste estudo.
- No capítulo 6 expõem-se as conclusões e as limitações do estudo.

CAPÍTULO 2 – REVISÃO DA LITERATURA SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL

2.1 – Teorias da Estrutura de Capital

2.1.1 – Abordagem Tradicional

A abordagem tradicional da estrutura de capital está associada ao trabalho de Durand (1952). Defende que existe uma estrutura de capital ótima, ou seja, uma combinação ótima de capitais alheios e capitais próprios que maximiza o valor da empresa e minimiza o custo médio ponderado do capital. A abordagem tradicional não corresponde a uma verdadeira teoria, pois não é suportada por nenhum modelo formal. Os seguidores da abordagem tradicional defenderam que o custo da dívida mantém-se estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual começa a aumentar de forma a compensar o acréscimo de risco financeiro. As empresas podem endividar-se até ao ponto em que o custo médio ponderado do capital atinja o seu mínimo, ou seja, o ponto ótimo em que as empresas atingem o seu valor máximo.

2.1.2 – Modelo de Modigliani e Miller (1958)

A estrutura de capital ganhou relevância na investigação com a publicação do trabalho de Modigliani e Miller, “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, em 1958. O estudo de Modigliani e Miller marcou o início de uma moderna teoria financeira. Estes investigadores defenderam que a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa em situação de mercados de capitais perfeitos. A teoria de Modigliani e Miller contraria a teoria tradicional da estrutura de capital.

O modelo de Modigliani e Miller (1958) baseado nos pressupostos dos mercados de capitais perfeitos apresenta duas proposições diretamente relacionadas com a estrutura de capital.

Proposição I

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

Modigliani e Miller (1958) defenderam que o valor de mercado de uma empresa é determinado pelo investimento e pela classe de risco a que a empresa pertence. Deduziram da proposição I que “ o custo médio do capital para qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital e é igual à taxa de atualização do capital próprio (r_{Ak}) da sua classe.” (MM,1958: 268-269)

Modigliani e Miller (1958) descreveram o mecanismo de arbitragem através do equilíbrio parcial de mercado entre classes de rendimento/risco equivalentes. Se o valor de duas empresas pertencentes à mesma classe de rendimento/risco for diferente, os investidores compram as ações da empresa subavaliada e vendem as ações da empresa sobreavaliada, levando a uma subida dos preços das ações da empresa subavaliada e a uma descida dos preços das ações da empresa sobreavaliada.

Proposição II

“ A rendibilidade esperada para uma ação é igual à apropriada taxa de atualização r_{Ak} para o capital próprio daquela classe, mais um prémio relacionado com o risco financeiro igual ao rácio passivo/capital próprio multiplicado pelo spread entre r_{Ak} e r_d .” (MM,1958: 271)

Segundo a proposição II, a taxa de rendibilidade do capital próprio ou custo do capital próprio de uma empresa pertencente a uma dada classe de risco é uma função linear do seu endividamento, isto é, a taxa de rendibilidade do capital próprio ou custo do capital próprio é maior quando o nível de endividamento da empresa aumenta.

2.1.3 – Teoria do *Trade-Off* (TOT)

A teoria do *Trade-Off* defende a existência de uma estrutura ótima de capital através do equilíbrio entre benefícios e custos da dívida. Estes, por sua vez, baseiam-se fundamentalmente em argumentos fiscais, de falência e de agência. A teoria do *Trade-Off* sintetiza as teorias do efeito fiscal, de falência e da agência.

2.1.3.1 – Efeito Fiscal

A teoria do efeito fiscal desenvolveu-se com o estudo de Modigliani e Miller (1963). Os investigadores concluíram que a introdução do efeito fiscal nas empresas conduzia a conclusões diferentes das que tinham obtido em 1958. Para Modigliani e Miller (1963) o valor de mercado de uma empresa depende da sua estrutura de capital, ou seja, quanto mais dívida se introduz na estrutura de capital de uma empresa maior é o seu valor.

Modigliani e Miller (1963), assumindo que o juro do financiamento é um custo fiscal dedutível da base tributável do imposto, demonstraram que o resultado médio esperado depois de impostos (\bar{X}^T) de uma empresa endividada é a soma de duas componentes, conforme se observa na seguinte expressão analítica:

$$\bar{X}^T = (\bar{X} - r_d D)(1 - T) + r_d D = \bar{X}(1 - T) + T r_d D$$

sendo:

\bar{X}^T = resultado médio esperado depois de impostos;

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

T = taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa;

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

D = valor de mercado da dívida.

Por conseguinte, o valor de mercado de uma empresa endividada, com um nível de endividamento permanente na sua estrutura financeira é dado pela seguinte expressão:

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

sendo:

V_E = valor de mercado da empresa endividada;
 \bar{X} = resultado médio esperado antes de juros e impostos;
 T = taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa;
 r_{Ak}^T = taxa de atualização que o mercado aplica ao resultado médio esperado depois de imposto, de uma empresa não endividada da classe k;
 J = montante de juros a pagar;
 r_D = taxa de juro que é exigida pelo mercado da dívida sem risco ilíquida de impostos;
 V_{NE} = valor de mercado da empresa não endividada;
 D = valor de mercado da dívida.

A diferença entre os valores de mercado de uma empresa endividada e de uma não endividada é o valor atual dos benefícios fiscais que resultam do endividamento.

Miller (1977) com base na realidade norte americana introduziu o efeito conjunto da fiscalidade no rendimento das empresas e no rendimento das pessoas físicas. Segundo Miller (1977), o ganho fiscal dos acionistas resultante do endividamento é dado pela seguinte expressão:

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

sendo:

G_L = ganho fiscal;
 T_c = taxa de imposto sobre o rendimento da empresa;
 T_{ps} = taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas físicas gerado pelo capital próprio da empresa;
 T_{pb} = taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas físicas gerado pelos títulos da empresa;
 D_E = valor de mercado da dívida da empresa endividada.

Por conseguinte, o valor de mercado da empresa endividada é dado pela seguinte expressão:

$$V_E = V_{NE} + G_L$$

sendo:

V_E = valor de mercado da empresa endividada;

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

G_L = ganho fiscal.

DeAngelo e Masulis (1980) introduziram outros benefícios fiscais não relacionados com o endividamento, nomeadamente, a depreciação do ativo, o crédito fiscal para o investimento e as contribuições para fundos de pensões. Segundo DeAngelo e Masulis (1980), o endividamento só é benéfico enquanto a empresa poder usufruir da vantagem de dedução dos juros.

Sintetizando, esta teoria defende que a dívida apresenta benefícios e custos que deverão ser ponderados tendo em conta outras variáveis aquando da decisão de financiamento da empresa.

Os determinantes teóricos relacionados com os modelos que suportam a teoria do efeito fiscal e a sua relação com o nível de endividamento são apresentados no quadro 1.

Quadro 1 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital segundo a Teoria do Efeito Fiscal

Determinante	Modelo	Relação com o nível de endividamento
Poupança fiscal não associada à dívida	DeAngelo e Masulis (1980)	-
Rendibilidade	DeAngelo e Masulis (1980)	+
Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	DeAngelo e Masulis (1980)	+
	Modigliani e Miller (1963)	+
Valor da garantia dos ativos	DeAngelo e Masulis (1980)	-

Fonte: Adaptado de Matias (2000).

Legenda:

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

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

2.1.3.2 – Efeito dos Custos de Falência

A teoria dos custos de falência defende que existe uma estrutura de capital ótima que resulta de um *trade-off* entre os benefícios fiscais resultantes do recurso à dívida e o valor dos custos de falência (diretos e indiretos). Demonstra que o endividamento excessivo aumenta o custo de capital da empresa e o seu nível de risco e reduz o valor da empresa podendo conduzir a empresa à situação de falência. Defende que existe uma estrutura de capital ótima que é atingida quando o valor atual da poupança fiscal resultante do endividamento adicional é exatamente compensado pelo aumento do valor atual dos custos de falência provocado pelo endividamento adicional.

Scott (1976) defendeu que o nível de endividamento ótimo, medido através dos juros liquidados em cada período, é uma função crescente do valor de liquidação dos ativos, da taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa e da dimensão da empresa. Defendeu que o aumento do valor de liquidação de ativos leva a uma diminuição dos custos de falência, o aumento da taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa conduz a uma poupança fiscal e uma empresa com maior dimensão provavelmente tem ativos e resultados mais elevados do que uma empresa com menor dimensão.

Myers (1993) defendeu que os custos de falência têm maior importância para as empresas com ativos intangíveis e com maiores oportunidades de crescimento. Quando uma empresa encontra-se em fase de maturidade tem mais ativos tangíveis e pode ter um maior nível de endividamento do que uma empresa em fase de crescimento ou que depende de investigação e desenvolvimento.

Os determinantes teóricos relacionados com os modelos que suportam a teoria dos custos de falência e a sua relação com o nível de endividamento são apresentados no quadro 2.

Quadro 2 - Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital segundo a Teoria dos Custos de Falência

Determinante	Modelo	Relação com o nível de endividamento
Dimensão	Scott (1976)	+
Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	Scott (1976)	+
Valor da garantia dos ativos	Myers (1993)	+
Valor de liquidação dos ativos	Scott (1976)	+

Fonte: Adaptado de Matias (2000).

Legenda:

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

2.1.3.3 – Efeito da Agência

A teoria da agência no âmbito da estrutura de capital foi introduzida por Jensen e Meckling (1976), através da publicação do artigo “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”. Jensen e Meckling (1976) identificaram dois tipos de conflitos nas empresas: o conflito entre os gestores e os acionistas e o conflito entre os acionistas e os credores.

Os custos de agência podem agregar-se em custos de agência do capital próprio e custos de agência da dívida. Os custos de agência do capital próprio são os custos decorrentes de conflitos de interesses entre os acionistas e os gestores. Os custos de agência da dívida são os custos decorrentes de conflitos de interesses entre os acionistas e os credores. Os custos de agência da dívida são de diversa natureza, nomeadamente, os custos de falência e os custos de cláusulas restritivas em contratos de dívida. A teoria da agência defende que as empresas atingem uma estrutura de capital ótima quando o montante total dos custos de agência do capital próprio e da dívida é mínimo.

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

Os determinantes teóricos relacionados com os modelos que suportam a teoria da agência e a sua relação com o nível de endividamento são apresentados no quadro 3.

Quadro 3 – Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital segundo a Teoria da Agência

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

Fonte: Adaptado de Matias (2000).

Legenda:

- + = relação positiva entre o determinante e o nível de endividamento
- = relação negativa entre o determinante e o nível de endividamento

2.1.4 – Teoria da *Pecking Order* (POT)

A teoria da *Pecking Order* teve origem nos trabalhos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Segundo Myers (1984) não existe uma estrutura ótima de capital da empresa. Esta teoria defende que a empresa hierarquiza as suas fontes de financiamento. Em primeiro lugar, a empresa financia-se com fundos gerados internamente (autofinanciamento) e, posteriormente, com financiamento externo, recorrendo inicialmente à emissão de dívida e só depois à emissão de ações.

A teoria da *Pecking Order* defende que o rácio de endividamento de uma empresa varia em função dos fundos gerados e retidos internamente e das necessidades de fundos de uma empresa. Esta teoria defende que as empresas mais lucrativas tendem a ter um menor endividamento. Esta teoria assenta em argumentos de informação assimétrica. À medida que se avança na hierarquia de financiamento, a informação assimétrica tende a aumentar e, conseqüentemente, os custos de financiamento também.

A informação assimétrica no contexto de estrutura de capital foi inicialmente desenvolvida por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977). A teoria da informação assimétrica defende que os agentes económicos não dispõem da mesma informação, ou seja, a informação é assimétrica e isso pode gerar custos. Os agentes internos (gestores) possuem melhor e mais informação sobre a empresa do que os agentes externos (acionistas, credores e investidores). Esta teoria associada à dos sinais defende que o endividamento é um sinal de qualidade para as empresas. As empresas para se darem a conhecer enviam sinais para o mercado, tais como, estrutura de capital, distribuição de dividendos, emissão de títulos de dívida e de novas ações e anúncio de novos investimentos.

Leland e Pyle (1977) defenderam que a rendibilidade e a participação dos gestores no capital estão positivamente relacionadas com o nível de endividamento. Ross (1977) defendeu que a rendibilidade está positivamente relacionada com o nível de endividamento. Myers (1984) concluiu que o crescimento está positivamente relacionado com o nível de endividamento e a rendibilidade está negativamente relacionada com o nível de endividamento. Myers e Majluf (1984) concluíram que a

rendibilidade está negativamente relacionada com o nível de endividamento. A síntese destas relações consta no quadro 4.

Quadro 4 – Determinantes Teóricos da Estrutura de Capital segundo a Teoria da Informação Assimétrica

Determinante	Modelo	Relação com o nível de endividamento
Crescimento	Myers (1984)	+
Participação dos gestores no capital	Leland e Pyle (1977)	+
Rendibilidade	Leland e Pyle (1977)	+
	Myers (1984)	-
	Myers e Majluf (1984)	-
	Ross (1977)	+

Fonte: Adaptado de Matias (2000).

Legenda:

- + = relação positiva entre o determinante e o nível de endividamento
- = relação negativa entre o determinante e o nível de endividamento

2.2 – Estudos Empíricos

Neste ponto apresenta-se a revisão da investigação empírica. Foram revistos dezasseis estudos, sendo que seis recaíram no setor hoteleiro.

Os estudos foram sistematizados da seguinte forma:

- No quadro 5 identifica-se o estudo, o período do estudo, o tipo de análise de dados, a amostra e respetivos dados.
- No quadro 6 apresenta-se por cada estudo, o indicador do endividamento, os determinantes investigados e respetivas variáveis, bem como os resultados obtidos.
- No quadro 7 apresenta-se por determinante da estrutura de capital, os estudos bem como as variáveis utilizadas.

Os referidos quadros encontram-se no final deste ponto, após uma breve síntese de cada estudo empírico que será apresentada seguidamente.

Chittenden, Hall e Hutchinson (1996) – Analisaram os determinantes da estrutura de capital das empresas de pequena dimensão. Estudaram uma amostra de 3.480 empresas inglesas de pequena dimensão, referentes ao período de 1989-1993, recorrendo à base de dados U.K. Private +. Utilizando como metodologia o modelo de regressão linear múltipla OLS (Ordinary Least Squares), os autores concluíram que as variáveis dimensão, rendibilidade, reputação e valor da garantia de ativos influenciam as decisões de financiamento das empresas de pequena dimensão. A variável crescimento não tem uma relação estatisticamente significativa com os níveis de endividamento das empresas de pequena dimensão. Mas a variável *dummy* que combina o crescimento rápido com a situação de empresas cotadas ou não cotadas influencia o nível de endividamento das empresas de pequena dimensão.

Baptista (1997) – Desenvolveu um estudo empírico sobre os determinantes da estrutura financeira das empresas hoteleiras portuguesas. Estudou uma amostra de 46 sociedades anónimas portuguesas do setor hoteleiro, durante o período de 1993-1995, selecionada a

partir do INE (Instituto Nacional de Estatística). Os dados foram recolhidos por meio de um questionário e da base de dados Dun & Bradstreet. Baptista (1997), com base na análise de componentes principais reduziu as 17 variáveis independentes métricas a 5 fatores (crescimento, dimensão, rendibilidade, sazonalidade e risco). Utilizando o modelo de regressão linear múltipla com os 5 fatores e os 2 atributos não métricos (participação dos gestores no capital e “tipo de controlo dos estabelecimentos hoteleiros”), Baptista (1997) concluiu que o fator crescimento tem uma relação positiva com o endividamento total e de médio e longo prazo, os fatores rendibilidade e risco têm uma relação negativa com o endividamento de médio e longo prazo, o fator sazonalidade tem uma relação positiva com o endividamento total e de curto prazo e a variável “tipo de controlo dos estabelecimentos hoteleiros” tem uma relação negativa com o endividamento total e de curto prazo. O fator dimensão e a variável participação dos gestores no capital não se revelam determinantes da estrutura de capital das empresas estudadas.

Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999) – Investigaram uma amostra de 3.500 empresas inglesas de pequena dimensão agrupadas em dez setores de atividade, durante o período de 1986-1995, obtida através da base de dados Lotus one-source. Utilizando como metodologia o modelo de dados em painel, os investigadores concluíram que as variáveis crescimento, dimensão, liquidez, oportunidades de crescimento, poupança fiscal não associada à dívida, rendibilidade, reputação, risco e valor da garantia dos ativos influenciam a estrutura financeira das empresas de pequena dimensão. A variável taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa é insignificante na explicação dos níveis de endividamento das empresas estudadas. Os autores estudaram o efeito do setor de atividade na estrutura de capital das empresas de pequena dimensão e concluíram que existem diferenças estatisticamente significativas entre os níveis de endividamento dos setores de atividade estudados.

Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000) – Desenvolveram uma investigação empírica, cujo principal objetivo consistiu em investigar a influência da dimensão e do setor de atividade na estrutura de capital das PME espanholas. Estudaram uma amostra de 445 PME espanholas, durante o período de 1994-1995, recorrendo ao Registro mercantil de Valencia. Utilizando a análise de variância multivariada (Manova), Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000) concluíram que a dimensão da empresa tem uma relação

significativa e positiva com o rácio de autofinanciamento das PME e que existem diferenças estatisticamente significativas a nível do endividamento de curto prazo entre o setor de “transportes, comunicação e outros” e os restantes setores de atividade estudados.

Matias (2000) – Desenvolveu um estudo empírico cujo principal objetivo consistiu em investigar os determinantes da estrutura financeira das empresas e medir o impacto da estratégia empresarial na estrutura financeira das empresas. Estudou uma amostra de sociedades anónimas portuguesas não financeiras, recorrendo à base de dados do INE. Os dados não financeiros foram recolhidos por meio de um inquérito enviado por correio a 1.220 empresas. Os dados financeiros, referentes ao período de 1995-1997, foram recolhidos no INE e nas conservatórias do registo comercial. A amostra final do estudo foi de 135 sociedades anónimas portuguesas. Utilizando como metodologia o modelo de regressão linear múltipla (OLS), Matias (2000) concluiu que as variáveis dimensão, participação dos gestores no capital, poupança fiscal não associada à dívida, rendibilidade, risco e valor da garantia dos ativos influenciam a estrutura financeira das empresas estudadas. As variáveis crescimento e reputação não têm uma relação estatisticamente significativa com os níveis de endividamento das empresas estudadas. A especificidade física e dos recursos humanos influenciam a estrutura financeira das sociedades anónimas portuguesas não financeiras. A especificidade localizacional, em termos de localização mais ou menos favorável, não influencia a estrutura financeira das sociedades anónimas portuguesas não financeiras. Matias (2000) estudou o efeito do setor de atividade na estrutura de capital utilizando o modelo de análise de variância com um só fator e concluiu que existem diferenças a nível do endividamento total e de curto prazo entre os setores de atividade estudados.

Upneja e Dalbor (2001) – Desenvolveram um estudo empírico, cujo principal objetivo consistiu em investigar os determinantes da estrutura de capital das empresas hoteleiras dos E.U.A. Utilizando como metodologia o modelo de regressão linear múltipla, Upneja e Dalbor (2001) concluíram que as variáveis poupança fiscal não associada à dívida, risco e valor da garantia dos ativos influenciam a estrutura financeira das empresas estudadas. As variáveis dimensão e oportunidades de crescimento não têm uma relação estatisticamente significativa com o nível de endividamento das empresas hoteleiras dos E.U.A.

Cassar e Holmes (2003) – Investigaram uma amostra de 1.555 PME australianas repartidas por dez setores de atividade, referentes ao período de 1995-1998, recorrendo à BLS (Business Longitudinal Survey). Utilizando como técnica de análise de dados o modelo de regressão linear múltipla (OLS), Cassar e Holmes (2003) concluíram que as variáveis crescimento, dimensão, rendibilidade, risco e valor da garantia dos ativos influenciam a estrutura financeira das PME australianas. As variáveis crescimento e dimensão têm uma relação positiva com o rácio de financiamento externo e as variáveis rendibilidade, risco e valor da garantia dos ativos têm uma relação negativa com o rácio de financiamento externo. As variáveis crescimento, dimensão e valor da garantia dos ativos têm uma relação positiva com o rácio de financiamento bancário e as variáveis rendibilidade e risco têm uma relação negativa com o rácio de financiamento bancário. Cassar e Holmes (2003) estudaram o efeito do setor de atividade na estrutura financeira das PME e concluíram que existem diferenças estatisticamente significativas entre os níveis de endividamento dos setores de atividade estudados.

Dalbor, Kim e Upneja (2004) – Desenvolveram uma investigação empírica, cujo principal objetivo consistiu em investigar a influência da dimensão na estrutura financeira das empresas de restauração dos E.U.A. Investigaram uma amostra de 122 pequenas empresas de restauração dos E.U.A., durante o ano de 1998, recorrendo à SSBF (Survey of Small Business Finances). Utilizando como metodologia o modelo de regressão simples, Dalbor, Kim e Upneja (2004) concluíram que a variável dimensão influencia a estrutura financeira das empresas estudadas. O ativo total e o número de proprietários foram as medidas com o poder explicativo maior.

Nunes e Serrasqueiro (2007) – Investigaram uma amostra de 75 empresas portuguesas do setor de serviços, durante o período de 1999-2003, selecionada a partir da revista Exame - 500 maiores empresas portuguesas. Os dados financeiros foram recolhidos da base de dados Dun & Bradstreet. Utilizando como metodologia o modelo de dados em painel, Nunes e Serrasqueiro (2014) concluíram que as variáveis dimensão, rendibilidade e valor da garantia dos ativos influenciam a estrutura financeira das empresas estudadas. As variáveis oportunidades de crescimento e risco são insignificantes na explicação do nível de endividamento das empresas estudadas.

Tang e Jang (2007) – Desenvolveram um estudo empírico, cujo principal objetivo consistiu em identificar o comportamento da estrutura de capital das empresas hoteleiras através de uma comparação com as empresas de software. Estudaram uma amostra de 27 empresas hoteleiras e 27 empresas de software dos E.U.A., durante o período de 1997-2003, recorrendo à base de dados Compustat. Tang e Jang (2007) utilizaram como técnica de análise de dados o modelo de regressão linear múltipla (OLS) e concluíram que as variáveis oportunidades de crescimento e valor da garantia dos ativos e o efeito conjunto do valor da garantia dos ativos e oportunidades de crescimento influenciam a estrutura financeira das empresas hoteleiras. As variáveis dimensão, free cash-flow, rendibilidade e risco não têm uma relação estatisticamente significativa com o nível de endividamento das empresas hoteleiras. Os investigadores utilizaram como metodologia a regressão (GLS) para fazer uma comparação entre as empresas hoteleiras e as empresas de software. Nas empresas de software, as variáveis dimensão, oportunidades de crescimento e risco têm uma relação positiva com o nível de endividamento, as variáveis free cash-flow, rendibilidade e valor da garantia dos ativos têm uma relação negativa com o nível de endividamento e o efeito conjunto do valor da garantia dos ativos e oportunidades de crescimento não tem uma relação estatisticamente significativa com o nível de endividamento. Nas empresas hoteleiras, as variáveis free cash-flow, oportunidades de crescimento, rendibilidade, valor da garantia dos ativos e o efeito conjunto do valor da garantia dos ativos e oportunidades de crescimento têm uma relação positiva com o nível de endividamento e as variáveis dimensão e risco têm uma relação negativa com o nível de endividamento.

Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008) – Desenvolveram um estudo empírico, cujo principal objetivo consistiu em testar empiricamente a eficácia das teorias *trade-off* e *pecking order* na explicação da estrutura financeira das PME. Estudaram uma amostra de 3.569 PME espanholas agrupadas em nove setores de atividade, durante o período de 1995-2004, recorrendo à base de dados SABI (Sistema de Análises de Balanços Ibéricos). Utilizando como metodologia o modelo de dados em painel, Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008) concluíram que as variáveis *cash-flow*, dimensão, oportunidades de crescimento, poupança fiscal não associada à dívida, rendibilidade e reputação influenciam a estrutura financeira das PME espanholas. O efeito conjunto do *cash-flow* e oportunidades de crescimento tem uma relação significativa e positiva com a dívida total. As variáveis risco e taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa não

têm uma relação estatisticamente significativa com o nível de endividamento das PME espanholas.

Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009) – Desenvolveram um estudo empírico, cujo principal objetivo consistiu em investigar os determinantes da estrutura financeira das empresas hoteleiras turcas. Estudaram uma amostra de 5 empresas turcas do setor hoteleiro, durante o período de 1994-2006, recorrendo à ISE (Istanbul Stock Exchange). Utilizando como metodologia o modelo de dados em painel, os investigadores concluíram que as variáveis rendibilidade, taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa e valor da garantia dos ativos influenciam a estrutura financeira das empresas estudadas. As variáveis dimensão, free cash-flow, liquidez, oportunidades de crescimento e poupança fiscal não associada à dívida são insignificantes na explicação do nível de endividamento das empresas hoteleiras turcas.

Devesa e Esteban (2011) – Desenvolveram um estudo empírico, cujo principal objetivo consistiu em investigar os determinantes da estrutura de capital das empresas hoteleiras espanholas. Investigaram uma amostra de 7.984 observações de empresas hoteleiras espanholas, durante o período de 2000-2003, obtida através da base de dados SABI. Com base na análise de componentes principais e no modelo de dados em painel, Devesa e Esteban (2011) concluíram que os fatores crescimento e dimensão têm uma relação positiva com o nível de endividamento das empresas hoteleiras espanholas e os fatores liquidez, rendibilidade e valor da garantia dos ativos têm uma relação negativa com o nível de endividamento das empresas hoteleiras espanholas.

Degryse, Goeij e Kappert (2012) – Investigaram uma amostra de 99.031 observações de PME holandesas por ano agrupadas em oito setores de atividade, durante o período de 2003-2005, recorrendo à base de dados Rabobank. Utilizando como metodologia o modelo de dados em painel, Degryse, Goeij e Kappert (2012) concluíram que as variáveis dimensão, liquidez, oportunidades de crescimento, poupança fiscal não associada à dívida, rendibilidade, taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa e valor da garantia dos ativos influenciam a estrutura de capital das empresas estudadas. Os investigadores estudaram o efeito do setor de atividade na estrutura financeira das PME holandesas e concluíram que existem diferenças estatisticamente significativas entre os níveis de endividamento dos setores de atividade estudados.

Koksal e Orman (2015) – Desenvolveram um estudo empírico, cujo principal objetivo consistiu em investigar os determinantes da estrutura de capital das empresas não financeiras turcas. Investigaram uma amostra de 11.726 empresas não financeiras turcas, durante o período de 1996-2009. Os dados foram recolhidos da SBS (Survey-Based Sectoral Balance Sheets), do BIST, do Instituto de Estatística da Turquia e da Subsecretaria do Tesouro da República da Turquia. Utilizando como metodologia o modelo de dados em painel, Koksal e Orman (2015) concluíram que as variáveis dimensão, poupança fiscal não associada à dívida, rendibilidade, risco, setor de atividade, taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa e valor da garantia dos ativos influenciam a estrutura financeira das empresas estudadas. A variável crescimento do PIB tem uma relação negativa com a dívida de longo prazo e a dívida total. A variável crescimento não tem uma relação estatisticamente significativa com os níveis de endividamento das empresas estudadas.

Serrasqueiro e Caetano (2015) – Estudaram uma amostra de 53 PME portuguesas da região da Beira Interior, durante o período de 1998-2005. Os dados financeiros foram recolhidos da base de dados SABI. Utilizando como metodologia o modelo de dados em painel, Serrasqueiro e Caetano (2015) concluíram que as variáveis dimensão, rendibilidade e reputação influenciam a estrutura de capital das empresas estudadas. As variáveis oportunidades de crescimento, poupança fiscal não associada à dívida, risco, taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa e valor da garantia dos ativos não têm uma relação estatisticamente significativa com o nível de endividamento das empresas estudadas.

Quadro 5 – Estudos Empíricos sobre a Estrutura de Capital das Empresas

Estudo	Período de estudo	Tipo de análise de dados	Amostra e dados
Chittenden, Hall e Hutchinson (1996)	1989-1993	- Regressão linear múltipla (OLS)	- 3.480 empresas inglesas de pequena dimensão - U.K. Private +
Baptista (1997)	1993-1995	- Regressão linear múltipla - Análise de componentes principais - Anova-oneway	- 46 sociedades anónimas portuguesas do setor hoteleiro - Questionário e Dun & Bradstreet
Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	1986-1995	- Dados em painel	- 3.500 empresas inglesas de pequena dimensão - 10 setores de atividade - Lotus one-source
Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000)	1994-1995	- Manova	- 445 PME espanholas - Registro mercantil de Valencia
Matias (2000)	1995-1997	- Regressão linear múltipla (OLS) - Regressão robusta - Anova-oneway - Análise discriminante - Análise de clusters	- 135 sociedades anónimas portuguesas - INE (Instituto Nacional de Estatística), Questionário e Conservatórias do Registro Comercial
Upneja e Dalbor (2001)		- Regressão linear múltipla	- Empresas hoteleiras dos E.U.A.
Cassar e Holmes (2003)	1995-1998	- Regressão linear múltipla (OLS)	- 1.555 PME australianas - 10 setores atividade - BLS (Business Longitudinal Survey)
Dalbor, Kim e Upneja (2004)	1998	- Regressão linear simples	- 122 pequenas empresas de restauração dos E.U.A. - SSBF (Survey of Small Business Finances)
Nunes e Serrasqueiro (2007)	1999-2003	- Dados em painel	- 75 empresas portuguesas do setor de serviços - Dun & Bradstreet
Tang e Jang (2007)	1997-2003	- Regressão linear múltipla (OLS) - Regressão (GLS)	- 27 empresas hoteleiras e 27 empresas de software dos E.U.A. - Compustat

Quadro 5 – Estudos Empíricos sobre a Estrutura de Capital das Empresas (cont.)

Estudo	Período de estudo	Tipo de análise de dados	Amostra e dados
Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	1995-2004	- Dados em painel	- 3.569 PME espanholas - 9 setores de atividade - SABI (Sistema de Análises de Balanços Ibéricos)
Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	1994-2006	- Dados em painel	- 5 empresas turcas do setor hoteleiro - ISE (Istanbul Stock Exchange)
Devesa e Esteban (2011)	2000-2003	- Dados em painel - Análise de componentes principais	- 7.984 observações de empresas hoteleiras espanholas - SABI
Degryse, Goeij e Kappert (2012)	2003-2005	- Dados em painel	- 99.031 observações de PME holandesas por ano - 8 setores de atividade - Rabobank
Koksal e Orman (2015)	1996-2009	- Dados em painel	- 11.726 empresas não financeiras turcas - SBS (Survey-Based Sectoral Balance Sheets), BIST, Instituto de Estatística da Turquia e Subsecretaria do Tesouro da República da Turquia
Serrasqueiro e Caetano (2015)	1998-2005	- Dados em painel	- 53 PME portuguesas da região da Beira Interior - SABI

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Chittenden, Hall e Hutchinson (1996)	PCP/AT PLP/AT PT/AT	Crescimento	taxa de crescimento de vendas			
		Dimensão	μ (ativo total)	-	+	
		Rendibilidade	μ (RAI/vendas)	-		-
		Reputação	número de anos de vida da empresa	-		-
		Valor da garantia dos ativos	μ (ativo fixo/ativo total)	-	+	-
Baptista (1997)	PCP/ATL PLP/ATL PT/ATL	Crescimento	taxa de crescimento anual composta do ativo total líquido			
			taxa de crescimento anual composta das vendas			
		Dimensão	$\ln \mu$ (ativo total líquido)			
			$\ln \mu$ (nº camas)			
			$\ln \mu$ (vendas)			
		Participação dos gestores no capital	fração de capital detida pelos administradores e/ou diretores da empresa (menos de 50% ou mais de 50%)			
		Poupança fiscal não associada à dívida	μ (PF/ativo total líquido) sendo: PF=RAI-ISRE/t, quando RAI>0 ou PF= - ISRE/t, quando RAI<0			

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Baptista (1997) (cont.)		Rendibilidade	μ ((RL+ amortizações do exercício)/ativo total líquido)			
			μ (RAJI/ativo total líquido)			
			μ (RAJI/vendas)			
			μ (RL/ativo total líquido)			
			μ (RL/vendas)			
		Risco	CV do RAJI			
			CV das vendas			
Valor da garantia dos ativos	μ (imobilizado total líquido/ativo total líquido)					
Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	PCP/AT PLP/AT PT/AT	Crescimento	variação percentual do ativo total	+	+	+
		Dimensão	ativo total	-	+	+
		Liquidez	(devedores – credores)/ativo total	+	+	+
		Oportunidades de crescimento	ativo intangível/ativo total	+	+	+
		Poupança fiscal não associada à dívida	depreciações do exercício/ativo total		-	
		Rendibilidade	RAI/ativo total	-	-	-
		Reputação	número de anos de vida da empresa	-	-	-
		Risco	CV do resultado operacional	+	+	+
		Setor de atividade	classificação do setor			
		Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	impostos pagos/RAI			

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999) (cont.)		Valor da garantia dos ativos	ativo fixo/ativo total	+	+	+
			ações/ativo total	+	+	+
Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000)	PCP/AT Autofinanciamento/AT sendo: Autofinanciamento = lucro retido + amortizações	Dimensão	- micro empresas - pequenas empresas - médias empresas			
		Setor de atividade	setores de atividade: - indústria - construção - comércio - transportes, comunicação e outros			
Matias (2000)	PCP/ATL PLP/ATL PT/ATL	Crescimento	taxa de crescimento anual composta do peso do imobilizado total líquido relativamente ao ativo total líquido			
		Dimensão	$\ln \mu$ (ativo total líquido)	-	+	
		Especificidade dos ativos	avaliação da localização variável dummy: 1 = localização favorável 0 = localização desfavorável			

