

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DE
LISBOA



ISCAL

COMO SE FINANCIAM AS EMPRESAS NO SETOR TURÍSTICO
EM PORTUGAL

ALDINA COSTA TAVARES

Lisboa, 29 de Agosto de 2025

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DE
LISBOA

COMO SE FINANCIAM AS EMPRESAS NO SETOR TURÍSTICO
EM PORTUGAL

Aldina Costa Tavares

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários para obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira, realizada sob a orientação científica de Professor Doutor Joaquim António Martins Ferrão.

Constituição do Júri:

Presidente: Prof. Doutor José Nuno Sacadura

Arguente: Prof. Doutor José Carlos Teixeira

Vogal: Prof. Doutor Joaquim Ferrão

Lisboa, 29 de Agosto de 2025

Agradecimentos

Em primeiro lugar, agradeço a Deus, fonte de toda sabedoria e força, por me sustentar nos momentos de dificuldade, iluminar meu caminho e me permitir chegar até aqui. Sem Sua presença constante, este trabalho não teria sido possível.

Agradeço ao meu orientador, Doutor Joaquim Ferrão, por sua dedicação, paciência e orientação firme ao longo de todo o processo. Sua contribuição foi fundamental para a realização desta dissertação.

Sou grata também aos professores e professoras, cujos ensinamentos e reflexões foram essenciais para meu crescimento acadêmico e pessoal.

À minha família, em especial minha Mãe, minha madrinha (Filomena), irmãos e irmãs agradeço pelo apoio incondicional, pelo amor, pela paciência e por acreditarem em mim em todos os momentos.

Aos colegas e amigos que fizeram parte dessa caminhada, deixo meu sincero agradecimento pela parceria, pelo incentivo e pelas trocas enriquecedoras.

Por fim, agradeço às instituições e pessoas que, direta ou indiretamente, contribuíram para que esta dissertação se concretizasse.

Muito obrigada a todos!

Resumo

A decisão acerca da estrutura de capital da empresa é uma decisão de primordial importância, pois influencia todas as atividades das empresas no que se refere à sua gestão financeira.

Neste sentido o presente estudo pretende investigar como se financiam as empresas do sector turístico português nomeadamente restaurantes e hotéis. Assim sendo, é pertinente a abordagem de determinados modelos que relacionam estas variáveis, tais como a teoria de Modigliani e Miller que nos mostra, até que ponto uma empresa deve endividar-se para ter uma estrutura ótima para obter o máximo de vantagem financeira. Após o trabalho destes autores, foram surgindo cada vez mais estudos com o intuito de conseguir chegar a uma estrutura de capital ideal, contudo sem consenso. Assim, surgiram novas teorias, como a teoria do Trade-off, teoria dos Custos de Agência, e teoria da Pecking Order e posteriormente a teoria do Market Timing.

A amostra para o presente estudo foi recolhida através da base de dados Orbis, sendo composta por 5.241 empresas e 31.059 observações empresas-ano, no período compreendido entre 2016 a 2022.

Tendo em conta a análise feita, constatou-se que as empresas do setor turístico, entre 2016 e 2022, combinaram aumentos de capital próprio e dívida de curto para financiar suas operações. O foco pós-pandemia foi no fortalecimento financeiro, com aumento do capital próprio, e uso de dívida de curto prazo para superar desafios imediatos e operacionais, enquanto a dívida de longo prazo permaneceu estável.

Palavras-chave: Estrutura de capital, financiamento, turismo em Portugal.

Abstract

The decision regarding the company's capital structure is a decision of primary importance, as it influences all company activities with regard to their financial management.

In this sense, the present study aims to investigate how companies in the Portuguese tourism sector, namely restaurants and hotels, are financed. Therefore, it is pertinent to approach certain models that relate these variables, such as the theory of Modigliani and Miller that shows us, to what extent a company must take on debt in order to have an optimal structure to obtain maximum financial advantage. After the work of these authors, more and more studies emerged with the intention of achieving an ideal capital structure, but without consensus. Thus, new theories emerged, such as the Trade-off theory, Agency Cost theory, Pecking Order theory and later the Market Timing theory.

The sample for the present study was collected through the Orbis database, consisting of 5,241 companies and 31,059 company-year observations, in the period between 2016 and 2022.

Taking into account the analysis carried out, it appears that companies in the tourism sector between 2016 and 2022 combined increases in equity and short-term debt to finance their operations. The post-pandemic focus was on financial strengthening, increasing equity capital, and using short-term debt to overcome immediate and operational challenges, while long-term debt remained stable.

Keywords: Capital structure, financing, tourism in Portugal

Índice

Resumo.....	5
Abstract	6
Índice de Tabelas	9
Índice de Figuras.....	9
Índice de Abreviaturas	10
1.Introdução.....	11
1.1 Motivações para a realização do estudo.....	11
1.2 Relevância do tema	11
1.3 Objetivos de investigação	13
1.3.1 Objetivo geral.....	13
1.3.2 Objetivos específicos	13
1.4 Problema de Investigação.....	13
1.5 Breve apresentação do estudo.....	14
1.6 Estrutura do trabalho	14
2.Enquadramento teórico	15
2.1 Caracterização do setor do turismo, hotéis e restauração 2016-2022.....	15
2.2 Principais tendências do Turismo em Portugal da atualmente	16
2.3 Estrutura de capital.....	19
2.3.1 Conceito	19
2.3.2 Abordagem tradicional da Estrutura de Capital.....	20
2.4 Modigliani e Miller	21
2.5 Teoria Trade-off.....	23
2.6 Teoria Pecking Order	24
2.7 Teoria Custos de Agência	26
2.8 Market Timing Theory	27

3. Fontes de financiamentos do sector turístico português	28
3.1 Crédito Bancário	28
3.2 Crédito comercial.....	30
3.3 Papel dos subsídios e outros apoios estatais.....	31
3.4 Estudos feitos sobre este tema em Portugal ou no mundo“ Financiamento das empresas turísticas”	32
4. Estudo empírico.....	32
4.1 Apresentação da amostra	32
4.2 Definição das hipóteses.....	33
4.3 Variáveis em estudo.....	33
4.4 Breve análise do sector da restauração e hotelaria	35
4.4.1 Análise da situação das empresas nos seguintes períodos: pré-crise; crise e pós crise-2016 a 2022.....	35
4.5 Análise dos dados-Evolução dos indicadores financeiros.....	35
Figura 3:Fontes de financiamento-Restaurantes e Hotéis	44
4.6 Apresentação do modelo econométrico	46
4.7 Análise e discussão dos resultados	48
4.8 Análise Comparativa - Setores de Hotelaria e Restauração	62
5. Conclusão.....	65
5.1 Limitações do estudo	66
5.2 Sugestões e Recomendações para futuros estudos	66
Referências bibliográficas.....	68

Índice de Tabelas

Tabela 1: Variáveis dependentes.....	33
Tabela 2: Variáveis independentes.....	34
Tabela 3: Ativos correntes.....	35
Tabela 4: Ativos não correntes.....	36
Tabela 5: Fontes de financiamento.....	38
Tabela 6: Regressão modelo efeitos fixos com stand error robustos -hotéis.....	48
Tabela 7: Regressão modelo efeitos fixos com stand error robustos-Restaurantes.....	55

Índice de Figuras

Figura 1: Empréstimos bancários % passivo restauração e hotelaria.....	40
Figura 2: Fornecedores % Passivo.....	42
Figura 3: Fontes de financiamento.....	43
Figura 4: Vendas e serviços.....	44

Índice de Abreviaturas

OMT Organização Mundial do turismo

APB Associação Portuguesa de Banco

INE Instituto Nacional de Estatística

PME Pequenas e médias empresas

BP Banco de Portugal

PME Pequenas e médias empresas

OCDE Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

IAPMEI Instituto de apoio às pequenas e médias empresas e à inovação

UNWTO world tourism organization

ETC Europe travel commission

NFM Necessidades de fundo de maneiio

FC Fluxo de caixa

CP Capital próprio

AI Ativos intangíveis

O_Ativos C Outros ativos correntes

O_Ativos NC Outros ativos não correntes

1.Introdução

Neste primeiro capítulo desta dissertação serão abordados diversos elementos fundamentais que estabelecem as bases para o desenvolvimento do estudo. Primeiramente, é apresentada a motivação que impulsionou a escolha do tema, destacando a relevância do mesmo no contexto académico, profissional e empresarial. A seguir são expostas as questões de investigação, que servem como guia para o trabalho, bem como uma breve apresentação do estudo, oferecendo uma abordagem metodológica do que se pretende investigar. Além disso, serão descritos os objetivos principais especificando o que se pretende alcançar.

Por fim, é apresentada a estrutura da presente dissertação, que explica como o conteúdo será distribuído ao longo dos capítulos.

1.1 Motivações para a realização do estudo

O setor turístico constitui uma das principais alavancas económicas de Portugal, contribuindo significativamente para o PIB e para a geração de emprego. Desempenha um papel fundamental na economia portuguesa e têm um impacto significativo na criação de empregos, no crescimento e desenvolvimento económico do país.

A escolha de um determinado tipo de fonte de financiamento é uma decisão de cabal importância, uma vez que as empresas necessitam destes fundos para se alicerçarem nos mercados de forma a tornarem-se competitivas, para se adequarem às novas exigências desses mercados e se tornarem sustentáveis a longo prazo. Sem financiamento correm o risco de perderem vantagens competitivas e, no limite, colapsarem tendo em conta que com o avanço das tecnologias as empresas terão que acompanhar a evolução do mercado que está cada vez mais exigente e competitivo.