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Matias (2000) (cont.)		Especificidade dos ativos (cont.)	<p>fração do volume de vendas e prestação de serviços que, em termos médios, é canalizada anualmente para despesas de investigação e desenvolvimento e de marketing</p> <p>variável dummy: 1 = contribuição < 1% 0 = contribuição ≥ 1%</p>			-
			<p>habilitações académicas dos diretores da empresa</p> <p>variável dummy: 1 = habilitação académica ao nível de licenciatura ou superior 0 = habilitação académica de nível inferior à licenciatura</p>			-
			<p>fração do valor contabilístico dos equipamentos e das instalações da empresa que, em termos médios, poderão ser utilizados exclusivamente na atividade que a empresa desenvolve</p> <p>variável dummy: 1 = contribuição < 50% 0 = contribuição ≥ 50%</p>	-		

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Matias (2000) (cont.)		Especificidade dos ativos (cont.)	fração do número de empregados, excluindo os diretores, que devido à qualificação específica que possuem na atividade que desenvolvem na empresa, têm dificuldade em encontrar colocação numa empresa de um setor de atividade diferente			
			variável dummy: 1 = contribuição <25% 0 = contribuição ≥25%			
		número médio de anos de serviço do pessoal, excluindo chefes e diretores				
		Participação dos gestores no capital	fração do capital social detida pelos administradores e/ou diretores da empresa		+	
			variável dummy: 1 = participação <25% 0 = participação ≥25%			
		Poupança fiscal não associada à dívida	μ (amortização do exercício/ativo total líquido)	+		
		Rendibilidade	μ (RL/ativo total líquido)	-	-	-
		Reputação	número de anos de vida da empresa			
Risco	coeficiente de dispersão das vendas e prestação de serviços		+			
Setor de atividade	classificação do setor					

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Matias (2000) (cont.)		Valor da garantia dos ativos	μ (imobilizado total líquido/ativo total líquido)	-		-
Upneja e Dalbor (2001)	PLP/AT	Dimensão	ln (valor de mercado do capital próprio)			
		Oportunidades de crescimento	valor de mercado dos ativos/valor contabilístico dos ativos			
		Poupança fiscal não associada à dívida	depreciações do exercício/ativo total		-	
		Risco	risco do negócio		+	
		Valor da garantia dos ativos	ativo fixo líquido/ativo total		+	
Cassar e Holmes (2003)	PCP/AT PLP/AT PT/AT Financiamento externo/AT Financiamento bancário/AT	Crescimento	taxa de crescimento das vendas	+	+	+
		Dimensão	log (ativo total)	+	+	+
		Rendibilidade	RAJI/ativo total	-	-	-
		Risco	CV do resultado operacional	-	-	-
		Setor de atividade	classificação do setor			
		Valor da garantia dos ativos	ativo não corrente/ativo total	-	+	-
Dalbor, Kim e Upneja (2004)	PT/AT	Dimensão	ln (ativo total)			+
			ln (vendas)			+
			número de proprietários			+
			ln (1 + número de anos de vida da empresa)			
			número de trabalhadores			+

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Nunes e Serrasqueiro (2007)	PT/AT	Dimensão	log (ativo total)			+
		Oportunidades de crescimento	taxa de crescimento do ativo total			
		Rendibilidade	resultado operacional/ativo total			-
		Risco	variação percentual do resultado operacional			
		Valor da garantia dos ativos	ativo fixo/ativo total			-
Tang e Jang (2007)	PLP/AT	Dimensão	ativo total			
		Free cash-flow	free cash-flow/ativo total			
		Oportunidades de crescimento	valor de mercado dos ativos/valor contabilístico dos ativos		+	
		Rendibilidade	RL/ativo total			
		Risco	σ do RAJI			
		Valor da garantia dos ativos	ativo fixo/ativo total		+	
Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	ln (PT/(AT - PT))	Cash-flow	RL + depreciações do exercício			-
		Dimensão	ln (ativo total)			+
		Oportunidades de crescimento	taxa de crescimento das vendas			-
		Poupança fiscal não associada à dívida	depreciações do exercício/ativo total			-
		Rendibilidade	RAJI/ativo total			-

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008) (cont.)		Reputação	ln (número de anos de vida da empresa)			-
		Risco	σ (RAJI) - RAJI			
		Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	impostos pagos/RAI			
Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	PT/AT	Dimensão	log (vendas líquidas)			
		Free cash-flow	free cash-flow + pagamentos de juros e depreciações de RAI			
		Liquidez	(devedores – credores)/ativo total			
		Oportunidades de crescimento	valor de mercado dos ativos/valor contabilístico dos ativos			
		Poupança fiscal não associada à dívida	depreciações do exercício/ativo total			
		Rendibilidade	RL/ativo total			-
		Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	impostos pagos/RAI			-
		Valor da garantia dos ativos	ativo fixo líquido/ativo total			-

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Devesa e Esteban (2011)	PT/AT	Crescimento	variação percentual do ativo total			
			variação percentual das vendas			
		Dimensão	log (ativo total)			
			log (vendas)			
		Liquidez	cash-flow			
		Rendibilidade	RL/ativo total			
		Valor da garantia dos ativos	ativo fixo/ativo total			
Degryse, Goeij e Kappert (2012)	PCP/AT PLP/AT PT/AT	Dimensão	log (ativo total)	+	+	+
		Liquidez	(devedores - credores)/ ativo total	+		+
		Oportunidades de crescimento	taxa de crescimento do ativo total		+	+
		Poupança fiscal não associada à dívida	depreciações do exercício/ ativo total	+	-	
		Rendibilidade	resultado antes de juros, impostos e depreciações/ ativo total	-		-
		Setor de atividade	classificação do setor			
		Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	impostos pagos/RAI	+	-	-
		Valor da garantia dos ativos	ativo tangível/ ativo total	-	+	+
			ativo intangível/ ativo total	-	+	+

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Koksal e Orman (2015)	PCP/AT PLP/AT PT/AT	Crescimento	variação percentual das vendas líquidas			
		Dimensão	ln (vendas líquidas)	+	+	+
		Poupança fiscal não associada à dívida	juros pagos + (impostos pagos/taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa)	+	+	+
		Rendibilidade	resultado operacional/ativo total	-	-	-
		Risco	σ (resultado operacional/ativo total)		-	-
		Setor de atividade	mediana das dívidas (curto, longo e total)/ativo total	+	+	+
		Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	impostos pagos/RAI variável dummy: 0 = a empresa paga impostos 1 = a empresa não paga impostos	+	+	+
		Valor da garantia dos ativos	ativo fixo líquido/ativo total	-	+	+
Serrasqueiro e Caetano (2015)	PT/AT	Dimensão	log (vendas)			+
		Oportunidades de crescimento	ativo intangível/ativo total			
		Poupança fiscal não associada à dívida	depreciações do exercício/ativo total			

Quadro 6 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por estudo – cont.)

Estudo	Indicador do endividamento	Determinante	Indicador do determinante	Relação com o endividamento		
				PCP	PLP	PT
Serrasqueiro e Caetano (2015) (cont.)		Rendibilidade	RAJI/ativo total			-
		Reputação	log (número de anos de vida da empresa)			-
		Risco	variação percentual do resultado antes de juros, impostos e depreciações			
		Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	impostos pagos/RAI			
		Valor da garantia dos ativos	ativo fixo/ativo total			

Legenda:

- + = relação positiva entre o determinante e o endividamento
- = relação negativa entre o determinante e o endividamento
- AT = ativo total
- ATL = ativo total líquido
- CV = coeficiente de variação da amostra
- ln = logaritmo natural
- log = logaritmo decimal
- PCP = passivo de curto prazo
- PLP = passivo de médio e longo prazo
- PT = passivo total
- RAI = resultado antes de imposto
- RAJI = resultado antes de juros e imposto
- RL = resultado líquido
- μ = média da amostra
- σ = desvio padrão da amostra

Quadro 7 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por determinante/indicador)

Determinante	Estudo	Indicador do determinante
Cash-flow	Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	RL + depreciações do exercício
Crescimento	Chittenden, Hall e Hutchinson (1996)	taxa de crescimento de vendas
	Baptista (1997)	taxa de crescimento anual composta do ativo total líquido
		taxa de crescimento anual composta das vendas
	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	variação percentual do ativo total
	Matias (2000)	taxa de crescimento anual composta do peso do imobilizado total líquido relativamente ao ativo total líquido
	Cassar e Holmes (2003)	taxa de crescimento das vendas
	Devesa e Esteban (2011)	variação percentual do ativo total
		variação percentual das vendas
	Koksal e Orman (2015)	variação percentual das vendas líquidas
	Dimensão	Chittenden, Hall e Hutchinson (1996)
Baptista (1997)		$\ln \mu$ (ativo total líquido)
		$\ln \mu$ (nº camas)
		$\ln \mu$ (vendas)
Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)		ativo total
Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000)		- micro empresas - pequenas empresas - médias empresas
Matias (2000)		$\ln \mu$ (ativo total líquido)
Upneja e Dalbor (2001)		\ln (valor de mercado do capital próprio)
Cassar e Holmes (2003)		\log (ativo total)
Dalbor, Kim e Upneja (2004)		\ln (ativo total)
		\ln (vendas)
		número de proprietários
		\ln (1 + número de anos de vida da empresa)
	número de trabalhadores	

Quadro 7 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por determinante/indicador – cont.)

Determinante	Estudo	Indicador do determinante
Dimensão (cont.)	Nunes e Serrasqueiro (2007)	log (ativo total)
	Tang e Jang (2007)	ativo total
	Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	ln (ativo total)
	Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	log (vendas líquidas)
	Devesa e Esteban (2011)	log (ativo total)
		log (vendas)
	Degryse, Goeij e Kappert (2012)	log (ativo total)
	Koksal e Orman (2015)	ln (vendas líquidas)
	Serrasqueiro e Caetano (2015)	log (vendas)
Especificidade dos ativos	Matias (2000)	avaliação da localização
		variável dummy: 1 = localização favorável 0 = localização desfavorável
		fração do volume de vendas e prestação de serviços que, em termos médios, é canalizada anualmente para despesas de investigação e desenvolvimento e de marketing
		variável dummy: 1 = contribuição < 1% 0 = contribuição ≥ 1%
		habilitações académicas dos diretores da empresa
		variável dummy: 1 = habilitação académica ao nível de licenciatura ou superior 0 = habilitação académica de nível inferior à licenciatura

Quadro 7 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por determinante/indicador – cont.)

Determinante	Estudo	Indicador do determinante
Especificidade dos ativos (cont.)	Matias (2000) (cont.)	fração do valor contabilístico dos equipamentos e das instalações da empresa que, em termos médios, poderão ser utilizados exclusivamente na atividade que a empresa desenvolve variável dummy: 1 = contribuição < 50% 0 = contribuição ≥ 50%
		fração do número de empregados, excluindo os diretores, que devido à qualificação específica que possuem na atividade que desenvolvem na empresa, têm dificuldade em encontrar colocação numa empresa de um setor de atividade diferente variável dummy: 1 = contribuição < 25% 0 = contribuição ≥ 25%
		número médio de anos de serviço do pessoal, excluindo chefes e diretores
Free cash-flow	Tang e Jang (2007)	free cash-flow/ativo total
	Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	free cash-flow + pagamentos de juros e depreciações de RAI
Liquidez	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	(devedores - credores)/ativo total
	Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	(devedores - credores)/ativo total
	Devesa e Esteban (2011)	cash-flow
	Degryse, Goeij e Kappert (2012)	(devedores - credores)/ativo total

Quadro 7 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por determinante/indicador – cont.)

Determinante	Estudo	Indicador do determinante
Oportunidades de crescimento	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	ativo intangível/ativo total
	Upneja e Dalbor (2001)	valor de mercado dos ativos/valor contabilístico dos ativos
	Nunes e Serrasqueiro (2007)	taxa de crescimento do ativo total
	Tang e Jang (2007)	valor de mercado dos ativos/valor contabilístico dos ativos
	Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	taxa de crescimento das vendas
	Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	valor de mercado dos ativos/valor contabilístico dos ativos
	Degryse, Goeij e Kappert (2012)	taxa de crescimento do ativo total
	Serrasqueiro e Caetano (2015)	ativo intangível/ativo total
Participação dos gestores no capital	Baptista (1997)	fração de capital detida pelos administradores e/ou diretores da empresa (menos de 50% ou mais de 50%)
	Matias (2000)	fração do capital social detida pelos administradores e/ou diretores da empresa variável dummy: 1 = participação < 25% 0 = participação ≥ 25%
Poupança fiscal não associada à dívida	Baptista (1997)	μ (PF/ativo total líquido) sendo: PF=RAI-ISRE/t, quando RAI>0 ou PF= - ISRE/t, quando RAI<0
	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	depreciações do exercício/ativo total

Quadro 7 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por determinante/indicador – cont.)

Determinante	Estudo	Indicador do determinante
Poupança fiscal não associada à dívida (cont.)	Matias (2000)	μ (amortização do exercício/ativo total líquido)
	Upneja e Dalbor (2001)	depreciações do exercício/ativo total
	Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	depreciações do exercício/ativo total
	Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	depreciações do exercício/ativo total
	Degryse, Goeij e Kappert (2012)	depreciações do exercício/ativo total
	Koksal e Orman (2015)	juros pagos + (impostos pagos/taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa)
	Serrasqueiro e Caetano (2015)	depreciações do exercício/ativo total
Rendibilidade	Chittenden, Hall e Hutchinson (1996)	μ (RAI/vendas)
	Baptista (1997)	μ ((RL+ amortizações do exercício)/ativo total líquido)
		μ (RAJI/ativo total líquido)
		μ (RAJI/vendas)
		μ (RL/ativo total líquido)
		μ (RL/vendas)
	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	RAI/ativo total
	Matias (2000)	μ (RL/ativo total líquido)
	Cassar e Holmes (2003)	RAJI/ativo total
	Nunes e Serrasqueiro (2007)	resultado operacional/ativo total
	Tang e Jang (2007)	RL/ativo total
	Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	RAJI/ativo total
	Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	RL/ativo total
	Devesa e Esteban (2011)	RL/ativo total
	Degryse, Goeij e Kappert (2012)	resultado antes de juros, impostos e depreciações/ativo total

Quadro 7 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por determinante/indicador – cont.)

Determinante	Estudo	Indicador do determinante
Rendibilidade (cont.)	Koksai e Orman (2015)	resultado operacional/ativo total
	Serrasqueiro e Caetano (2015)	RAJI/ativo total
Reputação	Chittenden, Hall e Hutchinson (1996)	número de anos de vida da empresa
	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	número de anos de vida da empresa
	Matias (2000)	número de anos de vida da empresa
	Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	ln (número de anos de vida da empresa)
	Serrasqueiro e Caetano (2015)	log (número de anos de vida da empresa)
Risco	Baptista (1997)	CV do RAJI CV das vendas
	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	CV do resultado operacional
	Matias (2000)	coeficiente de dispersão das vendas e prestação de serviços
	Upneja e Dalbor (2001)	risco do negócio
	Cassar e Holmes (2003)	CV do resultado operacional
	Nunes e Serrasqueiro (2007)	variação percentual do resultado operacional
	Tang e Jang (2007)	σ do RAJI
	Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	σ (RAJI) - RAJI
	Koksai e Orman (2015)	σ (resultado operacional/ativo total)
	Serrasqueiro e Caetano (2015)	variação percentual do resultado antes de juros, impostos e depreciações
Setor de atividade	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	classificação do setor
	Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000)	setores de atividade: - indústria - construção - comércio - transportes, comunicação e outros
	Matias (2000)	classificação do setor

Quadro 7 – Determinantes Empíricos da Estrutura de Capital das Empresas (por determinante/indicador – cont.)