O interesse académico para o estudo, deve-se à necessidade de aprofundar e consolidar os meus conhecimentos adquiridos na área financeira, que durante toda a etapa da minha formação reforçou a minha motivação, sobretudo, por ser um tema de grande relevância e utilidade prática no mundo empresarial.

1.2 Relevância do tema

Empresas necessitam de recorrer a fontes externas de financiamento, como a dívida, para suportar grandes investimentos em ativos fixos, tais como imóveis, equipamentos e

renovação de instalações. Além disso, o fluxo de caixa destas empresas tende a ser afetado pela sazonalidade e por outros fatores específicos da indústria, criando desafios adicionais para a gestão financeira.

Sendo Portugal um país com uma economia altamente dependente do turismo, tem uma forte presença de empresas de hotelaria e restauração. Neste contexto, a forma como estas empresas se financiam, é um tema de grande interesse, tanto para gestores como para investigadores. A compreensão dos fatores que influenciam o nível de endividamento nas empresas deste setor é essencial para a tomada de decisões estratégicas.

De acordo com António Guterres, Secretário-Geral das Nações Unidas, o turismo tornou-se um dos pilares mais importantes da economia, melhorando milhões de vidas humanas (Organização Mundial do Turismo, 2018). Portugal nos últimos cinco anos, “o contexto e a dinâmica do turismo transformaram radicalmente a atividade e por sua vez a economia portuguesa” (Turismo de Portugal, 2019, p.1).

A relevância deste estudo também se evidencia pelo facto do setor de estudo, ser de crucial importância para dinamização da economia portuguesa, pelo enorme volume de emprego.

Com o aumento da competitividade global, as empresas turísticas enfrentam desafios constantes para se manterem competitivas, inovadoras e resilientes a crises, como a pandemia de COVID-19. O acesso a mecanismos de financiamento adequados torna-se crucial para garantir a sua sustentabilidade, expansão e capacidade de adaptação às novas exigências do mercado, tais como a digitalização e práticas mais sustentáveis.

Além disso, compreender as fontes de financiamento, seja por meio de capitais próprios, empréstimos bancários, apoios governamentais ou fundos europeus, permite identificar oportunidades de melhoria nos mecanismos disponíveis. Portanto, este estudo não apenas contribui para a literatura académica, mas também oferece insights práticos que podem ser utilizados por empresários, investidores e formuladores de políticas públicas para fortalecer o sector turístico em Portugal.

Este estudo também poderá ser um valioso contributo, pois constituirá uma mais-valia no que diz respeito à realidade das empresas do sector turístico em Portugal e permitirá aprofundar o conhecimento no que tange a estrutura de capital e como estas empresas se financiam para garantir o seu crescimento e desenvolvimento no mercado.

1.3 Objetivos de investigação

1.3.1 Objetivo geral

- Analisar os determinantes do financiamento por dívida em empresas de hotelaria e restauração em Portugal, focando-se em variáveis como ativos fixos, fluxo de caixa e necessidades de fundo de maneio, utilizando um modelo de efeitos fixos aplicado a dados em painel.

1.3.2 Objetivos específicos

Tendo em conta o objetivo geral, propõem-se os seguintes objetivos específicos:

- Analisar as principais fontes de financiamento disponíveis para as empresas de hotelaria e restauração;
- Avaliar a relação entre o fluxo de caixa e o nível de endividamento para essas empresas;
- Analisar o impacto do investimento em ativos fixos no nível de endividamento das empresas de hotelaria e restauração em Portugal;
- Descrever a situação dessas empresas nos períodos: pré-crise; crise e pós- crise;
- Investigar o efeito do aumento do fundo de maneio no endividamento das empresas do sector.

1.4 Problema de Investigação

Neste âmbito, foram elaboradas as seguintes questões de investigação:

- Qual o impacto do investimento em ativos fixos no nível de endividamento das empresas do setor de hotelaria e restauração em Portugal?
- De que forma o fluxo de caixa gerado influencia a necessidade de financiamento por dívida nas empresas de hotelaria e restauração?
- Qual é a relação entre as necessidades de fundo de maneio e o endividamento no setor de hotelaria e restauração em Portugal?

Com estas questões procuramos examinar os principais fatores que afetam o financiamento por dívida no setor, para fornecer uma compreensão detalhada sobre as dinâmicas de financiamento, específicas para o setor de hotelaria e restauração em Portugal.

1.5 Breve apresentação do estudo

Este estudo visa analisar os determinantes do financiamento por dívida em empresas de hotelaria e restauração em Portugal, ou seja, como se financiam as empresas do sector turístico em Portugal (Restaurantes e hotéis).

Serão analisadas 5.241 empresas retiradas da base de dados Orbis, a que correspondem 31.059 observações, englobando as empresas do setor da hotelaria e restauração, tendo em conta o período 2016 a 2022. Serão analisadas dos dados do balanço, demonstração de resultado para ter uma visão clara da estrutura financeira dessas empresas durante esse período, avaliando assim a sua evolução. Foram excluídos do estudo todos os registos de empresas que apresentavam *missing values* nas seguintes variáveis: total de ativos, total CP, vendas e prestações de serviços. Para uma melhor compreensão serão analisados igualmente os dados dos estudos da central de Balanços produzidos pelo banco de Portugal referente ao ano 2016 a 2022 das micros, médias e grandes empresas relativamente ao sector da hotelaria e restauração para obter uma visão mais abrangente do sector.

Este estudo investiga como restaurantes e hotéis em Portugal financiam as suas operações, analisando fontes tradicionais e alternativas, bem como o impacto da pandemia de COVID-19. Segundo o banco de Portugal, em 2022 este sector tinha 52 519 empresas com volume de negócios num total de 17 554 milhões de euros e empregou cerca de 316 304 pessoas.

Esta pesquisa será fundamentalmente de carácter descritivo e exploratório que conforme, Gil (2008), as pesquisas exploratórias, visam proporcionar maior familiaridade com o problema, com vista a torná-lo mais explícito.

No que diz respeito à metodologia a adotar, esta será de carácter quantitativo, uma vez que será utilizado o modelo de regressões para o tratamento de dados.

1.6 Estrutura do trabalho

O corpo do presente estudo está estruturado e organizado em cinco capítulos:

- I. Introdução - será abordado a motivação, relevância, objetivos e metodologia de estudo;
- II. Enquadramento teórico - apresenta-se a revisão das pesquisas e discussões feitas por outros autores sobre o tema em estudo e são descritas as principais teorias

- explicativas sobre a política de financiamento das empresas e as principais fontes de financiamento utilizadas pelas empresas.
- III. Estudo empírico - apresenta-se o estudo empírico com a definição das hipóteses que serviram de base para a realização deste estudo, bem como a descrição dos dados e da amostra.
 - IV. Discussão e análise dos resultados - faz-se a indicação das variáveis explicativas mais significativas.
 - V. Conclusões - são apresentadas as principais conclusões, limitações e sugestões para futuras investigações.

2. Enquadramento teórico

2.1 Caracterização do setor do turismo, hotéis e restauração 2016-2022

O turismo representa uma parcela significativa do PIB de Portugal, destacando-se como um dos principais motores da economia do país. Foi um dos maiores empregadores, gerando milhares de empregos diretos e indiretos.

Entre 2016 e 2019, o turismo em Portugal experimentou um crescimento constante, impulsionado por uma combinação de estratégias governamentais eficazes, campanhas de marketing bem-sucedidas e um aumento na popularidade de Portugal como destino turístico.

A pandemia de COVID-19 em 2020 trouxe desafios significativos, mas a adaptação e as medidas de apoio governamentais ajudaram na recuperação gradual do setor em 2021 e 2022. A resiliência e a capacidade de inovação das empresas do setor foram fundamentais para superar a crise e preparar-se para um futuro sustentável.

A pandemia de COVID-19, que começou em 2020, teve um impacto devastador no setor turístico global, e Portugal não foi exceção. Houve uma queda acentuada no número de turistas, resultando em perdas significativas de receita. As restrições de viagens, quarentenas e medidas de distanciamento social afetaram duramente as operações das empresas de turismo, hotéis e restauração. A ocupação e as receitas caíram neste período devido à pandemia, com muitos hotéis fechando temporariamente ou operando com capacidade reduzida. A pandemia forçou muitos restaurantes a fechar temporariamente ou a operar apenas com serviços de entrega e takeaway.

Já, em 2021 e 2022, o setor começou a mostrar sinais de recuperação à medida que as restrições de viagem foram gradualmente aliviadas e as campanhas de vacinação avançaram. O governo português implementou várias medidas de apoio financeiro e programas de incentivo para ajudar as empresas turísticas a superar a crise e adaptar-se às novas realidades do mercado. A recuperação foi gradual, com uma melhoria nas taxas de ocupação e receitas, impulsionada pelo turismo doméstico e um retorno gradual dos turistas internacionais. As campanhas de apoio ao consumo local e a flexibilização das restrições ajudaram na recuperação do setor.

O setor hoteleiro em Portugal é diversificado, incluindo hotéis de luxo, resorts, pousadas, alojamentos locais e *hostels*. Alguns dos principais destinos turísticos em Portugal incluem Lisboa, a capital do país, que possui uma arquitetura deslumbrante, uma vida noturna animada e uma gastronomia deliciosa; Porto, cidade famosa pelos seus vinhos do Porto e pelas suas belas pontes sobre o rio Douro e o Algarve, região do sul de Portugal conhecida pelas suas praias de areia dourada e águas cristalinas. No que diz respeito à restauração, Portugal é conhecido pela sua rica gastronomia, que inclui pratos tradicionais como o bacalhau à brás, o cozido à portuguesa e as famosas pastéis de nata. Os restaurantes portugueses oferecem uma grande variedade de opções culinárias, desde comida tradicional até pratos mais modernos e internacionais.