Determinante	Estudo	Indicador do determinante
Setor de atividade (cont.)	Cassar e Holmes (2003)	classificação do setor
	Degryse, Goeij e Kappert (2012)	classificação do setor
	Koksal e Orman (2015)	mediana das dívidas (curto, longo e total)/ ativo total
Taxa marginal de imposto sobre o rendimento da empresa	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	impostos pagos/RAI
	Lopez-Gracia e Sogorb-Mira (2008)	impostos pagos/RAI
	Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	impostos pagos/RAI
	Degryse, Goeij e Kappert (2012)	impostos pagos/RAI
	Koksal e Orman (2015)	impostos pagos/RAI variável dummy: 0 = a empresa paga impostos 1 = a empresa não paga impostos
	Serrasqueiro e Caetano (2015)	impostos pagos/RAI
Valor da garantia dos ativos	Chittenden, Hall e Hutchinson (1996)	μ (ativo fixo/ativo total)
	Baptista (1997)	μ (imobilizado total líquido/ativo total líquido)
	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)	ativo fixo/ ativo total
		ações/ ativo total
	Matias (2000)	μ (imobilizado total líquido/ativo total líquido)
	Upneja e Dalbor (2001)	ativo fixo líquido/ativo total
	Cassar e Holmes (2003)	ativo não corrente/ativo total
	Nunes e Serrasqueiro (2007)	ativo fixo/ativo total
	Tang e Jang (2007)	ativo fixo/ativo total
	Karadeniz, Kandir, Balcilar e Onal (2009)	ativo fixo líquido/ativo total
		ativo fixo/ativo total
	Devesa e Esteban (2011)	ativo fixo/ativo total
	Degryse, Goeij e Kappert (2012)	ativo tangível/ativo total
		ativo intangível/ativo total
Koksal e Orman (2015)	ativo fixo líquido/ativo total	
Serrasqueiro e Caetano (2015)	ativo fixo/ativo total	

Legenda:

CV = coeficiente de variação da amostra

ln = logaritmo natural

log = logaritmo decimal

RAI = resultado antes de imposto

RAJI = resultado antes de juros e imposto

RL = resultado líquido

μ = média da amostra

σ = desvio padrão da amostra

CAPÍTULO 3 – INDÚSTRIA HOTELEIRA PORTUGUESA

Neste capítulo apresenta-se uma caracterização da indústria hoteleira portuguesa, no que concerne a estabelecimentos hoteleiros (551 CAE¹ - Rev.3) no período que decorre de 2009-2013, coincidente com o do estudo empírico. Os estabelecimentos hoteleiros são estabelecimentos cuja atividade principal consiste na prestação de serviços de alojamento e de outros serviços acessórios ou de apoio, com ou sem fornecimento de refeições, mediante pagamento. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

A referida caracterização será efetuada tendo em consideração os seguintes indicadores:

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

Previamente será apresentado um breve enquadramento da importância da atividade turística na economia portuguesa, com base na balança turística.

3.1 – A Importância da Atividade Turística na Economia Portuguesa

A hotelaria destaca-se na área do turismo. O turismo é um dos setores mais importantes da economia portuguesa e tem contribuído significativamente para o desenvolvimento do país. O turismo é um setor gerador de riqueza e emprego.

¹ Classificação Portuguesa das Atividades Económicas.

De acordo com os dados disponibilizados pelo Banco de Portugal relativos à rubrica Viagens e Turismo² da Balança de Pagamentos, em 2013 as receitas turísticas atingiram 9.250 milhões de euros, as despesas turísticas³ atingiram 3.120 milhões de euros e o saldo da balança turística cifrou-se em 6.130 milhões de euros. Verificou-se um crescimento das receitas turísticas superior ao das despesas turísticas. A taxa de cobertura da balança turística tem vindo a subir, de 255,1%⁴ em 2009 até 296,5% em 2013.

Em 2013, os quatro principais mercados emissores de receitas foram: a França, o Reino Unido, a Espanha e a Alemanha. Contudo, o conjunto dos quatro principais mercados emissores de receitas continuou a perder importância relativa, correspondendo a 57,0% das receitas turísticas. Em 2013, a França foi o principal mercado, em termos de receitas geradas, correspondendo a 18,0%, seguindo-se o Reino Unido com 16,3%, a Espanha com 12,3% e a Alemanha com 10,4%. Em 2013, Cabo Verde, China e Turquia foram os países que tiveram um crescimento mais acentuado de receitas turísticas. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

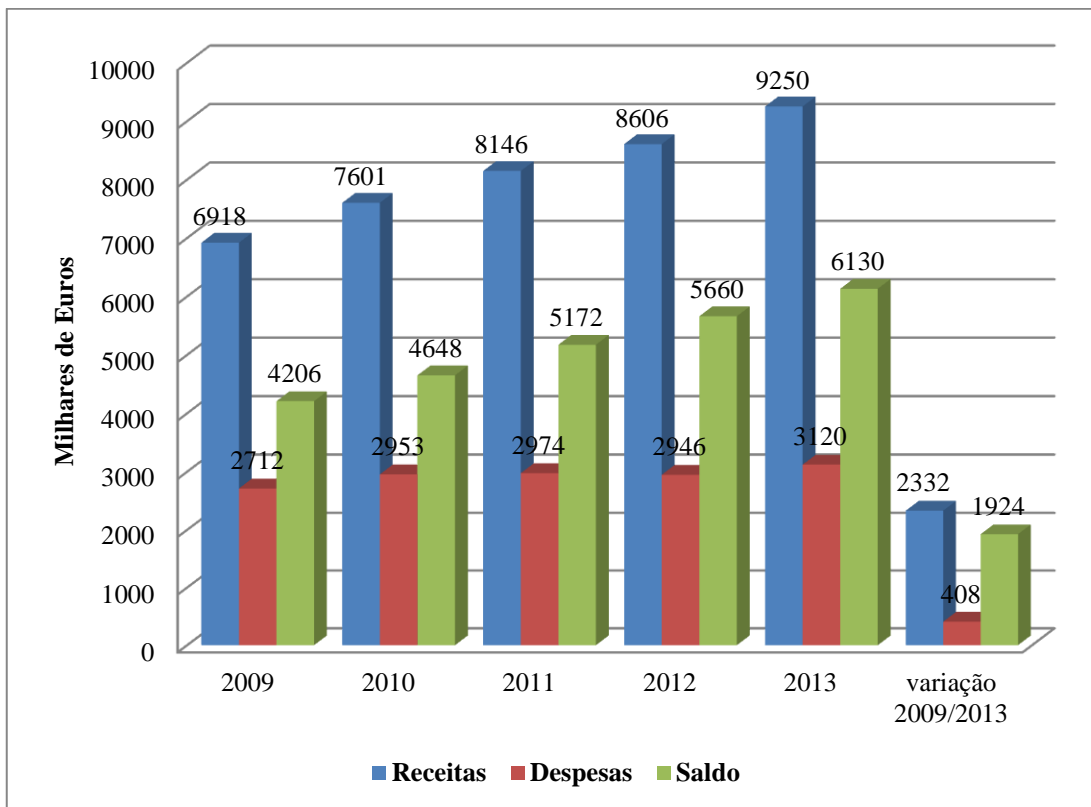
O gráfico 1 apresenta a balança turística portuguesa no período 2009-2013.

² Viagens e Turismo é a rubrica da balança de pagamentos, que engloba todos os bens e serviços adquiridos por um visitante a título de viagens realizadas, quer de natureza privada quer profissional, para seu uso ou a pedido de outros, para consumo na própria economia visitada ou na de residência, fornecidos com contrapartida financeira ou simplesmente oferecidos. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

³ Despesas turísticas são os montantes pagos pela compra de bens e serviços no próprio país e durante a realização de viagens, no país ou no estrangeiro, pelos visitantes ou por outras entidades em seu benefício. Incluem-se despesa corrente (efetuada pelo visitante, mesmo que a viagem não tivesse ocorrido, isto é, que tivesse permanecido na sua residência habitual) e despesa específica (efetuada pelo visitante, em resultado da viagem, com transportes, alojamento, lembranças, cultura e recreio, entre outras). (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

⁴ $(\text{Receitas/Despesas}) \times 100$.

Gráfico 1 – Balança Turística 2009-2013



Fonte: Banco de Portugal

3.2 – Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa

3.2.1 – Número de Estabelecimentos Hoteleiros

Conforme se verifica no quadro 8, em 2013, no que diz respeito à oferta turística portuguesa estiveram em atividade 2.008 estabelecimentos hoteleiros. A nível regional, o Norte foi a região com maior oferta hoteleira, representando 22,4% do total nacional, seguindo-se o Algarve (21,2%), o Centro (20,7%), Lisboa (16,3%), a Região Autónoma dos Açores (8,1%), o Alentejo (7,3%) e a Região Autónoma da Madeira (3,9%). Relativamente ao tipo de estabelecimento, os hotéis⁵ representavam 51,7% do total, seguindo-se as pensões (24,8%), os apartamentos turísticos (9,6%), os hotéis-apartamentos (7,2%), as estalagens (2,2%), os aldeamentos turísticos (2,2%), as pousadas (1,7%) e os motéis (0,6%).

Observando a evolução do número de estabelecimentos hoteleiros oferecidos no período em análise, constata-se que não se verificaram alterações muito significativas por região. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu no Algarve (7,6%) e o maior decréscimo na Região Autónoma da Madeira (-14,7%). A nível de tipologia de estabelecimento, no quadro 9 constata-se que se verificaram alterações significativas no número de estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nos hotéis (52,6%) e o maior decréscimo nas estalagens (-53,2%).

⁵ Hotéis são estabelecimentos hoteleiros que ocupam um edifício ou apenas parte independente dele, constituindo as suas instalações um todo homogéneo, com pisos completos e contíguos, acesso próprio e direto para uso exclusivo dos seus utentes, a quem são prestados serviços de alojamento temporário e outros serviços acessórios ou de apoio, com ou sem fornecimento de refeições, mediante pagamento. Estes estabelecimentos possuem, no mínimo, 10 unidades de alojamento. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

Quadro 8 – Número de Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica

Localização Geográfica	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Portugal	1.988	100,0%	2.011	100,0%	2.019	100,0%	2.028	100,0%	2.008	100,0%	20	1,0%
Continente	1.715	86,3%	1.741	86,6%	1.752	86,8%	1.787	88,1%	1.765	87,9%	50	2,9%
Norte	450	22,6%	441	21,9%	453	22,4%	463	22,8%	450	22,4%	0	0,0%
Centro	413	20,8%	418	20,8%	414	20,5%	419	20,7%	416	20,7%	3	0,7%
Lisboa	304	15,3%	313	15,6%	311	15,4%	322	15,9%	327	16,3%	23	7,6%
Alentejo	153	7,7%	157	7,8%	158	7,8%	155	7,6%	147	7,3%	-6	-3,9%
Algarve	395	19,9%	412	20,5%	416	20,6%	428	21,1%	425	21,2%	30	7,6%
Região Autónoma dos Açores	82	4,1%	82	4,1%	80	3,9%	79	3,9%	80	3,9%	-2	-2,4%
Região Autónoma da Madeira	191	9,6%	188	9,4%	187	9,3%	162	7,9%	163	8,1%	-28	-14,7%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

Quadro 9 – Número de Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Total	1.988	100,0%	2.011	100,0%	2.019	100,0%	2.028	100,0%	2.008	100,0%	20	1,0%
Hotéis	681	34,3%	771	38,3%	873	43,2%	988	48,7%	1.039	51,7%	358	52,6%
Pensões	804	40,4%	737	36,7%	656	32,5%	551	27,2%	498	24,8%	-306	-38,1%
Estalagens	94	4,7%	85	4,2%	67	3,3%	51	2,5%	44	2,2%	-50	-53,2%
Pousadas	41	2,1%	40	1,9%	39	1,9%	36	1,8%	35	1,7%	-6	-14,6%
Motéis	23	1,2%	20	0,9%	16	0,8%	12	0,6%	11	0,6%	-12	-52,2%
Hotéis-apartamentos	128	6,4%	137	6,8%	144	7,1%	150	7,4%	145	7,2%	17	13,3%
Aldeamentos turísticos	33	1,7%	38	1,9%	40	1,9%	45	2,2%	44	2,2%	11	33,3%
Apartamentos turísticos	184	9,3%	183	9,1%	184	9,1%	195	9,6%	192	9,6%	8	4,4%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

3.2.2 – Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros

Conforme se verifica no quadro 10, em 2013, a capacidade de alojamento nos estabelecimentos hoteleiros foi de 297.962 camas. O Algarve foi a região turística do país com maior oferta de camas, representando 36,0% do total nacional, seguindo-se Lisboa (19,1%), o Centro (13,9%), o Norte (13,9%), a Região Autónoma da Madeira (9,8%), o Alentejo (4,2%) e a Região Autónoma dos Açores (2,9%). Os hotéis foram os estabelecimentos hoteleiros com maior oferta de camas, representando 58,3% do total, seguindo-se os hotéis-apartamentos⁶ (14,2%), os apartamentos turísticos (11,9%), as pensões (7,5%), os aldeamentos turísticos (5,7%), as estalagens (1,1%), as pousadas (1,1%) e os motéis (0,3%), conforme quadro 11.

Observando a evolução do período em análise, constata-se que não se verificaram alterações muito significativas da capacidade de alojamento nos estabelecimentos hoteleiros por região. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu no Alentejo (18,1%) e o maior decréscimo na Região Autónoma dos Açores (-1,1%). A nível de tipologia de estabelecimento, no quadro 11 constata-se que se verificaram alterações significativas da capacidade de alojamento nos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nas pousadas (26,1%) e o maior decréscimo nos motéis (-58,4%).

⁶ Hotéis-apartamentos são estabelecimentos hoteleiros constituídos por um conjunto de pelo menos 10 apartamentos equipados e independentes (alugados dia a dia a turistas), que ocupam a totalidade ou parte independente de um edifício, desde que constituído por pisos completos e contíguos, com acessos próprios e diretos aos pisos para uso exclusivo dos seus utentes, com restaurante e com, pelo menos, serviço de arrumação e limpeza. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

Quadro 10 – Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica

Localização Geográfica	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Portugal	273.804	100,0%	279.506	100,0%	289.107	100,0%	296.321	100,0%	297.962	100,0%	24.158	8,8%
Continente	235.974	86,2%	241.941	86,6%	251.137	86,9%	259.021	87,4%	259.984	87,3%	24.010	10,2%
Norte	38.827	14,1%	38.386	13,7%	40.156	13,9%	41.831	14,1%	41.633	13,9%	2.806	7,2%
Centro	38.605	14,1%	38.920	13,9%	40.733	14,1%	41.375	13,9%	41.684	13,9%	3.079	7,9%
Lisboa	52.041	19,0%	53.756	19,2%	54.912	18,9%	55.873	18,9%	56.821	19,1%	4.780	9,2%
Alentejo	10.591	3,9%	11.899	4,3%	12.874	4,5%	13.317	4,5%	12.507	4,2%	1.916	18,1%
Algarve	95.910	35,0%	98.980	35,4%	102.462	35,4%	106.625	35,9%	107.339	36,0%	11.429	11,9%
Região Autónoma dos Açores	8.806	3,2%	8.699	3,1%	8.871	3,1%	8.560	2,9%	8.713	2,9%	-93	-1,1%
Região Autónoma da Madeira	29.024	10,6%	28.866	10,3%	29.099	10,1%	28.740	9,7%	29.265	9,8%	241	0,8%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

Quadro 11 – Capacidade de Alojamento nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Total	273.804	100,0%	279.506	100,0%	289.107	100,0%	296.321	100,0%	297.962	100,0%	24.158	8,8%
Hotéis	141.575	51,7%	149.347	53,4%	160.981	55,7%	166.106	56,1%	173.802	58,3%	32.227	22,8%
Pensões	38.519	14,1%	34.533	12,4%	30.581	10,6%	25.257	8,5%	22.269	7,5%	-16.250	-42,2%
Estalagens	6.048	2,2%	5.241	1,9%	4.589	1,6%	3.955	1,3%	3.275	1,1%	-2.773	-45,9%
Pousadas	2.561	0,9%	2.637	0,9%	2.583	0,9%	3.331	1,1%	3.230	1,1%	669	26,1%
Motéis	2.191	0,8%	1.764	0,6%	1.519	0,5%	945	0,3%	912	0,3%	-1.279	-58,4%
Hotéis-apartamentos	34.757	12,7%	37.879	13,6%	40.499	14,0%	43.063	14,5%	42.203	14,2%	7.446	21,4%
Aldeamentos turísticos	14.868	5,4%	15.543	5,6%	15.500	5,4%	17.371	5,9%	16.858	5,7%	1.990	13,4%
Apartamentos turísticos	33.285	12,2%	32.562	11,7%	32.855	11,4%	36.293	12,3%	35.413	11,9%	2.128	6,4%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

3.2.3 – Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros

Conforme se verifica no quadro 12, em 2013, os estabelecimentos hoteleiros alojaram 14.371.956 hóspedes⁷. A nível regional, Lisboa foi a região que teve mais hóspedes, representando 30,1% do total nacional, seguindo-se o Algarve (21,9%), o Norte (19,3%), o Centro (14,5%), a Região Autónoma da Madeira (7,5%), o Alentejo (4,4%) e a Região Autónoma dos Açores (2,3%). Os hotéis foram os estabelecimentos hoteleiros que alojaram mais hóspedes, representando 72,7% do total, seguindo-se os hotéis-apartamentos (10,5%), as pensões (5,5%), os apartamentos turísticos (5,2%), os aldeamentos turísticos (2,6%), as pousadas (1,5%), os motéis (1,2%) e as estalagens (0,9%), conforme quadro 13.

Observando a evolução do período em análise, constata-se que não se verificaram alterações muito significativas dos hóspedes nos estabelecimentos hoteleiros por região. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu em Lisboa (18,8%) e o maior decréscimo no Alentejo (-3,1%). A nível de tipologia de estabelecimento, no quadro 13 constata-se que se verificaram alterações significativas dos hóspedes nos estabelecimentos hoteleiros, o que revela coerência face às alterações da tipologia de estabelecimentos hoteleiros ocorridas. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nos hotéis-apartamentos (25,7%) e o maior decréscimo nas pensões (-49,9%).

⁷ Hóspedes são os indivíduos que efetuam pelo menos uma dormida num estabelecimento de alojamento turístico. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

Quadro 12 – Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica

Localização Geográfica	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Portugal	12.927.907	100,0%	13.537.040	100,0%	13.992.782	100,0%	13.845.419	100,0%	14.371.956	100,0%	1.444.049	11,2%
Continente	11.541.596	89,3%	12.212.779	90,2%	12.611.323	90,1%	12.524.292	90,5%	12.955.760	90,2%	1.414.164	12,3%
Norte	2.466.818	19,1%	2.545.911	18,8%	2.641.977	18,9%	2.626.472	18,9%	2.777.229	19,3%	310.411	12,6%
Centro	2.044.873	15,8%	2.154.941	15,9%	2.217.210	15,9%	2.086.996	15,1%	2.077.294	14,5%	32.421	1,6%
Lisboa	3.635.079	28,1%	3.940.314	29,1%	4.025.272	28,8%	4.115.832	29,7%	4.318.738	30,1%	683.659	18,8%
Alentejo	655.386	5,1%	697.477	5,2%	718.370	5,1%	651.072	4,7%	635.303	4,4%	-20.083	-3,1%
Algarve	2.739.440	21,2%	2.874.136	21,2%	3.008.494	21,5%	3.043.920	21,9%	3.147.196	21,9%	407.756	14,9%
Região Autónoma dos Açores	327.901	2,5%	347.902	2,6%	344.595	2,5%	326.370	2,4%	333.446	2,3%	5.545	1,7%
Região Autónoma da Madeira	1.058.410	8,2%	976.359	7,2%	1.036.864	7,4%	994.757	7,2%	1.082.750	7,5%	24.340	2,3%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

Quadro 13 – Hóspedes nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Total	12.927.907	100,0%	13.537.040	100,0%	13.992.782	100,0%	13.845.419	100,0%	14.371.956	100,0%	1.444.049	11,2%
Hotéis	8.358.392	64,7%	9.178.195	67,8%	9.753.988	69,7%	9.838.003	71,1%	10.443.418	72,7%	2.085.026	24,9%
Pensões	1.563.641	12,1%	1.406.321	10,4%	1.165.827	8,3%	923.476	6,7%	783.743	5,5%	-779.898	-49,9%
Estalagens	251.064	1,9%	218.423	1,6%	182.142	1,3%	140.161	1,0%	138.245	0,9%	-112.819	-44,9%
Pousadas	237.015	1,8%	254.328	1,9%	262.599	1,9%	215.623	1,6%	209.252	1,5%	-27.763	-11,7%
Motéis	304.183	2,4%	249.748	1,8%	223.216	1,6%	167.287	1,2%	174.801	1,2%	-129.382	-42,5%
Hotéis-apartamentos	1.197.337	9,3%	1.248.859	9,2%	1.374.364	9,8%	1.444.792	10,4%	1.505.009	10,5%	307.672	25,7%
Aldeamentos turísticos	303.622	2,4%	302.684	2,2%	319.696	2,3%	386.776	2,8%	375.265	2,6%	71.643	23,6%
Apartamentos turísticos	712.653	5,5%	678.482	5,0%	710.950	5,1%	729.301	5,3%	742.223	5,2%	29.570	4,2%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

3.2.4 – Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros

Conforme se verifica no quadro 14, em 2013, os estabelecimentos hoteleiros registaram 41.569.716 dormidas⁸. A nível regional, o Algarve foi a região turística do país que registou mais dormidas, representando 35,5% do total nacional, seguindo-se Lisboa (24,2%), a Região Autónoma da Madeira (14,5%), o Norte (11,7%), o Centro (8,9%), o Alentejo (2,7%) e a Região Autónoma dos Açores (2,5%). Os hotéis foram os estabelecimentos hoteleiros que registaram mais dormidas, representando 62,8% do total, seguindo-se os hotéis-apartamentos (15,7%), os apartamentos turísticos (9,8%), os aldeamentos turísticos (4,7%), as pensões (4,5%), as estalagens (1,2%), as pousadas (0,9%) e os motéis (0,4%), conforme quadro 15.

Observando a evolução do período em análise, constata-se que se verificaram alterações significativas das dormidas nos estabelecimentos hoteleiros nalgumas regiões. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu em Lisboa (27,0%) e o maior decréscimo no Centro (-0,3%). A nível de tipologia de estabelecimento, no quadro 15 constata-se que se verificaram alterações significativas das dormidas nos estabelecimentos hoteleiros, conforme esperado face à evolução dos indicadores anteriormente apresentados. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nos hotéis (28,0%) e o maior decréscimo nos motéis (-51,8%).

⁸ Dormidas são as permanências de um indivíduo num estabelecimento que fornece alojamento, por um período compreendido entre as 12 horas de um dia e as 12 horas do dia seguinte. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

Quadro 14 – Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica

Localização Geográfica	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Portugal	36.457.069	100,0%	37.391.291	100,0%	39.440.315	100,0%	39.681.040	100,0%	41.569.716	100,0%	5.112.647	14,0%
Continente	29.955.339	82,2%	31.362.735	83,9%	32.841.504	83,3%	33.218.615	83,7%	34.497.246	82,9%	4.541.907	15,2%
Norte	4.269.967	11,7%	4.437.756	11,9%	4.547.011	11,5%	4.541.919	11,5%	4.865.579	11,7%	595.612	13,9%
Centro	3.747.517	10,3%	3.884.548	10,4%	4.043.543	10,3%	3.767.924	9,5%	3.735.463	8,9%	-12.054	-0,3%
Lisboa	7.905.937	21,7%	8.620.423	23,1%	9.027.432	22,9%	9.439.853	23,8%	10.040.808	24,2%	2.134.871	27,0%
Alentejo	1.104.315	3,0%	1.172.558	3,1%	1.243.652	3,2%	1.142.145	2,9%	1.113.427	2,7%	9.112	0,8%
Algarve	12.927.603	35,5%	13.247.450	35,4%	13.979.866	35,5%	14.326.774	36,1%	14.741.969	35,5%	1.814.366	14,0%
Região Autónoma dos Açores	1.004.804	2,8%	1.035.031	2,8%	1.033.525	2,6%	954.740	2,4%	1.054.102	2,5%	49.298	4,9%
Região Autónoma da Madeira	5.496.926	15,1%	4.993.525	13,4%	5.565.286	14,1%	5.507.685	13,9%	6.018.368	14,5%	521.442	9,5%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

Quadro 15 – Dormidas nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Total	36.457.069	100,0%	37.391.291	100,0%	39.440.315	100,0%	39.681.040	100,0%	41.569.716	100,0%	5.112.647	14,0%
Hotéis	20.384.570	55,9%	21.846.374	58,4%	23.837.305	60,4%	24.289.093	61,2%	26.100.320	62,8%	5.715.750	28,0%
Pensões	3.477.377	9,5%	3.153.703	8,4%	2.653.444	6,7%	2.105.962	5,3%	1.871.926	4,5%	-1.605.451	-46,2%
Estalagens	657.490	1,8%	573.433	1,5%	546.069	1,4%	491.431	1,2%	490.903	1,2%	-166.587	-25,3%
Pousadas	399.213	1,1%	413.409	1,1%	427.139	1,1%	355.336	0,9%	383.403	0,9%	-15.810	-3,9%
Motéis	368.674	1,0%	286.032	0,8%	243.720	0,6%	170.545	0,4%	177.834	0,4%	-190.840	-51,8%
Hotéis-apartamentos	5.565.252	15,3%	5.728.545	15,3%	6.279.376	15,9%	6.477.693	16,3%	6.541.451	15,7%	976.199	17,5%
Aldeamentos turísticos	1.623.603	4,5%	1.630.617	4,4%	1.636.751	4,2%	1.831.489	4,6%	1.942.626	4,7%	319.023	19,7%
Apartamentos turísticos	3.980.890	10,9%	3.759.178	10,1%	3.816.511	9,7%	3.959.491	9,9%	4.061.253	9,8%	80.363	2,0%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

3.2.5 – Estada média nos Estabelecimentos Hoteleiros

Conforme se verifica no quadro 16, em 2013, a estada média⁹ nos estabelecimentos hoteleiros foi de 2,9 noites. A nível regional, a Região Autónoma da Madeira foi a região que registou os valores mais elevados de estada média (5,6 noites), seguindo-se o Algarve (4,7 noites), a Região Autónoma dos Açores (3,2 noites), Lisboa (2,3 noites), o Norte (1,8 noites), o Centro (1,8 noites) e o Alentejo (1,8 noites). Nesse ano, os apartamentos turísticos¹⁰ foram os estabelecimentos hoteleiros que registaram os valores mais elevados de estada média (5,5 noites), seguindo-se os aldeamentos turísticos (5,2 noites), os hotéis-apartamentos (4,3 noites), as estalagens (3,6 noites), os hotéis (2,5 noites), as pensões (2,4 noites), as pousadas (1,8 noites) e os motéis (1 noite), conforme quadro 17.

Observando a evolução do período em análise, constata-se que não se verificaram alterações muito significativas de estada média nos estabelecimentos hoteleiros por região. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu na Região Autónoma da Madeira (7,7%). A nível de tipologia de estabelecimento, no quadro 17 constata-se que se verificaram alterações significativas de estada média nos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nas estalagens (38,5%) e o maior decréscimo nos motéis (-16,7%).

⁹ Estada média é a relação entre o número de dormidas e o número de hóspedes que deram origem a essas dormidas, no período de referência, na perspetiva da oferta. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

¹⁰ Apartamentos turísticos são estabelecimentos de alojamento turístico, constituídos por frações mobiladas e equipadas de edifícios independentes, que se destinam habitualmente a proporcionar alojamento e outros serviços complementares a turistas, mediante pagamento. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

Quadro 16 – Estada média nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica

Localização Geográfica	2009	2010	2011	2012	2013	Variação 2009/2013
	Nº de noites	Nº de noites	Nº de noites	Nº de noites	Nº de noites	%
Portugal	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	3,6%
Continente	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	3,9%
Norte	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	5,9%
Centro	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	0,0%
Lisboa	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	4,6%
Alentejo	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	5,9%
Algarve	4,7	4,6	4,6	4,7	4,7	0,0%
Região Autónoma dos Açores	3,1	3	3	2,9	3,2	3,2%
Região Autónoma da Madeira	5,2	5,1	5,4	5,5	5,6	7,7%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

Quadro 17 – Estada média nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2009	2010	2011	2012	2013	Variação 2009/2013
	Nº de noites	Nº de noites	Nº de noites	Nº de noites	Nº de noites	%
Total	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	3,6%
Hotéis	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	4,2%
Pensões	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	9,1%
Estalagens	2,6	2,6	3	3,5	3,6	38,5%
Pousadas	1,7	1,6	1,6	0	1,8	5,9%
Motéis	1,2	1,1	1,1	1	1	-16,7%
Hotéis-apartamentos	4,6	4,6	4,6	4,5	4,3	-6,5%
Aldeamentos turísticos	5,3	5,4	5,1	4,7	5,2	-1,9%
Apartamentos turísticos	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	-1,8%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

3.2.6 – Emprego

Conforme se verifica no quadro 18, em 2013, os estabelecimentos hoteleiros tinham 44.753 pessoas ao serviço. A nível regional, o Algarve foi a região turística do país que apresentou mais pessoas ao serviço nos estabelecimentos hoteleiros, representando 31,8% do total nacional, seguindo-se Lisboa (23,4%), a Região Autónoma da Madeira (13,1%), o Norte (12,9%), o Centro (11,3%), o Alentejo (3,9%) e a Região Autónoma dos Açores (3,5%). No quadro 19 observa-se que os hotéis foram os estabelecimentos hoteleiros que empregaram mais pessoas, representando 68,5% do total, seguindo-se os hotéis-apartamentos (11,2%), os apartamentos turísticos (7,0%), as pensões (5,1%), os aldeamentos turísticos (4,2%), as estalagens (1,9%), as pousadas (1,8%) e os motéis (0,3%).

Observando a evolução do emprego no período em análise, constata-se que não se verificaram alterações muito significativas do pessoal ao serviço nos estabelecimentos hoteleiros por região. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu no Algarve (7,3%) e o maior decréscimo na Região Autónoma dos Açores (-12,6%). A nível de tipologia de estabelecimento, no quadro 19 constata-se que se verificaram alterações significativas do pessoal ao serviço nos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nos apartamentos turísticos (14,6%) e o maior decréscimo nos motéis (-53,4%).

Quadro 18 – Pessoal ao serviço nos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica

Localização Geográfica	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Portugal	46.154	100,0%	47.452	100,0%	44.864	100,0%	44.490	100,0%	44.753	100,0%	-1.401	-3,0%
Continente	38.092	82,5%	39.758	83,8%	37.232	82,9%	37.174	83,6%	37.335	83,4%	-757	-1,9%
Norte	5.890	12,8%	5.851	12,3%	6.139	13,7%	6.069	13,6%	5.787	12,9%	-103	-1,8%
Centro	5.425	11,8%	8.749	18,4%	5.570	12,4%	5.326	11,9%	5.064	11,3%	-361	-6,7%
Lisboa	11.690	25,3%	10.050	21,2%	10.386	23,2%	10.095	22,7%	10.483	23,4%	-1.207	-10,3%
Alentejo	1.818	3,9%	1.806	3,8%	1.779	3,9%	1.796	4,0%	1.766	3,9%	-52	-2,9%
Algarve	13.269	28,8%	13.302	28,0%	13.358	29,8%	13.888	31,2%	14.235	31,8%	966	7,3%
Região Autónoma dos Açores	1.779	3,9%	1.634	3,4%	1.641	3,7%	1.542	3,5%	1.555	3,5%	-224	-12,6%
Região Autónoma da Madeira	6.283	13,6%	6.060	12,8%	5.991	13,4%	5.774	12,9%	5.863	13,1%	-420	-6,7%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

Quadro 19 – Pessoal ao serviço nos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Total	46.154	100,0%	47.452	100,0%	44.864	100,0%	44.490	100,0%	44.753	100,0%	-1.401	-3,0%
Hotéis	29.745	64,5%	28.599	60,3%	29.776	66,4%	29.804	66,9%	30.675	68,5%	930	3,1%
Pensões	4.323	9,4%	6.987	14,7%	3.357	7,5%	2.636	5,9%	2.289	5,1%	-2.034	-47,1%
Estalagens	1.680	3,6%	1.442	3,0%	1.265	2,8%	951	2,1%	828	1,9%	-852	-50,7%
Pousadas	850	1,8%	836	1,8%	757	1,7%	755	1,7%	798	1,8%	-52	-6,1%
Motéis	326	0,7%	295	0,6%	251	0,6%	174	0,4%	152	0,3%	-174	-53,4%
Hotéis-apartamentos	4.857	10,5%	5.024	10,6%	5.204	11,6%	5.304	11,9%	5.002	11,2%	145	2,9%
Aldeamentos turísticos	1.634	3,5%	1.658	3,5%	1.687	3,8%	1.807	4,1%	1.871	4,2%	237	14,5%
Apartamentos turísticos	2.739	5,9%	2.611	5,5%	2.567	5,7%	3.059	6,9%	3.138	7,0%	399	14,6%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

3.2.7 – Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros

Conforme se verifica no quadro 20, em 2013, os proveitos totais¹¹ dos estabelecimentos hoteleiros atingiram 1.954.569 milhões de euros. A nível regional, o Algarve foi a região turística do país que registou os proveitos totais mais elevados, representando 31,2% do total nacional, seguindo-se Lisboa (30,1%), a Região Autónoma da Madeira (13,9%), o Norte (11,5%), o Centro (8,3%), o Alentejo (2,8%) e a Região Autónoma dos Açores (2,3%). Os hotéis foram os estabelecimentos hoteleiros que registaram os proveitos totais mais elevados, representando 72,3% do total, seguindo-se os hotéis-apartamentos (11,8%), os apartamentos turísticos (5,1%), os aldeamentos turísticos¹² (4,1%), as pensões (3,2%), as estalagens (1,6%), as pousadas (1,6%) e os motéis (0,3%), conforme quadro 21.

Observando a evolução do período em análise, constata-se que se verificaram alterações significativas dos proveitos totais dos estabelecimentos hoteleiros nalgumas regiões. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu em Lisboa (19,2%) e o maior decréscimo no Centro (-9,9%). A nível de tipologia de estabelecimento, no quadro 21 constata-se que se verificaram alterações significativas dos proveitos totais dos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nos aldeamentos turísticos (45,6%) e o maior decréscimo nos motéis (-54,0%).