O governo português tem investido cada vez mais na promoção do turismo, criando estratégias de marketing e campanhas promocionais para atrair visitantes de todo o mundo. Além disso, têm sido feitos esforços para melhorar a infraestrutura turística do país, incluindo a modernização dos aeroportos, estradas e transportes públicos, para garantir uma experiência de viagem mais confortável e segura para os turistas.

Em resumo, o turismo em Portugal tem vindo a crescer de forma consistente e promissora, contribuindo significativamente para o crescimento e desenvolvimento económico do país e para a promoção da sua cultura e património a nível internacional.

2.2 Principais tendências do Turismo em Portugal da atualmente

O turista está cada vez mais informado sobre os destinos turísticos e, conseqüentemente, mais exigente. Diante dessa crescente exigência, a oferta turística precisa adaptar-se às necessidades de uma clientela diversa e à intensificação da concorrência, o que obriga os destinos a destacarem o seu caráter único e distintivo (Cunha, 1997, p. 31).

De acordo com a TripWonder, para que Portugal mantenha a hospitalidade de excelência como a sua marca, é essencial acompanhar as principais tendências que moldam o turismo. Além disso, todos os envolvidos na cadeia turística nacional devem focar-se em oferecer um serviço diferenciado, atentos às novidades e tendências globais que influenciam o setor.

➤ **Pagamentos mais móveis e digitais**

Os pagamentos *contactless* emergem como uma das principais tendências no setor de turismo em Portugal. Em resposta às exigências do mercado, o Governo e o Banco de Portugal estabeleceram, entre outras diretrizes, a obrigatoriedade de integração dessa tecnologia em todos os cartões emitidos no país. Como resultado, os pagamentos *contactless* têm adquirido uma importância crescente na faturação de negócios em diversos setores, incluindo o turismo.

De acordo com REDUNIQ Insights, ao final de 2022, os pagamentos realizados por meio de Terminais de Pagamento Automático (TPA) com tecnologia *contactless* representavam 56% do total de faturação dos negócios associados ao sistema REDUNIQ. Esse percentual representa um aumento de 10% em relação a 2021 e de 31% em comparação a 2020. Essa evolução evidencia a necessidade de que os estabelecimentos turísticos adaptem os seus métodos de pagamento às preferências dos clientes, oferecendo soluções que estejam alinhadas com os hábitos contemporâneos de consumo.

➤ **Diminuição de Reservas “Last Minute”**

Atualmente, observa-se uma tendência crescente entre os consumidores de preparar e reservar as suas estadias com maior antecedência, visando reduzir os gastos e obter preços mais competitivos. Esse comportamento reflete uma diminuição nas reservas de última hora ("*last minute*") e é complementado pelo aumento das reservas para grupos e das viagens destinadas ao trabalho remoto, ou "*anywhere office*". Desde a pandemia, essa última prática tem se disseminado globalmente, indicando uma mudança significativa nas preferências e nas necessidades dos viajantes.

➤ **Turismo rural e de natureza**

Portugal tem se afirmado como um destino de destaque para os entusiastas da natureza e do turismo rural. A crescente demanda por experiências autênticas e afastadas dos centros urbanos tem impulsionado o turismo em várias regiões do país, incluindo o Alentejo, a Serra da Estrela e o Norte de Portugal. Essas áreas têm atraído visitantes em busca de

contacto direto com a natureza e experiências que fogem do ambiente urbano, consolidando Portugal como um importante destino para o turismo de natureza e rural.

➤ **Turismo gastronómico**

A gastronomia portuguesa tem ganhado destaque internacional nos últimos anos, com pratos tradicionais como o bacalhau, o pastel de nata e o vinho do Porto conquistando cada vez mais admiradores. O turismo gastronómico em Portugal tem sido cada vez mais impulsionado pela busca por experiências culinárias autênticas e pela valorização dos produtos locais.

➤ **Personalização da experiência turística e bons preços**

Atualmente, os turistas buscam viagens e experiências que não apenas correspondam às suas preferências individuais, mas também se ajustem ao seu orçamento. Muitos estão dispostos a pagar um valor mais alto, desde que a experiência oferecida justifique o custo.

Portanto, é crucial que os negócios ligados ao turismo em Portugal se empenhem em compreender profundamente seus clientes, bem como as suas necessidades e expectativas. Oferecer estadias que atendam a essas expectativas é fundamental para aumentar as oportunidades de fidelização e a probabilidade de retorno dos clientes.

➤ **Nómadas digitais e *Bleisure***

O número de nómadas digitais continua a aumentar e o *bleisure* (tipo de turismo onde as viagens de negócios se estendem para experiências de lazer) é cada vez mais frequente entre as empresas, que veem nesta tendência uma oportunidade para valorizarem os seus colaboradores, constitui uma estratégia de valorização dos recursos humanos.

➤ **Turismo mais sustentável – Ecoturismo e turismo espiritual**

Apesar da maior propensão para viajar, a sustentabilidade das viagens está cada vez mais presente, obrigando a que, em 2023, os negócios ligados ao Turismo em Portugal procurem oferecer uma experiência mais sustentável a nível social e ambiental. O *slow travel* e o ecoturismo são tendências que já vêm dos anos anteriores e que continuam a ganhar espaço em 2023, mas o “turismo espiritual é, definitivamente, a tendência” de 2023, conforme a TripWonder. A necessidade de manter uma mente e um corpo são está a levar muitos viajantes a procurar experiências espirituais imersivas e, por vezes, pouco convencionais. As viagens de *mindfulness* e meditação e a procura por retiros espirituais estão, sem dúvida, a ganhar peso no panorama internacional”.

2.3 Estrutura de capital

2.3.1 Conceito

A estrutura de capital é uma das áreas mais complexas do planeamento financeiro das empresas, visto que, envolve decisões sobre as proporções de financiamento por meio capital próprio e de terceiros, tanto a curto quanto a longo prazo.

Segundo Silva(2012), a estrutura de capital está relacionada com a escolha das diferentes fontes de financiamento disponíveis para as empresas atenderem às suas necessidades financeiras. O grande desafio é encontrar uma estrutura de capital ótima quando o objetivo é minimizar o custo total do financiamento e maximizar o valor acionista.

Na perspectiva de Oliveira (2012) o estudo sobre estrutura de capital em PMEs tem sido relevante porque neste tipo de empresas o financiamento tem sido caracterizado por informações, altos custos de transação e de agência, capacidade reduzida de oferecer garantias, risco de exploração devido à fraca diversificação das suas atividades e aos obstáculos no acesso ao mercado.

Conforme Gitman (1997, p. 512), a estrutura de capital é determinada pelo composto de endividamento a longo prazo e capital próprio que uma empresa utiliza para financiar as suas operações. Devido à ligação direta com o valor da empresa, o gestor financeiro deve orientar cuidadosamente a estrutura de capital para proporcionar benefício máximo aos proprietários das empresas. As decisões inadequadas de estrutura de capital podem resultar num elevado custo de capital, o qual tornará mais difícil financiar os investimentos. Boas decisões podem baixar o custo de capital, tornando mais fácil fazer aprova investimentos interessantes que aumentarão a riqueza dos proprietários. Na sua maioria os autores concordam que as decisões sobre o financiamento das empresas são muito importantes, pois a eficiente combinação das diferentes fontes de capital à disposição da empresa leva à redução do custo do seu financiamento e conseqüentemente ao aumento do seu valor.

As teorias de estruturas de capital mais importantes e conhecidas são Teoria do Trade-off, Teoria da Pecking Order e Teoria da Agência, sendo estas que serão abordadas durante esta dissertação.

2.3.2 Abordagem tradicional da Estrutura de Capital

A abordagem tradicional da estrutura de capital sugere que existe uma combinação ótima entre capital próprio e capital de terceiros, capaz de minimizar o custo médio ponderado de capital (WACC) e maximizar o valor da empresa. Diferente da visão de Modigliani e Miller(1958), que inicialmente defendiam a irrelevância da estrutura de capital num mercado perfeito, a abordagem tradicional argumenta que a escolha entre a dívida e capital próprio impacta diretamente o desempenho financeiro e o risco da empresa.

A Teoria Tradicional, citada por David Duran (1952), procura estabelecer a relação entre o grau de endividamento da empresa e o seu valor, analisando como as variações na estrutura financeira afetam o custo do capital.

Essa teoria apresenta duas abordagens principais sobre o impacto do endividamento:

- **Abordagem pelo Lucro Líquido:** Defende que o aumento do endividamento reduz o custo de capital e aumenta o valor da empresa. Assumindo que o endividamento não eleva o risco financeiro, essa abordagem sugere que uma empresa deveria ser financiada com 100% de capitais alheios para maximizar o seu valor (Silva, 1991).
- **Abordagem pelo Lucro Operacional Líquido:** Argumenta que a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa, pois este é determinado pelo seu desempenho operacional e não pela proporção entre capitais próprios e de terceiros.

Os autores Brealey e Myers (1998) apresentam dois argumentos favoráveis à corrente tradicionalista:

- I. Percepção diferenciada do risco pelos investidores – Empresas com endividamento moderado podem obter uma taxa de retorno exigida menor do que empresas altamente endividadas.
- II. Mercado de capitais imperfeito – Ações de empresas com alavancagem financeira são negociadas a preços superiores devido à existência de imperfeições no mercado (Gama, 2000; Rogão, 2006).