¹¹ Proveitos totais são os valores resultantes da atividade dos meios de alojamento turístico: aposento, restauração e outros decorrentes da própria atividade. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

¹² Aldeamentos turísticos são estabelecimentos de alojamento turístico constituídos por um conjunto de instalações funcionalmente interdependentes com expressão arquitetónica homogénea, situadas num espaço delimitado e sem soluções de continuidade, que se destinam a proporcionar alojamento e outros serviços complementares a turistas, mediante pagamento. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

Quadro 20 – Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica

Localização Geográfica	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%
Portugal	1.763.954	100,0%	1.807.536	100,0%	1.906.006	100,0%	1.856.450	100,0%	1.954.569	100,0%	190.615	10,8%
Continente	1.458.939	82,7%	1.531.894	84,8%	1.606.363	84,3%	1.564.439	84,3%	1.637.631	83,8%	178.692	12,3%
Norte	207.591	11,8%	218.295	12,1%	223.803	11,7%	212.894	11,5%	223.778	11,5%	16.187	7,8%
Centro	179.091	10,2%	187.689	10,4%	187.233	9,8%	167.298	9,0%	161.280	8,3%	-17.811	-9,9%
Lisboa	492.820	27,9%	525.310	29,1%	562.040	29,5%	541.319	29,2%	587.268	30,1%	94.448	19,2%
Alentejo	57.588	3,3%	59.457	3,3%	64.082	3,4%	57.197	3,1%	55.318	2,8%	-2.270	-3,9%
Algarve	521.848	29,6%	541.143	29,9%	569.204	29,9%	585.731	31,6%	609.988	31,2%	88.140	16,9%
Região Autónoma dos Açores	49.163	2,8%	48.905	2,7%	46.852	2,5%	41.985	2,3%	44.672	2,3%	-4.491	-9,1%
Região Autónoma da Madeira	255.852	14,5%	226.738	12,5%	252.791	13,3%	250.026	13,5%	272.265	13,9%	16.413	6,4%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

Quadro 21 – Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2009		2010		2011		2012		2013		Variação 2009/2013	
	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%	Milhares de Euros	%
Total	1.763.954	100,0%	1.807.536	100,0%	1.906.006	100,0%	1.856.450	100,0%	1.954.569	100,0%	190.615	10,8%
Hotéis	1.205.939	68,4%	1.266.596	70,1%	1.355.749	71,1%	1.326.956	71,5%	1.413.949	72,3%	208.010	17,3%
Pensões	115.104	6,5%	99.665	5,5%	88.757	4,7%	70.034	3,8%	61.975	3,2%	-53.129	-46,2%
Estalagens	54.306	3,1%	47.115	2,6%	44.130	2,3%	32.113	1,7%	31.809	1,6%	-22.497	-41,4%
Pousadas	31.265	1,8%	33.940	1,9%	32.372	1,7%	27.070	1,5%	31.790	1,6%	525	1,7%
Motéis	11.090	0,6%	9.618	0,5%	8.304	0,4%	5.101	0,3%	5.101	0,3%	-5.989	-54,0%
Hotéis-apartamentos	201.959	11,5%	207.661	11,5%	219.180	11,5%	225.544	12,2%	231.208	11,8%	29.249	14,5%
Aldeamentos turísticos	54.811	3,1%	59.274	3,3%	66.314	3,5%	72.470	3,9%	79.813	4,1%	25.002	45,6%
Apartamentos turísticos	89.481	5,1%	83.668	4,6%	91.199	4,8%	97.162	5,2%	98.924	5,1%	9.443	10,6%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

3.2.8 – Rendimento médio por quarto (RevPar) dos Estabelecimentos Hoteleiros

Conforme se verifica no quadro 22, em 2013, o rendimento médio por quarto disponível (RevPar)¹³ dos estabelecimentos hoteleiros foi de 30,2 euros. A nível regional, Lisboa foi a região que registou o valor mais elevado do rendimento médio por quarto (43,1 euros), seguindo-se a Região Autónoma da Madeira (34,8 euros), o Algarve (33,2 euros), a Região Autónoma dos Açores (22,6 euros), o Norte (22,5 euros), o Alentejo (19,2 euros) e o Centro (15,5 euros). As pousadas¹⁴ foram os estabelecimentos hoteleiros que registaram o valor mais elevado do rendimento médio por quarto (41,2 euros), seguindo-se as estalagens (33,8 euros), os hotéis (33,3 euros), os hotéis-apartamentos (32,5 euros), os aldeamentos turísticos (26,7 euros), os motéis (26 euros), os apartamentos turísticos (20,4 euros) e as pensões (13,2 euros), conforme quadro 23.

Observando a evolução do período em análise, constata-se que se verificaram alterações significativas do rendimento médio por quarto (RevPar) dos estabelecimentos hoteleiros nalgumas regiões. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu na Região Autónoma da Madeira (12,9%) e o maior decréscimo no Alentejo (-9,9%). A nível de tipologia de estabelecimento, no quadro 23 constata-se que não se verificaram alterações muito significativas do rendimento médio por quarto (RevPar) dos estabelecimentos hoteleiros. Em termos percentuais, o maior acréscimo ocorreu nas estalagens (15,8%) e o maior decréscimo nas pensões (-4,4%).

¹³ RevPar (Revenue Per Available Room) é o rendimento por quarto disponível, medido pela relação entre os proveitos de aposento e o número de quartos disponíveis, no período de referência. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

¹⁴ Pousadas são estabelecimentos hoteleiros instalados em imóveis classificados como monumentos nacionais de interesse público, regional ou municipal e que, pelo valor arquitetónico e histórico, sejam representativos de uma determinada época e se situem fora de zonas turísticas dotadas de suficiente apoio hoteleiro. (INE, Estatísticas do Turismo 2013)

Quadro 22 – Rendimento médio por quarto (RevPar) dos Estabelecimentos Hoteleiros por Localização Geográfica

Localização Geográfica	2009	2010	2011	2012	2013	Variação 2009/2013
	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	%
Portugal	28,1	28,3	29,5	28,5	30,2	7,5%
Continente	27,9	28,6	29,6	28,4	29,9	7,2%
Norte	21,6	23	22,5	21,1	22,5	4,2%
Centro	16,7	17,3	17,3	15,6	15,5	-7,2%
Lisboa	39,3	40,8	43,4	40,5	43,1	9,7%
Alentejo	21,3	20,8	21,2	19,2	19,2	-9,9%
Algarve	29,9	29,7	31,2	31,6	33,2	11,0%
Região Autónoma dos Açores	23,4	24,2	22,9	20,8	22,6	-3,4%
Região Autónoma da Madeira	30,8	27,1	30,4	31,4	34,8	12,9%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

Quadro 23 – Rendimento médio por quarto (RevPar) dos Estabelecimentos Hoteleiros por Tipologia

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	2009	2010	2011	2012	2013	Variação 2009/2013
	Euros	Euros	Euros	Euros	Euros	%
Total	28,1	28,3	29,5	28,5	30,2	7,5%
Hotéis	32,9	33	33,7	31,9	33,3	1,2%
Pensões	13,8	13,6	13,7	12,9	13,2	-4,4%
Estalagens	29,2	27,1	31,2	28,8	33,8	15,8%
Pousadas	37,2	39,1	41,8	39,1	41,2	10,8%
Motéis	26,3	36,8	24,6	23,9	26	-1,1%
Hotéis-apartamentos	30,7	29,8	30,3	29,7	32,5	5,9%
Aldeamentos turísticos	23,3	22,7	24,3	24,3	26,7	14,6%
Apartamentos turísticos	19,4	18,3	19,7	20,2	20,4	5,2%

Fonte: INE (2014), www.ine.pt

3.2.9 – Síntese da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa

Observando o quadro 24 referente à evolução dos diversos indicadores da indústria hoteleira portuguesa no período 2009-2013, é de notar que os estabelecimentos hoteleiros portugueses aumentaram a sua capacidade de alojamento, com particular destaque na região do Alentejo, onde uma redução de 3,9% do número de estabelecimentos coexistiu com um acréscimo de 18,1% no número de camas. Por sua vez, em quase todas as regiões o aumento do número de hóspedes e de dormidas superou o acréscimo de capacidade de alojamento, facto que sinaliza uma evolução favorável neste setor de atividade. As exceções reportam às regiões do Centro e do Alentejo.

Comparando a evolução da capacidade de alojamento e o emprego, observa-se que enquanto a capacidade de alojamento cresceu 8,8%, o emprego diminuiu 3%, o que poderá indiciar um aumento da produtividade do trabalho se, ainda atendermos à evolução positiva do número de dormidas. Somente na região do Algarve é que um aumento de capacidade de alojamento e de dormidas não coexistiu com uma redução do emprego, embora o crescimento deste indicador tenha sido inferior aos restantes. Por sua vez, a região de Lisboa regista o maior acréscimo de dormidas (27,0%) e um dos maiores decréscimos do emprego (10,3%).

A conjugação dos referidos indicadores gerou uma evolução positiva dos proveitos totais conforme esperado, exceto nas regiões do Centro, Alentejo e Região Autónoma dos Açores. Com efeito, nas regiões do Centro e Alentejo a atividade hoteleira não registou evolução favorável, pois o aumento de capacidade de alojamento foi acompanhado de uma redução do número de dormidas e de proveitos totais.

Observando o quadro 25 referente à evolução dos diversos indicadores da indústria hoteleira portuguesa no período 2009-2013, é de notar um aumento residual do número de estabelecimentos hoteleiros, mas verificaram-se profundas alterações a nível de tipologia: fortes reduções no número de pensões, estalagens, pousadas e motéis e aumento do número de estabelecimentos de hotéis, hotéis-apartamentos, aldeamentos turísticos e apartamentos turísticos. Por exemplo, o número de hotéis mais que duplicou no período em análise.

A evolução do número de estabelecimentos refletiu-se na evolução do número de hóspedes e de dormidas.

O segmento de hotéis registou um acréscimo de dormidas (28,0%) que superou o acréscimo de capacidade de alojamento (22,8%), tal como o segmento dos aldeamentos turísticos (19,7% contra 13,4%).

De todos os segmentos geradores de emprego (hotéis; hotéis-apartamentos; aldeamentos turísticos e apartamentos turísticos), os hotéis constituem o segmento com maior contributo atendendo à evolução do binómio de dormidas/capacidade de alojamento.

Relativamente à evolução dos proveitos totais, destacam-se com comportamentos muito favoráveis, os aldeamentos turísticos (45,6%) e os hotéis (17,3%).

Quadro 24 – Síntese dos Indicadores da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa (variação 2009/2013), por Localização Geográfica

Localização Geográfica	Número de Estabelecimentos Hoteleiros	Capacidade de Alojamento	Hóspedes	Dormidas	Estada média	Emprego	Proveitos Totais	Rendimento médio por quarto (RevPar)
	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013
	%	%	%	%	%	%	%	%
Portugal	1,0%	8,8%	11,2%	14,0%	3,6%	-3,0%	10,8%	7,5%
Continente	2,9%	10,2%	12,3%	15,2%	3,9%	-1,9%	12,3%	7,2%
Norte	0,0%	7,2%	12,6%	13,9%	5,9%	-1,8%	7,8%	4,2%
Centro	0,7%	7,9%	1,6%	-0,3%	0,0%	-6,7%	-9,9%	-7,2%
Lisboa	7,6%	9,2%	18,8%	27,0%	4,6%	-10,3%	19,2%	9,7%
Alentejo	-3,9%	18,1%	-3,1%	0,8%	5,9%	-2,9%	-3,9%	-9,9%
Algarve	7,6%	11,9%	14,9%	14,0%	0,0%	7,3%	16,9%	11,0%
Região Autónoma dos Açores	-2,4%	-1,1%	1,7%	4,9%	3,2%	-12,6%	-9,1%	-3,4%
Região Autónoma da Madeira	-14,7%	0,8%	2,3%	9,5%	7,7%	-6,7%	6,4%	12,9%

Quadro 25 – Síntese dos Indicadores da Caracterização da Indústria Hoteleira Portuguesa (variação 2009/2013), por Tipologia

Tipo de Estabelecimento Hoteleiro	Número de Estabelecimentos Hoteleiros	Capacidade de Alojamento	Hóspedes	Dormidas	Estada média	Emprego	Proveitos Totais	Rendimento médio por quarto (RevPar)
	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013	Variação 2009/2013
	%	%	%	%	%	%	%	%
Total	1,0%	8,8%	11,2%	14,0%	3,6%	-3,0%	10,8%	7,5%
Hotéis	52,6%	22,8%	24,9%	28,0%	4,2%	3,1%	17,3%	1,2%
Pensões	-38,1%	-42,2%	-49,9%	-46,2%	9,1%	-47,1%	-46,2%	-4,4%
Estalagens	-53,2%	-45,9%	-44,9%	-25,3%	38,5%	-50,7%	-41,4%	15,8%
Pousadas	-14,6%	26,1%	-11,7%	-3,9%	5,9%	-6,1%	1,7%	10,8%
Motéis	-52,2%	-58,4%	-42,5%	-51,8%	-16,7%	-53,4%	-54,0%	-1,1%
Hotéis-apartamentos	13,3%	21,4%	25,7%	17,5%	-6,5%	2,9%	14,5%	5,9%
Aldeamentos turísticos	33,3%	13,4%	23,6%	19,7%	-1,9%	14,5%	45,6%	14,6%
Apartamentos turísticos	4,4%	6,4%	4,2%	2,0%	-1,8%	14,6%	10,6%	5,2%

CAPÍTULO 4 – METODOLOGIA DE ESTUDO

4.1 – Hipóteses de Estudo

As teorias financeiras da estrutura de capital fornecem o enquadramento teórico para a formulação de hipóteses sobre os determinantes. Acresce que a investigação empírica também contribui para reforçar o conhecimento da temática do modo como as empresas se financiam. À semelhança de outros estudos empíricos, nomeadamente de alguns realizados no âmbito do setor hoteleiro, neste estudo serão investigados no contexto das empresas portuguesas hoteleiras os seguintes determinantes: valor da garantia dos ativos, rendibilidade, crescimento, dimensão, poupança fiscal não associada à dívida e reputação.

Valor da garantia dos ativos

No âmbito da teoria do *trade-off* existem opiniões divergentes, quanto à relação entre o valor da garantia dos ativos e o nível de endividamento. Enquanto, Jensen e Meckling (1976), Myers (1977) e Myers (1993) defenderam uma relação positiva, com base em argumentos de agência e de informação assimétrica, DeAngelo e Masulis (1980) defenderam uma relação negativa, atendendo ao efeito das depreciações.

Os ativos tangíveis que servem de garantia para o financiamento das empresas reduzem os problemas de agência com os credores e diminuem os custos de agência e risco de crédito (Degryse *et al.*, 2012). Degryse *et al.* (2012) mencionam que a assimetria de informação é particularmente relevante para as PME, pois estas são mais opacas do que as grandes empresas. As empresas que possuem ativos fixos com um valor de garantia mais elevado terão acesso mais fácil ao financiamento externo e um maior nível de endividamento do que as empresas que possuem ativos fixos com valores de garantia mais baixos (Michaelas *et al.*, 1999).

Seguindo, Degryse *et al.* (2012) e Koksál e Orman (2015), propõem-se as seguintes relações entre o valor da garantia dos ativos e o nível de endividamento:

Hipótese 1a: O valor da garantia dos ativos está positivamente associado com a dívida total.

Hipótese 1b: O valor da garantia dos ativos está negativamente associado com a dívida de curto prazo.

Hipótese 1c: O valor da garantia dos ativos está positivamente associado com a dívida de longo prazo.

Rendibilidade

À luz da teoria do *trade-off*, DeAngelo e Masulis (1980) e Jensen (1986) defenderam que a rendibilidade está positivamente associada com o nível de endividamento, com base em argumentos de benefícios fiscais não associados à dívida e de agência, respetivamente. No âmbito da teoria da *pecking order* Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) defenderam uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível de endividamento.

As empresas mais rendíveis financiam-se através de resultados retidos, e se estes forem insuficientes, as empresas optarão por dívida (Myers, 1984). As empresas que têm níveis de rendibilidade superiores terão maior nível de recursos internos e uma menor necessidade de recorrer ao endividamento (Myers, 1984).

Seguindo Michaelas *et al.* (1999), Matias (2000), Cassar e Holmes (2003) e Koksal e Orman (2015), sugerem-se as seguintes relações entre a rendibilidade e o nível de endividamento:

Hipótese 2a: A rendibilidade está negativamente associada com a dívida total.

Hipótese 2b: A rendibilidade está negativamente associada com a dívida de curto prazo.

Hipótese 2c: A rendibilidade está negativamente associada com a dívida de longo prazo.

Crescimento

As duas teorias são contraditórias quanto à relação entre o crescimento e o nível de endividamento: a teoria do *trade-off* pressupõe uma relação negativa, enquanto a teoria da *pecking order* prevê uma relação positiva.

A propensão dos empresários para assumirem riscos perante oportunidades de crescimento elevadas gerará custos de agência que se refletirão em custos de endividamento (Myers, 1977).