A Teoria Tradicional também reconhece falhas no mercado de capitais, sendo afetada por fatores como:

- Assimetria de informação;

- Custos de agência;
- Efeito de sinalização.

Entretanto, essa visão é criticada por sua falta de rigor empírico. Lumbly (1991) argumenta que, embora possa haver um ponto ótimo de endividamento, a teoria tradicional não explica claramente as consequências positivas e negativas desse fenômeno, tanto na maximização da riqueza dos acionistas quanto no custo médio dos capitais.

2.4 Modigliani e Miller

O trabalho pioneiro de Modigliani e Miller (1958) começou por mostrar que o valor de uma empresa será independente da sua estrutura financeira sob certos pressupostos fundamentais. A proposição I de Modigliani & Miller (1958) tem como pressuposto o mercado perfeito, o que leva a supor a ausência de impostos, a inexistência de custo de falência e de custo de transação, onde as empresas apenas emitem dois tipos de títulos: dívida sem risco e ações.

Os autores desta teoria também pressupõem que empresas com o mesmo valor tenham o mesmo risco associado, que a informação é livre e igual entre todos e que o objetivo dos gestores passa por maximizar a riqueza dos acionistas.

De acordo com Modigliani & Miller (1958), empresas idênticas do ponto de vista operacional, têm o mesmo valor independente do modo como financiam o seu capital investido. Além disso, as empresas podem deparar-se com restrições no acesso a recursos externos de financiamento e com custos diferentes para diversas alternativas de financiamento. Sob tais imperfeições do mercado, as empresas tentarão a selecionar níveis de dívida e capital próprio para alcançar uma estrutura de capital ótima.

Mais tarde Modigliani e Miller (1963) considerando o efeito fiscal dos juros, passam a argumentar que a empresa que usa dívida tem mais valor do que a empresa que usa apenas o capital próprio. Desta forma, as empresas tenderão a escolher níveis elevados de endividamento para maximizar benefícios fiscais proporcionados pelo passivo.

Pressupostos da Teoria de Modigliani e Miller

De acordo com Robichek e Myers (1966), a teoria de MM fundamenta-se nos seguintes pressupostos:

- I. **Mercado de capitais perfeito:** todos os investidores têm acesso às mesmas informações e podem negociar ativos sem custos de transação.
- II. **Comportamento racional dos investidores:** os acionistas buscam maximizar a sua riqueza, independentemente da natureza dos títulos financeiros.
- III. **Emissão de apenas dois tipos de títulos:** as empresas financiam-se exclusivamente por meio de ações e obrigações.
- IV. **Expectativas homogêneas dos investidores:** todos os agentes possuem as mesmas previsões sobre a rentabilidade futura da empresa.
- V. **Classes de rendimento equivalente:** as ações de diferentes empresas podem ser agrupadas em conjuntos homogêneos e são perfeitamente substituíveis entre si.

Tendo em consideração o referido anteriormente, os autores criaram 2 proposições que explicam a sua posição face à estrutura de capitais de uma empresa.

Proposição I – Irrelevância da Estrutura de Capital

A Proposição I de MM afirma que o valor de mercado de uma empresa endividada iguala o valor de mercado de uma empresa não endividada. Segundo essa proposição, a estrutura de capital não afeta o valor da empresa, pois qualquer alteração no nível de endividamento seria compensada pelo ajuste no custo do capital próprio. Dessa forma, o valor de uma empresa financiada exclusivamente por capital próprio é equivalente ao valor de uma empresa financiada por uma combinação de capital próprio e dívida.

Essa ideia desafia a visão tradicionalista, que defendia a existência de uma estrutura de capital ótima, na qual uma combinação ideal entre capital próprio e capital alheio permitiria minimizar o CMPC e maximizar o valor da empresa.

Proposição II – Relação entre Endividamento e Custo do Capital

A Proposição II estabelece que o custo do capital próprio é proporcional ao nível de endividamento da empresa. Segundo MM, à medida que a empresa aumenta o seu endividamento, o retorno exigido pelos acionistas cresce para compensar o maior risco financeiro. Dessa forma, o custo total do capital de uma empresa que combina capital próprio e capital alheio é equivalente ao custo do capital de uma empresa totalmente financiada por capital próprio, acrescido de um prêmio de risco financeiro (Brealey et al., 2007).

Ainda segundo MM, o custo da dívida é inferior ao custo do capital próprio, mas ambos aumentam com o crescimento do endividamento. No entanto, esses efeitos são compensados, mantendo inalterado o custo total do capital. Assim, embora a dívida possa ser uma fonte de financiamento mais barata, o aumento do risco financeiro faz com que os acionistas exijam um retorno mais elevado, anulando os benefícios de um maior nível de endividamento.

A teoria de MM representa um avanço significativo na compreensão da estrutura de capital das empresas. No entanto, os seus pressupostos não são inteiramente realistas, uma vez que ignoram fatores como impostos, custos de falência, assimetrias informacionais e restrições ao financiamento. Essas limitações foram posteriormente exploradas por estudos que consideram as imperfeições do mercado, levando ao desenvolvimento de teorias alternativas sobre a estrutura de capital.

2.5 Teoria Trade-off

A teoria do trade-off constitui um dos principais fundamentos da estrutura de capital e defende a existência de um rácio ótimo entre capital próprio e capital alheio, que permite maximizar o valor da empresa. De acordo com esta abordagem, as empresas procuram equilibrar os custos associados à falência com os benefícios decorrentes da emissão de dívida, tais como a poupança fiscal e os ganhos da alavancagem financeira. Assim, a empresa estabelece um nível de endividamento considerado ideal, ajustado continuamente a sua estrutura de capital para otimizar o seu valor no mercado.

Conforme essa teoria, existe um ponto de equilíbrio que determina a estrutura ótima de capital, ou seja, o endividamento deve ser feito até o momento em que o valor presente dos custos decorrentes desse endividamento seja igual ao valor presente dos benefícios gerados por eles (Myers, 1984).

De acordo com a teoria de Myers (1984), o endividamento pode trazer benefícios às empresas, principalmente pelo efeito do benefício fiscal associado ao pagamento de juros. No entanto, essa vantagem deve ser ponderada relativamente aos custos de falência, que emergem quando a empresa enfrenta dificuldades para cumprir os seus compromissos financeiros. A falência financeira ocorre quando a empresa não consegue honrar as suas obrigações junto a terceiros, levando à deterioração do seu valor de mercado.

Os custos de falência representam os encargos decorrentes de dificuldades financeiras, os quais influenciam negativamente o valor da empresa. Quando uma empresa enfrenta uma situação financeira instável, precisa arcar com despesas adicionais que não existiriam num cenário de equilíbrio económico. Brealey et al. (2007) destacam que um aumento no nível de endividamento eleva os custos de falência, reduzindo conseqüentemente o valor da empresa.

Além disso, quanto maior for o endividamento, maior será o risco financeiro associado. Esse aumento no risco leva os investidores a exigirem uma maior remuneração sobre o capital fornecido à empresa, refletindo-se em taxas de juros mais elevadas. Como consequência, a empresa experimenta uma redução no fluxo de caixa disponível e nas suas possibilidades de pagamento, impactando negativamente o seu valor de mercado.

Conforme Matias (2007, p. 120), esta teoria afirma que as empresas devem buscar uma estrutura de capital ótima que maximize os benefícios e minimize os custos do endividamento. O uso do endividamento gera dois efeitos opostos: o benefício fiscal, proporcionado pela dedutibilidade dos juros pagos, e o aumento dos custos relacionados às dificuldades financeiras.

As empresas com um elevado nível de ativos tangíveis, poucas oportunidades de investimento e lucros mais elevados possuem melhores condições para oferecer garantias aos agentes financeiros. Como resultado, conseguem obter financiamento com menores custos associados, o que possibilita um maior nível de endividamento (Brealey et al., 2007). Em contrapartida, empresas com um nível reduzido de ativos tangíveis, oportunidades de investimento mais arriscadas e lucros alinhados com a média do sector tendem a apresentar níveis inferiores de endividamento, devido a maiores custos associados à dívida.

2.6 Teoria Pecking Order

A teoria do Pecking Order, conforme Matias (2007), estabelece uma hierarquia nas fontes de financiamento das empresas, fundamentada na existência de assimetria de informação entre gestores e o mercado. Essa hierarquia visa mitigar os efeitos negativos da assimetria de informação sobre a empresa. Inicialmente, há a preferência pelo financiamento interno, utilizando lucros acumulados e a redução da distribuição de dividendos. A emissão de novas ações é considerada a última alternativa, pois nesse ponto os efeitos da assimetria de informação podem ser mais prejudiciais, levando à subavaliação das ações pelo mercado.

A assimetria de informação ocorre quando os administradores possuem mais informações sobre as perspectivas, risco e valores da empresa do que os investidores externos (Brealey&Myers, 2006, p.349). Essa assimetria pode ser evidenciada por variações nos preços das ações após anúncios feitos pelos gestores.

Segundo essa teoria, os autores defendem a existência de uma hierarquia nas decisões de financiamento, tendo em consideração a assimetria de informação entre os diferentes intervenientes.

Os problemas de agência emergem de interesses conflitantes, nomeadamente, entre acionistas e gestores ou credores. Esses conflitos poderão dar origem a custos, denominados custos de agência. No entanto, segundo esta teoria, os custos de agência podem ser minimizados pelo aumento do endividamento (Gomes, 2012).