Seguindo Michaelas *et al.* (1999), propõem-se as seguintes relações entre o crescimento e o nível de endividamento:

Hipótese 3a: O crescimento está positivamente associado com a dívida total.

Hipótese 3b: O crescimento está positivamente associado com a dívida de curto prazo.

Hipótese 3c: O crescimento está positivamente associado com a dívida de longo prazo.

Dimensão

No âmbito da teoria do *trade-off*, Scott (1976) defendeu que a dimensão da empresa está positivamente associada com o nível de endividamento.

As empresas de maior dimensão têm ativos e resultados mais elevados do que as empresas de menor dimensão, que poderão ser utilizados como garantia de crédito (Scott, 1976). Os problemas de assimetria de informação entre os agentes externos e internos são particularmente severos nas empresas de pequena dimensão devido à fraca qualidade da informação financeira (Lopez-Gracia e Aybar-Arias, 2000).

Seguindo Cassar e Holmes (2003), Degryse *et al.* (2012) e Koksall e Orman (2015), sugerem-se as seguintes relações entre a dimensão da empresa e o nível de endividamento:

Hipótese 4a: A dimensão da empresa está positivamente associada com a dívida total.

Hipótese 4b: A dimensão da empresa está positivamente associada com a dívida de curto prazo.

Hipótese 4c: A dimensão da empresa está positivamente associada com a dívida de longo prazo.

Poupança fiscal não associada à dívida

À luz da teoria do *trade-off*, DeAngelo e Masulis (1980) defenderam que a poupança fiscal não associada à dívida está negativamente associada com o nível de endividamento.

DeAngelo e Masulis (1980) defenderam a existência de uma poupança fiscal não associada à dívida proveniente de depreciações e amortizações, de crédito fiscal para o investimento e de contribuições para fundos de pensões. As empresas com um nível elevado de poupanças fiscais não associadas à dívida têm um nível baixo de endividamento.

Seguindo DeAngelo e Masulis (1980), propõem-se as seguintes relações entre a poupança fiscal não associada à dívida e o nível de endividamento:

Hipótese 5a: A poupança fiscal não associada à dívida está negativamente associada com a dívida total.

Hipótese 5b: A poupança fiscal não associada à dívida está negativamente associada com a dívida de curto prazo.

Hipótese 5c: A poupança fiscal não associada à dívida está negativamente associada com a dívida de longo prazo.

Reputação

A teoria da *pecking order* prevê uma relação negativa entre a reputação da empresa e o nível de endividamento.

As empresas já instaladas no mercado tendem a ser mais rentáveis, credíveis e diversificadas do que as empresas mais jovens, pelo que poderão apresentar uma menor probabilidade de falência (Cole, 2013). As empresas mais velhas acumulam maiores níveis de fundos próprios, o que leva a uma menor necessidade de recorrer ao endividamento (Cole, 2013).

Seguindo Michaelas *et al.* (1999), propõem-se as seguintes relações entre a reputação da empresa e o nível de endividamento:

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

Hipótese 6b: A reputação da empresa está negativamente associada com a dívida de curto prazo.

Hipótese 6c: A reputação da empresa está negativamente associada com a dívida de longo prazo.

4.2 – Base de Dados, Amostra e Variáveis

Os dados utilizados neste estudo foram obtidos através da base de dados Amadeus. Esta base de dados tem informação financeira de empresas europeias e é disponibilizada por Bureau Van Dijk. As empresas que compõem a amostra do presente estudo satisfazem as condições de PME previstas na Recomendação da Comissão Europeia 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003. As PME satisfazem os seguintes critérios: menos de 250 trabalhadores e volume de negócios menor ou igual a 50 milhões de euros ou balanço total anual menor ou igual a 43 milhões de euros.

A amostra é constituída por 900 PME da indústria hoteleira portuguesa do período compreendido entre 2009 e 2013, pelo que se obteve um total de 4.500 observações. O software estatístico utilizado para a estimação dos modelos de dados em painel foi o Stata.

A estrutura de capital das PME hoteleiras portuguesas é medida através de três variáveis dependentes: o endividamento total, o endividamento de curto prazo e o endividamento de longo prazo. E como variáveis independentes considerou-se: o valor da garantia dos ativos, a rendibilidade, o crescimento, a dimensão, a poupança fiscal não associada à dívida e a reputação. No quadro 26 são apresentadas as variáveis dependentes e independentes e a fórmula de cálculo das variáveis utilizadas no presente estudo.

Quadro 26 – Variáveis Dependentes e Independentes

Variáveis	Definição	Fórmula
Dependentes:		
$ET_{i,t}$	Endividamento Total	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$
$ECP_{i,t}$	Endividamento de Curto Prazo	$\frac{\text{Passivo de Curto Prazo}}{\text{Ativo Total}}$
$ELP_{i,t}$	Endividamento de Longo Prazo	$\frac{\text{Passivo de Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$
Independentes:		
$VGA_{i,t}$	Valor da garantia dos ativos	$\frac{\text{Ativo Tangível}}{\text{Ativo Total}}$
$Rend_{i,t}$	Rendibilidade	$\frac{\text{RAJI}}{\text{Ativo Total}}$
$Cresc_{i,t}$	Crescimento	$\frac{(\text{Ativo Total}_{i,t} - \text{Ativo Total}_{i,t-1})}{\text{Ativo Total}_{i,t-1}}$
$Dim_{i,t}$	Dimensão	Logaritmo decimal das vendas
$PF_{i,t}$	Poupança fiscal não associada à dívida	$\frac{\text{Depreciações do exercício}}{\text{Ativo Total}}$
$Rep_{i,t}$	Reputação	ln do número de anos de vida da empresa

4.3 – Modelos de Dados em Painel

Para testar o poder explicativo que as variáveis independentes têm sobre as variáveis dependentes, a estimação dos dados da amostra foi efetuada recorrendo a modelos de regressão linear múltipla de dados em painel, durante o período de 2009-2013. Os modelos de dados em painel têm algumas vantagens comparativamente aos modelos para dados seccionais. Segundo Marques (2000), uma das vantagens dos modelos de dados em painel é de permitir relevar a heterogeneidade individual. Certas características podem ou não ser constantes ao longo do tempo, de tal forma que os estudos seccionais que não tenham em conta tal heterogeneidade produzirão resultados fortemente enviesados. Os modelos de dados em painel trabalham com uma maior quantidade de informação e maior número de graus de liberdade. Conduzem a maior eficiência na estimação. O modelo de regressão linear múltipla de dados em painel utilizado no estudo é o seguinte:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + \alpha_i + \mu_{it}, \quad i = 1, \dots, 900, \quad t = 2009, \dots, 2013$$

Onde:

X_{it} é $1 \times K$, podendo conter variáveis observáveis que se alteram ao longo de i mas não de t , variáveis que se alteram ao longo de t mas não de i e variáveis que se alteram ao longo de i e de t ;

α_i mede o efeito individual não observado;

μ_{it} representa o erro idiossincrático, variando ao longo de i e de t .

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

- O teste White tem como hipótese nula a variância constante e é aplicado à regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários (Pooled OLS).
- O teste Wald Modificado tem como hipótese nula $\sigma_i^2 = \sigma^2$ e testa a heterocedasticidade entre as empresas no modelo de efeitos fixos.

- O teste LM analisa a relevância dos efeitos individuais das empresas para verificar se o modelo mais adequado para testar o poder explicativo do endividamento das empresas da indústria hoteleira é a regressão de dados em painel ou a regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários (Pooled OLS).
- O teste de Hausman faz uma comparação entre o modelo de dados em painel de efeitos fixos e aleatórios. O modelo de dados em painel de efeitos fixos admite que os efeitos individuais das empresas encontram-se correlacionados com as variáveis independentes, enquanto o modelo de dados em painel de efeitos aleatórios admite que os efeitos individuais das empresas não se encontram correlacionados com as variáveis independentes.

O teste F é um teste de significância conjunta dos coeficientes específicos das empresas estimados e é distribuído em $N(0,1)$ sob a hipótese nula de ausência de relação.

Aplicados os testes, conclui-se que o modelo dos efeitos fixos é o mais adequado.

CAPÍTULO 5 – APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS E SUA DISCUSSÃO

5.1 – Estatísticas Descritivas

As estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes são apresentadas no quadro 27. Observa-se que, em termos médios, o endividamento total das PME do presente estudo representa 49,31%, o endividamento de curto prazo (25,43%) e o endividamento de longo prazo (23,88%).

Os ativos tangíveis das empresas da amostra representam, em média, 54,17% do ativo total. As PME hoteleiras portuguesas apresentam, em média, uma rentabilidade muito fraca de 1,63%. As empresas da amostra apresentam, em média, uma taxa de crescimento do ativo total de 10,08%, com efeito verificou-se um crescimento de 8,8% na capacidade de alojamento no período em estudo. A dimensão média das empresas da amostra é de 346,4 milhares de euros e a dimensão máxima é de 30.542,2 milhares de euros. As empresas do presente estudo apresentam um número médio de 20 trabalhadores. As depreciações do exercício atingem, em média, 5,57% do ativo total. As PME hoteleiras portuguesas apresentam uma idade média de, aproximadamente, 18 anos sendo que a empresa mais velha tem 103 anos. Observando os valores dos desvios padrões, verifica-se uma forte dispersão nos valores da variável crescimento.

Quadro 27 – Estatísticas Descritivas

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão
ET_{i,t}	4.500	0,4931	0,2799
ECP_{i,t}	4.500	0,2543	0,2412
ELP_{i,t}	4.500	0,2388	0,2588
VGA_{i,t}	4.500	0,5417	0,3175
Rend_{i,t}	4.500	0,0163	0,1356
Cresc_{i,t}	4.500	0,1008	2,4869
Dim_{i,t}	4.500	2,5396	0,6677
PF_{i,t}	4.500	0,0557	0,0434
Rep_{i,t}	4.500	2,8997	0,7494

5.2 – Matriz de Correlações

O quadro 28 apresenta os resultados da matriz de correlações entre as variáveis dependentes e independentes do presente estudo. Verifica-se que a variável valor da garantia dos ativos está correlacionada positivamente, a um nível de significância de 1%, com o endividamento total e o endividamento de longo prazo. A variável rentabilidade está correlacionada negativamente, a um nível de significância de 1%, com o endividamento total e de longo prazo e está correlacionada negativamente com o endividamento de curto prazo, a um nível de significância de 5%. Relativamente à variável crescimento está correlacionada positivamente, a um nível de significância de 10%, com o endividamento de longo prazo. A variável dimensão está correlacionada positivamente com as variáveis dependentes, a um nível de significância de 1%. Relativamente à variável poupança fiscal não associada à dívida está correlacionada positivamente com o endividamento de curto prazo e negativamente com o endividamento de longo prazo, a um nível de significância de 1%. A variável reputação está correlacionada negativamente, a um nível de significância de 1%, com o endividamento total, de curto prazo e de longo prazo. Verifica-se que as correlações entre as variáveis independentes são inferiores a 30%, o que indicia não existirem problemas de multicolinearidade.

Quadro 28 – Matriz de Correlações

	$ET_{i,t}$	$ECP_{i,t}$	$ELP_{i,t}$	$VGA_{i,t}$	$Rend_{i,t}$	$Cresc_{i,t}$	$Dim_{i,t}$	$PF_{i,t}$	$Rep_{i,t}$
$ET_{i,t}$	1,0000								
$ECP_{i,t}$	0,5149***	1,0000							
$ELP_{i,t}$	0,6015***	-0,3751***	1,0000						
$VGA_{i,t}$	0,2480***	-0,0036	0,2716***	1,0000					
$Rend_{i,t}$	-0,0761***	-0,0331**	-0,0514***	-0,0961***	1,0000				
$Cresc_{i,t}$	0,0226	-0,0016	0,0259*	0,0115	0,0310**	1,0000			
$Dim_{i,t}$	0,2017***	0,1080***	0,1174***	0,2031***	0,1167***	-0,0248*	1,0000		
$PF_{i,t}$	0,0137	0,0692***	-0,0496***	0,1907***	-0,0416***	-0,0398***	-0,0541***	1,0000	
$Rep_{i,t}$	-0,2589***	-0,1635***	-0,1277***	-0,1281***	-0,0719***	-0,0786***	0,0147	-0,0991***	1,0000

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

5.3 – Determinantes da Estrutura de Capital

Neste ponto apresentam-se os resultados das relações entre o endividamento e os determinantes da estrutura de capital das PME hoteleiras portuguesas.

5.3.1 – Determinantes do Endividamento Total

Os resultados da estimação do modelo, considerando como variável dependente o endividamento total são apresentados no quadro 29.

Quadro 29 – Determinantes do Endividamento Total

Variáveis Independentes	Efeitos fixos
$VGA_{i,t}$	0,12123***
$Rend_{i,t}$	-0,21470***
$Cresc_{i,t}$	-0,00066
$Dim_{i,t}$	0,00899
$PF_{i,t}$	-0,35974**
$Rep_{i,t}$	-0,07582***
$Cons_{i,t}$	0,64807***
Observações	4.500
R^2	0,0854
F	12,63***
Wald Modificado (χ^2)	5,2e+07***
Hausman (χ^2)	27,64***

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

O resultado do teste F, para um nível de significância de 1%, mostra que rejeita-se a hipótese nula de ausência de relação entre as variáveis independentes e o endividamento total. O resultado do R^2 é relevante, comparativamente com outros estudos empíricos, pelo que pode-se concluir que as variáveis independentes explicam em parte o endividamento total das PME do presente estudo.

O resultado do teste Wald Modificado é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, ou seja, rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade.

O resultado do teste Hausman é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, ou seja, rejeita-se a hipótese nula de ausência de correlação entre os efeitos individuais não observáveis e as variáveis independentes. Pode-se concluir que a forma mais adequada de proceder à análise da relação entre o endividamento total das PME do presente estudo e as variáveis independentes é o modelo de dados em painel de efeitos fixos.

O determinante valor da garantia dos ativos apresentou uma relação positiva com o endividamento total, a um nível de significância de 1%, pelo que não se rejeita a hipótese 1a. A relação entre o determinante rendibilidade e o endividamento total é negativa, a um nível de significância de 1%, pelo que não se rejeita a hipótese 2a. As relações dos determinantes crescimento e dimensão com o endividamento total não são estatisticamente significativas. Identificou-se uma relação negativa entre o determinante poupança fiscal não associada à dívida e o endividamento total, a um nível de significância de 5%, pelo que não se rejeita a hipótese 5a. O determinante reputação apresentou uma relação negativa com o endividamento total, a um nível de significância de 1%, pelo que não se rejeita a hipótese 6a.

5.3.2 – Determinantes do Endividamento de Curto Prazo

Os resultados da estimação do modelo, considerando como variável dependente o endividamento de curto prazo são apresentados no quadro 30.

Quadro 30 – Determinantes do Endividamento de Curto Prazo

Variáveis Independentes	Efeitos fixos
VGA_{i,t}	-0,01218
Rend_{i,t}	-0,15935***
Cresc_{i,t}	-0,00174***
Dim_{i,t}	0,01985
PF_{i,t}	-0,09530
Rep_{i,t}	-0,14965***
Cons_{i,t}	0,65255***
Observações	4.500
R²	0,0388
F	9,72***
Wald Modificado (χ^2)	4,1e+07***
Hausman (χ^2)	45,17***

Nota: *** indica um nível de significância de 1%.

O resultado do teste F, para um nível de significância de 1%, mostra que rejeita-se a hipótese nula de ausência de relação entre as variáveis independentes e o endividamento de curto prazo.

O resultado do teste Wald Modificado é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, ou seja, rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade.

O resultado do teste Hausman é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, ou seja, rejeita-se a hipótese nula de ausência de correlação entre os efeitos individuais não observáveis e as variáveis independentes. Pode-se concluir que a forma mais adequada de proceder à análise da relação entre o endividamento de curto prazo das PME hoteleiras portuguesas e as variáveis independentes é o modelo de dados em painel de efeitos fixos.

A relação entre o determinante valor da garantia dos ativos e o endividamento de curto prazo não é estatisticamente significativa. O determinante rendibilidade apresentou uma relação negativa com o endividamento de curto prazo, a um nível de significância de 1%, pelo que não se rejeita a hipótese 2b. Identificou-se uma relação negativa entre o determinante crescimento e o endividamento de curto prazo, a um nível de significância de 1%, pelo que rejeita-se a hipótese 3b. As relações entre o endividamento de curto prazo e os determinantes dimensão e poupança fiscal não associada à dívida não são estatisticamente significativas. Identificou-se uma relação negativa entre o determinante reputação e o endividamento de curto prazo, a um nível de significância de 1%, pelo que não se rejeita a hipótese 6b.

5.3.3 – Determinantes do Endividamento de Longo Prazo

Os resultados da estimação do modelo, considerando como variável dependente o endividamento de longo prazo são apresentados no quadro 31.