A dívida de uma empresa é usada como mecanismo de controlo do oportunismo dos gestores, dado que, existindo maior endividamento, estes possuem menos cash flows disponíveis. Assim, as decisões de investimento tendem a ser tomadas tendo em conta a maximização do valor da empresa para os investidores, pelo que os interesses entre os acionistas e os gestores tendem a alinhar-se. Deste modo, quanto maior for o endividamento, menores serão os custos de agência, permitindo assim um aumento do valor da empresa (Jensen, 1976).

Conforme Myers (1984), considerando a existência dessa ordem de preferência com relação às fontes de recursos financeiros, não há uma meta de endividamento bem definida, uma vez que existem dois tipos de recursos próprios: um interno e outro externo. Um deles posiciona-se no topo da lista de preferência dos gestores e o outro no final, seguindo assim uma hierarquia de preferência. Logo, para minimizar os custos dessa assimetria de informação, as empresas financiam os seus investimentos seguindo uma ordem hierárquica de recursos: recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, por último, emissão de novas ações.

Do ponto de vista daqueles que estão dentro da empresa, os lucros retidos são fonte de fundos imediatamente disponível e isenta de problema relacionados com a assimetria de informação existente entre gestores e investidores. Se os lucros forem insuficientes, será utilizado o financiamento por meio de dívida. Os aumentos de capital serão usados apenas como último recurso. Na perspectiva desta teoria, não há a noção por parte dos gestores de um valor ótimo, para nível de endividamento.

Embora a teoria da *pecking-order* tenha sido justificada pelos seus autores a partir das desigualdades e assimetria de informação, elas também podem ser impulsionadas a partir de considerações fiscais, de agência ou comportamentais.

Segundo Barbosa e Pinho (2016), a Teoria do *trade-off* da Teoria *pecking-order* não são capazes de explicar a heterogeneidade das estruturas de capital que encontramos nas diversas empresas.

2.7 Teoria Custos de Agência

Com base na teoria de *trade-off*, Jensen e Meckling (1976) propõem a teoria da agência. Jensen & Meckling (1976) afirmaram que o problema de agência ocorre quando há uma delegação de poder de decisão a alguém, e há divergência de interesses entre as duas partes, levando o agente a não agir no melhor interesse do principal. Por isso, a decisão da administração pode influenciar o valor da empresa se os interesses de ambas as partes não forem alinhados, uma vez que o gestor escolherá o investimento que maximiza a sua própria utilidade, em vez da opção que poderia beneficiar o valor da empresa.

Os interesses entre acionistas e gestores nem sempre seguem, as mesmas direções. Às vezes surgem conflitos de interesse e refletem diferentes interesses e expectativas. São identificados dois tipos de conflitos: nível de risco e nível de gestão. O primeiro refere-se a acionistas, detentores de títulos e outros credores, enquanto o segundo refere-se a conflitos entre gestores e acionistas (Jensen & Meckling, 1976). No nível de risco, existe um problema potencial de “risco moral” porque o lucro residual é de propriedade dos acionistas após o pagamento dos custos fixos da dívida e a sua responsabilidade é limitado ao capital investido, daí a sua preferência pelo capital de risco, especialmente quando o empresa enfrenta dificuldades financeiras. No nível dos agentes, os gestores podem usar a sua vantagem de usar os recursos da empresa no seu próprio benefício e podem afetar adversamente património dos acionistas (Luzio, 2015).

Para analisar os conflitos, Jensen e Meckling (1976) introduziram o conceito de custos de agência. Os custos de agência podem englobar três elementos: o custo de oportunidade reflete a redução da riqueza quando há divergências entre acionistas e administradores, custos de controlo das atividades dos gestores, como auditoria e outros controlos, e custos de falência e reestruturação da empresa.

No caso das PME, os gestores são muitas vezes também acionistas da empresa, pelo que o conflito de interesses entre gestores e acionistas não é muito preocupante. Em contrapartida, os conflitos de agência entre acionistas e credores financeiros podem representar um sério problema (Oliveira, 2012).

2.8 Market Timing Theory

A teoria do *Market Timing* surge como uma abordagem mais recente dentro da linha de pensamento das finanças comportamentais, tentando superar as limitações das teorias tradicionais da estrutura de capital. Essa teoria centraliza-se no momento da emissão de ações pelas empresas e considera a existência de um mercado imperfeito e ineficiente, permitindo que as empresas consigam financiamento a custo inferior.

A Teoria do *Market Timing* foi formalmente introduzida por Baker e Wurgler(2002) como uma alternativa às teorias clássicas sobre os determinantes da estrutura de capital. Segundo esses autores, a estrutura de capital de uma empresa reflete o resultado acumulado de diversas decisões passadas que visavam aproveitar condições favoráveis do mercado de ações. Assim, gestores emitem novas ações quando percebem que estas estão sobre avaliadas e recompram-nas quando estão subavaliadas, reduzindo o custo do capital próprio e beneficiando os acionistas atuais em detrimento dos futuros investidores.

Segundo esses autores, a estrutura de capital de uma empresa reflete o resultado acumulado de diversas decisões passadas que visavam aproveitar condições favoráveis do mercado de ações. Assim, gestores emitem novas ações quando percebem que estas estão sob reavaliadas e recompram-nas quando estão subavaliadas, reduzindo o custo do capital próprio e beneficiando os acionistas atuais em detrimento dos futuros investidores.

O timing do mercado, uma ideia relativamente antiga, está a ter uma onda renovada de popularidade na literatura académica. Consistente com o comportamento do mercado timing, as empresas tenderão a emitir ações após uma subida do preço das ações.

Baker e Wurgler (2002) argumentam que a estrutura de capital é mais bem entendida como o efeito cumulativo das diversas tentativas anteriores de cronometrar o mercado. A ideia básica é que gestores observam as condições atuais nos mercados de dívida e de ações. Se necessitarem de financiamento, vão utilizar o mercado que no momento lhes parece mais favorável, podendo em determinadas circunstâncias adiar as emissões.

Alternativamente, se as condições numa determinada data lhes parecerem involuntariamente favorável, os fundos podem ser levantados mesmo que a empresa não tenha necessidade deles no momento.

Embora esta ideia pareça plausível, nada diz sobre a maioria dos fatores tradicionalmente considerados em estudos de alavancagem corporativa. No entanto, sugere que os retornos das ações e a dívida, assim como as condições de mercado, desempenharão um papel importante nas decisões sobre a estrutura de capital.

Conclui-se que o *Market Timing* é um processo baseado na utilização de ferramentas analíticas para identificar os momentos mais adequados para atuar no mercado financeiro. Essa abordagem permite o estudo de movimentos passados dos preços visando prever tendências futuras, influenciando significativamente a tomada de decisões na estrutura de capital das empresas.

3. Fontes de financiamentos do sector turístico português

Para haver crescimento nas empresas é essencial o acesso ao financiamento. Ao obterem financiamento, as empresas têm uma maior capacidade de investimento, o que permite gerar crescimento económico. O financiamento das atividades empresariais é realizado mediante o emprego de diferentes tipos de fundos obtidos externamente ou gerados no decurso normal das suas atividades. De forma ampla é possível dividir esses fundos em duas categorias: capital próprio e capital alheio. O financiamento por meio de recursos próprios pode desenvolver-se pela retenção dos seus resultados líquidos(autofinanciamento).

Seguidamente apresentamos diversas fontes de financiamento para empresas do sector turístico.

3.1 Crédito Bancário

Segundo Ross (2018), os empréstimos bancários são uma importante fonte de financiamento de curto prazo para empresas. Eles oferecem acesso rápido a fundos para cobrir necessidades imediatas de caixa e são relativamente fáceis de obter.

Para Myers (1984) o financiamento bancário é a principal fonte de financiamento por capital alheio em pequenas empresas. No entanto, é apenas quando a empresa detém uma

quantidade aceitável de fundos acumulados e ativos tangíveis que o financiamento deste sistema se torna realmente uma opção.

Os empréstimos bancários podem ser de curto prazo; o que envolve o reembolso da dívida até um ano após o empréstimo ou de longo prazo; empréstimos por um período superior a um ano.

Adicionalmente, para Augusto (2014), este tipo de financiamento pode ser aconselhável no âmbito das seguintes condições: expansão de um negócio rentável; financiamento de uma grande aquisição (equipamentos, instalações, etc.); e se a empresa possui grande capacidade de geração de fluxo de caixa.

Pelo contrário, o recurso ao financiamento bancário não é aconselhável quando a empresa está demasiado jovem ou não lucrativa. Nestes casos, existem muitas dificuldades para obter financiamento, porque a relação risco versus retorno não é interessante do ponto de vista do banco. Além disso, mesmo que o empréstimo possa ser obtido devido ao histórico de crédito positivo, podem ser exigidas garantias, bem como taxas de juro demasiado elevadas, que podem ser insuportáveis (Portal das PME, 2017).

O crédito bancário engloba seis elementos: finalidade, prazo, preço, montante, risco e garantias.

A finalidade refere-se ao destino ou utilização que será dada ao montante disponibilizado pelo banco, como, por exemplo, a aquisição de uma habitação ou a compra de um automóvel. O prazo relaciona-se com a duração do pagamento do crédito, o qual não deve ser superior à vida útil do bem adquirido. O preço refere-se ao lucro que o banco terá com o financiamento em questão, ou seja, ao montante de juros e comissões que o cliente terá de pagar por esta operação. O montante diz respeito ao valor do bem que se pretende adquirir e às necessidades do cliente, estando por isso diretamente ligado à finalidade do crédito. O risco corresponde ao prejuízo, embora potencial, que está associado a esta operação de crédito. O risco varia de cliente para cliente, devendo assim ser analisado em pormenor. As garantias estão associadas ao risco e visam garantir a capacidade de cumprimento do contrato por parte do cliente, traduzindo-se numa via alternativa de ressarcimento do credor.

Estes elementos estão interligados, são dependentes uns dos outros e por isso devem ser alvo de uma análise exaustiva, tanto por parte do cliente como por parte da entidade

credora. Cabe a cada parte procurar informação sobre a outra, de forma a salvaguardar os seus interesses e a obter as condições que se considerem mais vantajosas.

3.2 Crédito comercial

O crédito comercial é definido como o fornecimento de crédito pelas empresas aos compradores dos seus produtos (Brennan et al., 1988). De acordo com García-Teruel e Martínez Solano (2010), ele ocorre quando há um diferimento entre a entrega de bens ou prestação de serviços pelo fornecedor (vendedor) e o pagamento pelo cliente (comprador). Esse intervalo representa um investimento em contas a receber por parte do vendedor, que não apenas fornece bens, mas também concede crédito aos seus clientes para impulsionar a sua própria atividade (Burkart e Ellingsen, 2004). Além disso, o crédito comercial serve como uma fonte alternativa de financiamento para o comprador, reduzindo a dependência das instituições de crédito.

Empresas com maior liquidez ou maior acesso a mercados de crédito podem financiar os seus clientes, que, por diferentes razões, podem ter dificuldade no acesso a outras fontes de financiamento.

A utilização do crédito comercial como fonte de financiamento é vantajosa tanto para os fornecedores como para os clientes, pois, ao receberem crédito dos fornecedores, as empresas podem continuar as suas atividades diárias, independentemente das restrições a que possam estar sujeitas no mercado de crédito. Por sua vez, os fornecedores, ao adiarem a cobrança das dívidas, aumentam a probabilidade de reter os seus clientes, e garantem o fluxo de caixa no futuro, podendo também ter benefícios ao nível da gestão financeira, através da redução dos custos de transação.

Conforme os estudos de Van Der Wijst e Hol (2002) sobre o crédito comercial em países europeus, incluindo Portugal, foi concluído que o crédito comercial representa, em média, entre 20% e 25% do total do passivo das empresas, podendo variar de 5% a 80% em alguns casos. Os autores também observaram que empresas de maior dimensão tendem a conceder mais crédito comercial, embora esse resultado não tenha sido significativo em todos os países analisados.

Quando as empresas enfrentam dificuldades para obter financiamento no mercado de capitais, o crédito comercial torna-se uma fonte de financiamento alternativa e acessível. Segundo Schwartz (1974), quando uma empresa fica limitada e constrangida para

financiamentos adicionais junto as instituições financeiras, o crédito comercial passa a ser utilizado como substituto do crédito financeiro. Essas empresas aceitam o crédito comercial, mesmo que ele tenha um custo superior ao do crédito bancário, pois os benefícios obtidos superam os de outras formas de financiamento, ou pode ser, em certos casos, a única fonte de crédito disponível.

3.3 Papel dos subsídios e outros apoios estatais

Segundo a OMT (1998b), o setor público desempenha diversos papéis fundamentais no desenvolvimento do turismo, como a elaboração de políticas, planeamento e investigação, fornecimento de infraestruturas, criação e gestão de atrações e serviços turísticos, promoção, regulamentação do uso do solo e proteção ambiental, promoção da educação e formação, além de garantir saúde e segurança públicas. A intervenção do setor público é essencial em diferentes níveis, nacional, regional e local, devendo atuar de forma interligada para assegurar o sucesso da atividade turística

As políticas públicas desenvolvidas por parte do setor público são definidas com o intuito de efetuar um planeamento eficaz da atividade turística e evitar conflitos e impactos negativos associados a esta indústria.

Para apoiar a recuperação e a transformação do setor do turismo, o relatório da OCDE salienta três pilares de ação principais:

- Fortalecer a colaboração entre governos e o setor privado no apoio à recuperação e à sustentabilidade do turismo futuro;
- Garantir um ecossistema do turismo robusto, estável e resiliente a choques futuros;
- Adotar medidas sustentáveis e transformadoras para promover uma recuperação do turismo verde. No relatório são efetuadas recomendações de medidas de política com vista à recuperação, resiliência e sustentabilidade do turismo.

Tendo um investimento de 6 mil milhões de euros, iniciado em 2021, pretende promover a recuperação do setor do turismo português, com a totalidade das ações alinhadas com o Plano de Recuperação e Resiliência e a Estratégia Portugal 2030. As prioridades do Plano incluem o apoio a empresas, o selo “*Clean and Safe*”, qualificações, digitalização, mobilidade, transição climática e sustentabilidade.

3.4 Estudos feitos sobre este tema em Portugal ou no mundo“ Financiamento das empresas turísticas”

O financiamento das empresas turísticas é um tema de grande relevância tanto em Portugal como no cenário internacional. Vários estudos e relatórios abordam diferentes aspetos do financiamento no setor do turismo, incluindo fontes de financiamento, desafios, e estratégias de crescimento.

1. **World Tourism Organization (UNWTO):** A UNWTO publica relatórios sobre o financiamento do turismo, analisando tendências globais e regionais. Esses relatórios oferecem *insights* sobre práticas de financiamento e recomendações de políticas para governos e empresas.
2. **European Travel Commission (ETC):** A ETC realiza pesquisas sobre o financiamento do turismo na Europa, incluindo estudos de caso sobre diferentes países e a eficácia dos fundos estruturais da UE.
3. **Publicações Académicas:** Artigos em revistas académicas como o "Journal of Travel Research" e o "Tourism Management" frequentemente abordam questões de financiamento, analisando estudos de caso específicos e propondo modelos teóricos.

4. Estudo empírico

4.1 Apresentação da amostra

A amostra do estudo é composta por restaurantes e hotéis, totalizando 31.059 observações para cada ano analisado, representando o setor turístico português. Os dados das empresas selecionadas foram obtidos a partir da base de dados Orbis, que forneceu o balanço e a demonstração anual de resultados de cada empresa.

Será feita análise estatística descritiva cujo objetivo é caracterizar a amostra de restaurantes e hotéis em Portugal, oferecendo uma visão abrangente da evolução dos principais indicadores do setor turístico. Para o tratamento estatístico dos dados, será utilizado o software Stata, aplicando o modelo de regressão efeitos fixos com stand error robustos. O período analisado abrange sete anos fiscais, de 2016 a 2022. A população a estudar é constituída por empresas pertencentes à atividade económica hotelaria e restauração, pertencendo ao CAE: 55 (hotelaria) e 56 (restauração).

Distribuição Geográfica

- Principais Regiões Turísticas: Lisboa, Algarve, Porto e Norte, Madeira e Açores são as principais regiões turísticas, concentrando a maioria dos estabelecimentos.
- Urbanos vs. Rurais: Existe uma concentração maior de hotéis e restaurantes em áreas urbanas, enquanto as áreas rurais têm um número menor, mas em crescimento devido ao turismo rural.

4.2 Definição das hipóteses

Para compreender melhor as estratégias e fontes de financiamento utilizadas pelas empresas do setor turístico em Portugal, especificamente restaurantes e hotéis, foram definidas as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: Empresas com maior fluxo de caixa apresentam menor nível de endividamento

Hipótese 2: A pandemia de COVID-19 dificultou o acesso ao financiamento para as empresas do sector turístico e não só; A crise económica causada pela pandemia pode ter aumentado a cautela dos bancos e investidores, dificultando o acesso ao crédito para PMEs.

Hipótese 3: Existe uma relação positiva e significativa entre o nível de ativos fixos e o endividamento nas empresas de hotelaria e restauração em Portugal.

Hipótese 4: Existe uma relação positiva entre necessidade fundo de maneio e o nível do endividamento.

4.3 Variáveis em estudo

Neste estudo são utilizados algumas variáveis com o objetivo de medir a relação entre as variáveis dependentes e independentes para averiguar como financiam as empresas turísticas portuguesas no sector em análise.

Assim sendo, temos como variáveis dependentes AUM EMP, AUM DISP, AUM CP e AUM O passivos NC como se pode observar na tabela 1. Estas variáveis permitem medir alterações nas principais fontes de recursos financeiros ao longo do tempo, proporcionando uma visão ampla sobre a estrutura de capital dessas empresas.

Designação	Discrição	Cálculo
AUM EMP	Aumento de Empréstimos	Diferença entre empréstimo do ano em curso com o ano anterior
AUM_DISP	Aumento de disponibilidades	Diferença entre caixa e Depósito a ordem do ano em curso com o ano anterior
AUM_CP	Aumento de capital próprio	Diferença entre o capital do ano em curso com o ano anterior
AUM O passivos NC	Aumento de Outros passivos não correntes	Diferença entre outros passivos não correntes do ano em curso com o ano anterior

Tabela1: Variáveis dependentes

Fonte: Elaboração Própria

No que se refere as variáveis independentes ou explicativas foram definidas as seguintes: FC, AUM AF e AUM NFM. Essas variáveis independentes são usadas para estudar a influência nas variáveis dependentes.

Designação	Descrição	Cálculo
FC	Fluxo de caixa	Diferença entre Fluxo de caixa do ano em curso com o ano anterior
AUM_AF	Aumento ativos fixos	Diferença entre ativos fixos do ano em curso com o ano anterior
AUM_NFM	Aumento necessidades de fundo de manio	Diferença entre (clientes+inventários-Fornecedores) do ano em curso com o ano anterior)

Tabela 2: Variáveis independentes

Fonte: Elaboração própria

Estas relações serão exploradas utilizando o modelo de regressão efeitos fixos para identificar como influenciam o nível de endividamento das empresas.