Quadro 31 – Determinantes do Endividamento de Longo Prazo

Variáveis Independentes	Efeitos fixos
VGA_{i,t}	0,13340***
Rend_{i,t}	-0,05536***
Cresc_{i,t}	0,00108***
Dim_{i,t}	-0,01085
PF_{i,t}	-0,26443*
Rep_{i,t}	0,07383***
Cons_{i,t}	-0,00448
Observações	4.500
R²	0,0177
F	5,72***
Wald Modificado (χ^2)	4,3e+09***
Hausman (χ^2)	58,80***

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

O resultado do teste F, para um nível de significância de 1%, mostra que rejeita-se a hipótese nula de ausência de relação entre as variáveis independentes e o endividamento de longo prazo.

O resultado do teste Wald Modificado é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, ou seja, rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade.

O resultado do teste Hausman é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, ou seja, rejeita-se a hipótese nula de ausência de correlação entre os efeitos individuais não observáveis e as variáveis independentes. Pode-se concluir que a forma mais adequada de proceder à análise da relação entre o endividamento de

longo prazo das PME do presente estudo e as variáveis independentes é o modelo de dados em painel de efeitos fixos.

O determinante valor da garantia dos ativos apresentou uma relação positiva com o endividamento de longo prazo, a um nível de significância de 1%, pelo que não se rejeita a hipótese 1c. Identificou-se uma relação negativa entre o determinante rendibilidade e o endividamento de longo prazo, a um nível de significância de 1%, pelo que não se rejeita a hipótese 2c. O determinante crescimento apresentou uma relação positiva com o endividamento de longo prazo, a um nível de significância de 1%, pelo que não se rejeita a hipótese 3c. A relação entre o determinante dimensão e o endividamento de longo prazo não é estatisticamente significativa. Identificou-se uma relação negativa entre o determinante poupança fiscal não associada à dívida e o endividamento de longo prazo, a um nível de significância de 10%, pelo que não se rejeita a hipótese 5c. O determinante reputação apresentou uma relação positiva com o endividamento de longo prazo, a um nível de significância de 1%, pelo que rejeita-se a hipótese 6c.

5.4 – Síntese dos Resultados e sua Discussão

No quadro 32, apresenta-se uma síntese dos resultados das relações entre os determinantes da estrutura de capital e o nível de endividamento das PME hoteleiras portuguesas, com base no modelo de dados em painel de efeitos fixos.

Quadro 32 – Síntese dos Resultados

Determinantes da Estrutura de Capital	Endividamento Total		Endividamento de Curto Prazo		Endividamento de Longo Prazo	
	Relação Observada	Hipótese	Relação Observada	Hipótese	Relação Observada	Hipótese
Valor da garantia dos ativos	+	Não rejeita	n.s.		+	Não rejeita
Rendibilidade	-	Não rejeita	-	Não rejeita	-	Não rejeita
Crescimento	n.s.		-	Rejeita	+	Não rejeita
Dimensão	n.s.		n.s.		n.s.	
Poupança fiscal não associada à dívida	-	Não rejeita	n.s.		-	Não rejeita
Reputação	-	Não rejeita	-	Não rejeita	+	Rejeita

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

Os resultados obtidos mostram que o determinante valor da garantia dos ativos está positivamente relacionado com o endividamento total e de longo prazo, pelo que não se rejeitam as hipóteses 1a e 1c. A relação entre o endividamento de curto prazo e o determinante valor da garantia dos ativos não é estatisticamente significativa, pelo que não se pode aceitar a hipótese 1b. A relação prevista entre o determinante valor da garantia dos ativos e o nível de endividamento é idêntica à obtida nos estudos de Degryse *et al.* (2012) e Koksall e Orman (2015). As empresas com maiores valores de garantia expressos através dos seus ativos tangíveis apresentam maior nível de dívida total e de longo prazo, o que está de acordo com ambas as teorias *trade-off* e *pecking order*.

A relação entre o determinante rendibilidade e o endividamento total, de curto prazo e de longo prazo é negativa, pelo que não se rejeitam as hipóteses 2a, 2b e 2c. A relação prevista entre o determinante rendibilidade e o nível de endividamento é idêntica à

obtida nos estudos de Michaelas *et al.* (1999), Matias (2000), Cassar e Holmes (2003) e Koksall e Orman (2015). As empresas com maior nível de rendibilidade tendem a financiar-se com menores níveis de capital alheio, o que vai ao encontro da teoria da *pecking order*.

O determinante crescimento está negativamente relacionado com o endividamento de curto prazo, mas positivamente com o endividamento de longo prazo, pelo que rejeita-se a hipótese 3b mas não se rejeita a hipótese 3c. A relação entre o endividamento total e o determinante crescimento não é estatisticamente significativa, pelo que não se pode aceitar a hipótese 3a. A relação prevista entre o determinante crescimento e o nível de endividamento é idêntica à obtida no estudo de Michaelas *et al.* (1999). As empresas com maior taxa de crescimento de ativos tendem a financiar-se mais com capital alheio de longo prazo e menos com dívida de curto prazo, o que poderá contribuir para o seu equilíbrio financeiro.

A relação entre o determinante dimensão e o nível de endividamento não é estatisticamente significativa. Com base nos resultados obtidos, não se podem aceitar as hipóteses 4a, 4b e 4c. A relação prevista entre o determinante dimensão e o nível de endividamento é idêntica à obtida nos estudos de Cassar e Holmes (2003), Degryse *et al.* (2012) e Koksall e Orman (2015).

Relativamente ao determinante poupança fiscal não associada à dívida, a relação com o endividamento total e de longo prazo é negativa, pelo que não se rejeitam as hipóteses 5a e 5c. A relação entre o endividamento de curto prazo e o determinante poupança fiscal não associada à dívida não é estatisticamente significativa, pelo que não se pode aceitar a hipótese 5b. A relação prevista entre o determinante poupança fiscal não associada à dívida e o nível de endividamento é idêntica à obtida no estudo de DeAngelo e Masulis (1980).

O determinante reputação medido através da idade da empresa está negativamente relacionado com o endividamento total e de curto prazo, mas positivamente com o endividamento de longo prazo, pelo que não se rejeitam as hipóteses 6a e 6b mas rejeita-se a hipótese 6c. A relação prevista entre o determinante reputação e o nível de endividamento é idêntica à obtida no estudo de Michaelas *et al.* (1999). As empresas

mais velhas terão menores níveis de dívida total e de curto prazo, o que poderá indicar que acumulem maiores níveis de fundos próprios e, por conseguinte, terão menores necessidades de capital alheio, conforme previsto pela teoria da *pecking order*. Por sua vez, essas empresas apresentarão maiores níveis de dívida de longo prazo, o que está conforme o previsto pela teoria do *trade-off*. Segundo a qual, empresas mais velhas terão melhor reputação e gerem mais confiança nos credores, o que facilitará a concessão de crédito.

CAPÍTULO 6 – CONCLUSÕES

6.1 – Conclusões do Estudo

O presente estudo tem como principal objetivo estudar os determinantes da estrutura de capital das PME hoteleiras portuguesas.

O estudo de Modigliani e Miller (1958) foi um marco importante no desenvolvimento da investigação teórica e empírica sobre a estrutura de capital. As teorias têm sido testadas através de inúmeros trabalhos empíricos. Neste estudo apresenta-se a revisão de alguns estudos.

A nível da indústria hoteleira, no período 2009-2013, comparando a evolução da capacidade de alojamento e o emprego, observa-se que enquanto a capacidade de alojamento cresceu 8,8%, o emprego diminuiu 3%, o que poderá indiciar um aumento da produtividade do trabalho se, ainda atendermos à evolução positiva do número de dormidas. Em quase todas as regiões o aumento do número de hóspedes e de dormidas superou o acréscimo de capacidade de alojamento, facto que sinaliza uma evolução favorável neste setor de atividade.

No período em análise, é de notar um aumento residual do número de estabelecimentos hoteleiros, mas verificaram-se profundas alterações a nível de tipologia. A evolução do número de estabelecimentos refletiu-se na evolução do número de hóspedes e de dormidas.

Os resultados obtidos no estudo empírico permitem concluir que a teoria do *trade-off* e a teoria da *pecking order* são importantes para explicar a estrutura de capital das PME hoteleiras portuguesas.

No estudo empírico, utilizou-se uma amostra de 900 PME portuguesas, obtida através da base de dados Amadeus para o período compreendido entre 2009 e 2013. A metodologia utilizada no presente estudo foi o modelo de dados em painel. Foram consideradas como variáveis dependentes o endividamento total, o endividamento de

curto prazo e o endividamento de longo prazo. E como variáveis independentes, foram consideradas o valor da garantia dos ativos, a rentabilidade, o crescimento, a dimensão, a poupança fiscal não associada à dívida e a reputação.

O determinante valor da garantia dos ativos apresentou uma relação positiva com o endividamento total e de longo prazo. Os resultados obtidos estão em conformidade com a teoria do *trade-off* e da *pecking order* e permitem validar as hipóteses 1a e 1c. A relação entre o endividamento de curto prazo e o determinante valor da garantia dos ativos não é estatisticamente significativa, pelo que não se pode aceitar a hipótese 1b. Os ativos tangíveis que servem de garantia para o financiamento das empresas reduzem os problemas de agência com os credores e diminuem os custos de agência e risco de crédito.

Identificou-se uma relação negativa entre o determinante rentabilidade e o endividamento total, de curto prazo e de longo prazo, contrariando a teoria do *trade-off*. Com base nos resultados obtidos, não se rejeitam as hipóteses 2a, 2b e 2c. Os resultados obtidos mostram que as empresas mais rentáveis financiam-se através de resultados retidos.

O determinante crescimento apresentou uma relação negativa com o endividamento de curto prazo e uma relação positiva com o endividamento de longo prazo. Os resultados obtidos corroboram a teoria do *trade-off* e a teoria da *pecking order*. Pode-se considerar válida a hipótese 3c e rejeitar a hipótese 3b. A relação entre o endividamento total e o determinante crescimento não é estatisticamente significativa, pelo que não se pode aceitar a hipótese 3a.

O determinante dimensão e o nível de endividamento das PME em estudo não têm uma relação estatisticamente significativa, contrariando a teoria do *trade-off*. Com base nos resultados obtidos, não se podem aceitar as hipóteses 4a, 4b e 4c.

Identificou-se uma relação negativa entre o determinante poupança fiscal não associada à dívida e o endividamento total e de longo prazo. Os resultados estão em conformidade com a teoria do *trade-off*. Tendo em consideração os resultados obtidos não se rejeitam as hipóteses 5a e 5c. A relação entre o endividamento de curto prazo e o determinante

poupança fiscal não associada à dívida não é estatisticamente significativa, pelo que não se pode aceitar a hipótese 5b.

O determinante reputação apresentou uma relação negativa com o endividamento total e de curto prazo e uma relação positiva com o endividamento de longo prazo. Com base nos resultados obtidos podem-se considerar como válidas as hipóteses 6a e 6b, e rejeita-se a hipótese 6c. Os resultados mostram que as empresas mais velhas acumulam maiores níveis de fundos próprios, o que leva a uma menor necessidade de recorrer ao endividamento.

Por último, estabelecendo a comparação com os estudos aplicados na indústria hoteleira, é de salientar que a relação positiva entre o valor da garantia dos ativos e o endividamento de longo prazo foi também encontrada nos estudos de empresas hoteleiras dos E.U.A. de Upneja e Dalbor (2001) e de Tang e Jang (2007).

A rendibilidade das empresas tem uma relação negativa com o endividamento total, tal como nos estudos de Karadeniz *et al.* (2009) numa amostra de 5 empresas turcas do setor hoteleiro e de Devesa e Esteban (2011) que investigaram uma amostra de 7.984 observações de empresas hoteleiras espanholas. O determinante rendibilidade está relacionado negativamente com o endividamento de longo prazo, tal como no estudo de Baptista (1997) que estudou uma amostra de 46 sociedades anónimas portuguesas do setor hoteleiro.

O crescimento do ativo está relacionado positivamente com o endividamento de longo prazo, tal como no estudo de Baptista (1997).

A relação estatisticamente não significativa entre a dimensão e o nível de endividamento das empresas estudadas também foi encontrada nos estudos de Baptista (1997), Upneja e Dalbor (2001) e Karadeniz *et al.* (2009).

Por sua vez, o determinante poupança fiscal não associada à dívida tem uma relação negativa com o endividamento de longo prazo, tal como no estudo de Upneja e Dalbor (2001).

6.2 – Limitações do Estudo

O presente estudo tem algumas limitações. Para investigações futuras sobre a estrutura de capital das empresas hoteleiras, poderão introduzir-se outras variáveis explicativas no sentido de obter modelos que melhor explicam a estrutura financeira das empresas. Seria enriquecedor para este estudo utilizar uma amostra de PME a nível da União Europeia, e assim proceder a uma comparação entre as empresas hoteleiras dos vários países.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco de Portugal, www.bportugal.pt

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

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

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

Cole, R. (2013), What Do We Know about the Capital Structure of Privately Held US firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance, *Financial Management*, vol.45, pp.777-813.

Dalbor, M., Kim A. e Upneja A. (2004), An Initial Investigation of Firm Size and Debt use by Small Restaurant Firms, *The Journal of Hospitality Financial Management*, vol.12, nº1, pp.41-48.

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

Degryse, H., Goeij, P. e Kappert, P. (2012), The Impact of Firm and Industry Characteristics on Small Firm's Capital Structure, *Small Business Economics*, vol.38, pp.431-447.

Devesa, M. e Esteban, L. (2011), Spanish Hotel Industry: Indebtedness Determinants, *Applied Economics*, vol.43, pp.4227-4238.

Durand, D. (1952), Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement, *Conference on Research on Business Finance*, vol. 0-87014-194-5, pp.215-262.

INE (2014), Empresas em Portugal 2012, *Estatísticas Oficiais*.

INE (2014), *Estatísticas do Turismo 2013*.

INE (2014), www.ine.pt

Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol.76, nº2, pp.323-329.

- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.3, nº4, pp.305-360.
- Karadeniz, E., Kandir, S., Balcilar M. e Onal Y. (2009), Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, vol.21, nº5, pp.594-609.
- Koksal B. e Orman C. (2015), Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Developing Economy, *Small Business Economics*, vol.44, pp.255-282.
- Leland, H. E. e Pyle, D. H. (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, vol.32, nº2, pp.371-387.
- López-Gracia, J. e Aybar-Arias, C. (2000), An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies, *Small Business Economics*, vol.14, pp.55-63.
- López-Gracia, J. e Sogorb-Mira, F. (2008), Testing *Trade-Off* and *Pecking-Order* Theories Financing SME's, *Small Business Economics*, vol.31, pp.117-136.
- Matias, F. (2000), *Estrutura de Capital e Especificidade dos Ativos*, Tese de Doutorado não publicada do Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- Marques, L. (2000), *Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: Revisão de Literatura*, Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão (CEMPRE), Faculdade de Economia do Porto.
- Michaelas, N., Chittenden, F. e Poutziouris, P. (1999), Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SME's: Empirical Evidence from Company Panel Data, *Small Business Economics*, vol.12, pp.113-130.
- Miller, M. H. (1977), Debt and Taxes, *Journal of Financial Economics*, vol.32, nº2, pp.261-275.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, vol.48, nº3, pp.261-297.
- Modigliani, F. e Miller, M. H. (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, vol.53, nº3, pp.433-443.
- Mota, A. G. e Custódio, C. (2008), *Finanças da Empresa*, 4ªed., Bnomics.
- Myers, S. C. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, vol.5, pp.147-175.
- Myers, S. C. (1984), The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, vol.39, nº3, pp.575-592.

- Myers, S. C. (1993), Still Searching for Optimal Capital Structure, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.6, n°1, pp.4-14.
- Myers, S. C. e Majluf, N. S. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have, *Journal of Financial Economics*, vol.13, n°2, pp.187-221.
- Nunes, P. e Serrasqueiro, Z. (2007), Capital Structure of Portuguese Service Industries: A Panel Data Analysis, *The Service Industries Journal*, vol.27, n°5, pp.549-561.
- Ross, S. A. (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, vol.8, pp.23-40.
- Scott, J. H. (1976), A Theory of Optimal Capital Structure, *The Bell Journal of Economics*, vol.7, pp.33-54.
- Serrasqueiro Z. e Caetano A. (2015), *Trade-Off Theory Versus Pecking-Order Theory: Capital Structure Decisions in a Peripheral Region of Portugal*, *Journal of Business Economics and Management*, vol.16, n°2, pp.445-466.
- Tang, C. e Jang S. (2007), Revisit to the Determinants of Capital Structure: A Comparison between Lodging Firms and Software Firms, *International Journal of Hospitality Management*, vol.26, pp.175-187.
- Upneja, A. e Dalbor, M. (2001), The Choice of Long-Term Debt in the Hotel Industry, *The Journal of Hospitality Financial Management*, vol.9, n°1, pp.82-83.
- Vieito, J. P. e Maqueira, C. P. (2010), *Finanças Empresariais*, Escolar Editora.
- Wooldridge, J. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, London.