4.4 Breve análise do sector da restauração e hotelaria

Inicialmente, foi realizada uma análise descritiva dos principais indicadores económicos e financeiros das empresas deste sector com base nos dados obtidos do Banco de Portugal.

4.4.1 Análise da situação das empresas nos seguintes períodos: pré-crise; crise e pós- crise: 2016 a 2022

A análise estatística descritiva revela a resiliência e adaptabilidade das empresas do sector turístico em Portugal. No período pré-crise o sector turístico em Portugal vivia numa fase de crescimento significativo, impulsionado pelo aumento do fluxo de turistas, a expansão da infraestrutura hoteleira e a diversificação dos serviços turísticos.

Entretanto, no período da crise de 2020, desencadeada pela pandemia Covid-19, resultou numa disrupção sem precedentes no sector. As empresas enfrentaram uma queda abrupta na procura, paralisação das atividades e restrições severas às viagens. Estatisticamente, observou-se um aumento da dívida de curto prazo, uma diminuição acentuada nas receitas e maior dependência de apoios financeiros e subsídios governamentais. Este período destacou a vulnerabilidade do sector e a necessidade de uma gestão mais robusta.

Embora a crise de 2020 tenha causado um impacto severo, o período pós-crise mostrou uma recuperação robusta e um crescimento sustentado, impulsionado por investimentos em digitalização, sustentabilidade e diversificação. As empresas que adotaram rapidamente novas tecnologias e práticas sustentáveis estão mais bem posicionadas para aproveitar as oportunidades emergentes e enfrentar os desafios futuros. Essa evolução reflete não apenas a adaptabilidade das empresas, mas também a importância das políticas de apoio financeiro, incentivos fiscais e estímulo ao turismo interno, que contribuíram significativamente para a revitalização do sector.

4.5 Análise dos dados-Evolução dos indicadores financeiros

4.5.1 Ativos Correntes

Primeiramente, procedeu-se a uma análise descritiva dos dados tendo em conta a evolução do período 2016 a 2022. Como se pode constatar na tabela 3, o valor médio dos inventários aumenta progressivamente, com exceção de 2017 e 2020, anos em que houve

uma leve redução. O crescimento a partir de 2020 deve se à retomada do setor após os impactos da pandemia de COVID-19 e aumento na atividade operacional. Este crescimento sugere que as empresas anteciparam maior procura e ajustaram os seus estoques para atender à expansão das operações.

Relativamente ao valor médio de clientes, esta diminui de forma consistente entre 2016 e 2020, o que pode refletir uma menor demanda ou uma redução temporária do número de turistas. A recuperação em 2021 e 2022 sugere uma retomada do turismo após a crise pandémica, com um aumento no número de visitantes no país, como se pode verificar na tabela 3.

Ano	Média dos Inventários	Média de clientes	Média de caixa	Média de O_Ativos C	Média do ativo total
2016	226,3	142,9	275,3	469,9	5 068,00
2017	216,4	129,2	309,6	563,7	5 129,30
2018	229	128,1	358,5	525,2	5 197,10
2019	235,8	116,9	387,6	544	5 684,30
2020	226,1	95,6	353,7	580,3	5 560,80
2021	258,4	109,9	494,7	543,1	5 894,60
2022	267,2	136,7	651,8	635,5	6 379,20
Total Geral	237,9	122,1	411,1	554,1	5 586,20

Tabela3: Ativos correntes restaurantes e hotéis

Fonte: Elaboração própria

Já, no que diz respeito aos valores de caixa, verifica-se um aumento expressivo ao longo dos anos, especialmente em 2021 e 2022, sugere um crescimento da liquidez, devido à maior entrada de turistas, uma recuperação das receitas ou maior eficiência nas operações das empresas ligadas ao turismo. Esses valores aumentaram de maneira consistente ao longo dos anos, o que pode estar relacionado a investimentos em ativos mais líquidos ou expansões na infraestrutura e serviços turísticos, como marketing, tecnologia e inovação.

Tendo em conta outros ativos correntes (O_Ativos C), por sua vez, mantiveram uma tendência geral de crescimento ao longo dos anos. Este aumento reflete a diversificação das estratégias financeiras das empresas, incluindo investimentos de curto prazo ou a utilização de outros instrumentos financeiros para melhorar a liquidez.

Quanto a ativos totais, a tendência é de crescimento, o que reflete que esses sectores continuaram a investir continuamente. Isso está relacionado ao aumento da capacidade de hospedagem, melhorias na infraestrutura turística ou a entrada de novos players no mercado.

Os dados apresentados destacam a resiliência no sector de restaurantes e hotéis em Portugal diante dos desafios significativos, como a pandemia de 2020. A recuperação robusta nos últimos anos evidencia a capacidade das empresas de se adaptarem a um ambiente dinâmico, apostando em maior liquidez, diversificação e estratégias de gestão mais conservadoras. No entanto, o crescimento nos ativos correntes sugere a necessidade de um acompanhamento contínuo, especialmente em relação à gestão de caixa e contas a receber, para assegurar a sustentabilidade financeira no médio e longo prazo.

4.5.2 Ativos Não Correntes

Verifica-se através da tabela 4 a evolução dos principais componentes dos ativos não correntes no sector restaurantes e hotéis em Portugal entre 2016 e 2022. As categorias analisadas incluem ativos intangíveis, ativos fixos e outros ativos não correntes.

Constata-se que os valores dos ativos intangíveis (AI) diminuem de forma geral entre 2016 e 2022, passando de 129,4 em 2016 para 113,6 em 2022, como se pode verificar na tabela 4. A ligeira diminuição desses valores pode sugerir que o foco das empresas turísticas tem sido mais no fortalecimento de ativos tangíveis, ou pode indicar que os ativos intangíveis não estão a ser registados com a mesma intensidade, possivelmente por causa de uma transição digital que ainda não se reflete totalmente nas demonstrações financeiras. Também é possível que o turismo tenha priorizado infraestruturas tangíveis durante o período, com menor investimento em intangíveis, como marketing ou tecnologia digital, durante o período pandémico.

Ano	Média de AI	Média de Ativos Fixos	Média de O_Ativos NC
2016	129,4	2 686,30	1 236,00
2017	126,2	2 629,90	1 229,70
2018	115,6	2 650,30	1 269,70
2019	133,5	2 978,10	1 368,30
2020	134,8	2 977,40	1 260,20
2021	125,2	3 043,90	1 380,20
2022	113,6	3 115,50	1 498,80
Total Geral	125,4	2 881,60	1 325,70

Tabela 4 : Ativos não Correntes Restaurantes e Hotéis

Fonte: Elaboração própria

Relativamente aos valores de ativos fixos, como instalações, equipamentos e propriedades, aumentam de maneira consistente de 2.686,3 em 2016 para 3.115,5 em 2022, com um pico notável a partir de 2019. Esse aumento significativo nos ativos fixos reflete

grandes investimentos em infraestrutura turística, como hotéis, resorts, centros de convenções, e até aeroportos e estradas. O turismo exige forte presença física e grandes investimentos em infraestrutura. Observa-se a partir de 2019 um aumento notável, que pode estar ligado à preparação para uma recuperação pós-pandemia, com empresas se adaptando às novas exigências, como medidas de segurança e sanitização. Este crescimento pode ter sido impulsionado também por investimentos em tecnologia e modernização, especialmente em 2021 e 2022, quando o setor de turismo global começou a se recuperar com força, levando a mais reformas e expansões físicas para acomodar o aumento da demanda.

Tendo em conta outros ativos não correntes (O_Ativos NC) esses valores aumentam de 1.236,0 em 2016 para 1.498,8 em 2022, mostrando um crescimento relativamente estável, com um salto mais significativo a partir de 2019. O aumento constante nesses valores deve a diversificação dos seus portfólios ou expansão das suas propriedades e ativos de longo prazo, o que poderia ser uma estratégia de preparação para a recuperação do setor após a crise de 2020.

Posto isto, os dados presentes na tabela 4 destaca a importância dos ativos não correntes na estrutura patrimonial das empresas nestes sectores. o setor de turismo no período 2016-2018 estava a crescer, e as empresas investiram moderadamente nos seus ativos fixos e outros ativos não correntes. Essa evolução positiva reflete a resiliência e a visão estratégica do sector, que, mesmo enfrentando desafios significativos, conseguiu investir na modernização, diversificação e expansão. Durante o período 2019-2020, a pandemia trouxe uma mudança drástica. Os valores de ativos fixos aumentaram rapidamente, talvez indicando uma resposta estratégica das empresas para se preparar para a retomada, com maiores investimentos em infraestrutura. Verifica-se que em 2020, mesmo com a crise, esses ativos mantiveram-se elevados, sugerindo que algumas empresas continuaram a investir a longo prazo, apesar das interrupções de curto prazo no turismo. No entanto, os ativos intangíveis começaram a mostrar sinais de estabilização ou ligeira queda, refletindo menos ênfase no intangível em comparação com o crescimento físico.

Entretanto, em 2021 e 2022, a forte recuperação em ativos fixos e outros ativos não correntes após a pandemia reflete a confiança no retorno do turismo. Muitos setores voltaram a expandir a sua capacidade física, como novos empreendimentos hoteleiros ou infraestrutura turística, para capturar o aumento da demanda de turistas. O crescimento dos ativos intangíveis, no entanto, manteve-se estável, o que pode indicar uma mudança estratégica de foco para ativos tangíveis.

Esses resultados revelam que o setor turístico investiu significativamente em infraestrutura física e em ativos de longo prazo para lidar com a recuperação pós-pandemia e a retomada da demanda turística. Os ativos fixos, em particular, mostram uma tendência de crescimento forte, o que reflete confiança no retorno do turismo. A diminuição nos ativos intangíveis pode ser uma indicação de uma mudança de prioridades, focando mais em ativos tangíveis e operacionais durante o período turbulento da pandemia.

4.5.3 Fontes de Financiamento

As métricas que foram para esta análise na tabela 5 incluem a média do capital próprio, dívida de curto e longo prazo, outros passivos não correntes, fornecedores e por último outros passivos correntes.

Ano	Média Capital Próprio	Média dívida curto prazo	Média dívida longo prazo	Média O_Passivos NC	Média Fornecedores	Média O_Passivos C
2016	1 791,30	306,4	2 524,40	500,1	199,5	598,5
2017	1 910,70	295,6	2 428,30	456,7	206,8	611,5
2018	2 038,80	260,3	2 430,30	441,8	207,1	609
2019	2 262,30	287,8	2 567,10	620,4	203,8	617,7
2020	2 065,50	287	2 614,80	595,6	170,4	536,7
2021	2 196,50	302	2 609,80	618,3	202,9	594,5
2022	2 488,30	349	2 576,70	669,5	242,6	708,8
Total Geral	2 121,00	298,8	2 541,80	565,1	205	611,7

Tabela 5: Fontes de financiamento-Restaurantes e Hotéis

Fonte: Elaboração própria

Como podemos observar na tabela acima apresentada, no que concerne ao capital próprio podemos constatar que, em média, no período em estudo (2016-2022) apresenta uma tendência de crescimento, subiu de 1.791,3 em 2016 para 2.488,3 em 2022, com um valor médio total de 2.121,0. O aumento do capital próprio reflete uma maior retenção de lucros ou aportes de capital por parte dos investidores, ou proprietários. Esta tendência de crescimento sugere que as empresas do setor turístico têm procurado fortalecer a sua posição financeira, aumentando o capital próprio, o que pode ser visto como uma estratégia de reforço de solvência e redução da dependência de dívida, especialmente após a pandemia de COVID-19, que trouxe incertezas ao setor.

Em comparação com os dados fornecidos pela base de dados do Banco de Portugal, relativamente a rentabilidade do capital próprio, para compreender as tendências observadas na nossa análise e a sua consistência com os dados macroeconómicos e sectoriais destes sectores revelam que, a rentabilidade do capital próprio foi severamente afetada pela pandemia de 2020, mostrando sinais de recuperação sólida em 2022.

Relativamente à Dívida de Curto Prazo, consoante a tabela 5 observa-se uma oscilação nos valores de dívida de curto prazo, começando em 306,4 em 2016, reduzindo-se para 260,3 em 2018, e aumentando de novo para 349,0 em 2022. Esta variação pode estar relacionada com necessidades de financiamento de curto prazo para cobrir despesas operacionais ou sazonalidade no turismo. Após a pandemia, há um aumento em 2022, sugerindo que as empresas podem ter recorrido a mais dívida de curto prazo para financiar operações ou cobrir lacunas de liquidez enquanto a recuperação do setor estava em curso.

No que diz respeito à dívida de longo prazo manteve-se relativamente estáveis entre 2016 e 2022, como se pode constatar na tabela 5, com pequenas variações, oscilando entre 2.428,3(2017) e 2.614,8(2020). A estabilidade da dívida de longo prazo sugere que as empresas têm mantido um nível constante de financiamento de longo prazo, possivelmente para projetos de investimento em infraestrutura, renovação de instalações, ou expansão de serviços turísticos. Este tipo de dívida tende a financiar ativos fixos e investimentos de maior duração, o que é consistente com a tendência de crescimento nos ativos fixos observada no primeiro quadro.

Os resultados referentes à dívida de curto e longo prazo mostram se coerentes com a análise dos dados do BP acerca da evolução dos empréstimos bancários como sendo fontes predominantes de financiamento nesses setores. A análise desses dados revela flutuações relevantes, com uma clara influência da pandemia de COVID-19 nos anos de 2020 e 2021, como podemos ver na Figura 1. Este indicador, medido como a percentagem do passivo total composto por empréstimos bancários, oferece uma visão importante da dependência das empresas do setor relativamente ao financiamento bancário ao longo dos anos.

Refletem mudanças nas condições económicas e operacionais deste setor, incluindo impactos externos, como crises económicas e pandemias, bem como mudanças internas na gestão financeira.

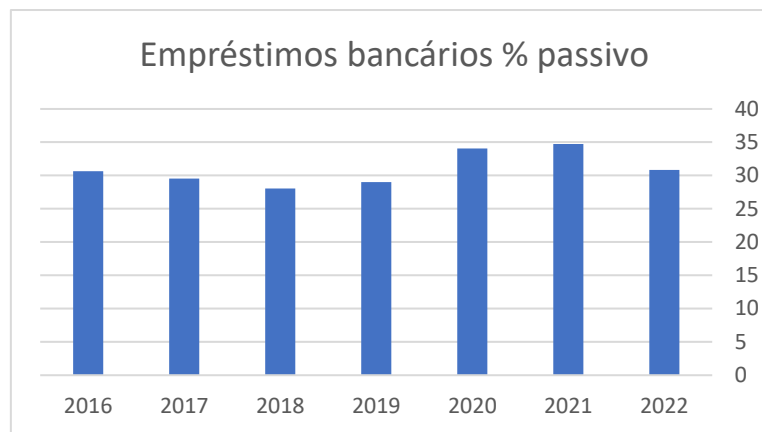


Figura 1: Empréstimos bancários % passivo restauração e hotelaria

Fonte: Elaboração própria com base dos dados do BP

Em 2016, os empréstimos bancários representavam 30,65% do passivo total das empresas do setor. Isso indica uma dependência significativa de financiamento bancário, sugerindo que, nessa altura, o setor mantinha uma estratégia de financiamento fortemente suportada em dívidas junto a bancos.

Já, referente ao ano 2017, a percentagem de empréstimos bancários no passivo total caiu para 29,54%, uma ligeira redução de 1,11 pontos percentuais em comparação a 2016. Isso pode indicar que as empresas começaram a diversificar as suas fontes de financiamento e com isso conseguiram reduzir o seu nível de endividamento bancário.

No que respeita ao ano 2018 observa-se um declínio para 28,06%, ou seja, uma redução no uso de empréstimos, diminuindo ligeiramente a dependência de empréstimos bancários.

Em 2019, a percentagem subiu ligeiramente para 29,03%, sugerindo que o setor começou a recorrer um pouco mais ao crédito bancário em comparação a 2018. No entanto, o aumento foi modesto, mostrando que as empresas ainda estavam a gerir o endividamento bancário de forma controlada.

Em 2020 reflete-se, o impacto da pandemia, com um aumento significativo para 34,06%. Este salto de 5,03 pontos percentuais em comparação a 2019 pode ser explicado pela necessidade das empresas recorrerem a empréstimos bancários para sobreviver à crise causada pela pandemia de COVID-19. A crise da COVID-19 teve um impacto devastador no setor de hotelaria e restauração, devido a *lockdowns* e restrições de viagens. As empresas do setor viram-se obrigadas a recorrer a empréstimos bancários em maior proporção para

sustentar operações, e evitar falências. O Governo também disponibilizou linhas de crédito com condições favoráveis, o que levou ao aumento da alavancagem.

Entretanto, já em 2021 apresentou 34,75% ainda sob o impacto da pandemia, embora com reabertura gradual em alguns mercados, a recuperação do setor foi lenta. As empresas continuaram algo dependentes de crédito bancário para financiar a retomada das operações e adaptarem-se às novas exigências de saúde e segurança.

Relativamente ao ano 2022 podemos verificar que o peso dos empréstimos no total de passivo diminuiu ligeiramente para 30,83, refletindo um cenário de recuperação económica, em que as empresas começaram a gerar receita suficiente para reduzir a dependência de crédito bancário. A economia global começou a se recuperar mais intensamente, com a retomada de viagens e da atividade turística. No entanto, o nível ainda se manteve elevado em comparação aos níveis pré-pandemia, devido aos empréstimos acumulados.

No que concerne a análise de Outros Passivos_NC de acordo com a tabela 5 constata-se um aumento significativo de 500,1 em 2016 para 669,5 em 2022. Esses passivos podem incluir obrigações como provisões para pensões, impostos diferidos ou outros compromissos de longo prazo. Esse aumento reflete o reconhecimento de mais obrigações futuras por parte das empresas ou um maior foco no cumprimento de obrigações financeiras futuras.

Quanto a dívida a fornecedores, de acordo com a tabela 5 apresentou uma variação modesta ao longo dos anos, refletindo provavelmente os ciclos operacionais do setor. Houve uma tendência de estabilidade e aumento em 2022. Os valores mantêm-se estáveis até 2020, com uma ligeira redução, e voltam a subir em 2022, alcançando 242,6. Esse aumento reflete maior atividade económica no sector, que levou a um volume maior de transações comerciais.

Esses resultados referentes a tabela 5 mostram-se consistentes com os dados do banco de Portugal em que a percentagem do passivo dos fornecedores no setor da hotelaria e restauração durante o período entre 2016 e 2022 revelou uma tendência relativamente estável, com pequenas variações ao longo dos anos como podemos observar na figura 2. Esse indicador é uma métrica importante para compreender como as empresas do sector estão a gerir as suas dívidas e as suas relações comerciais.

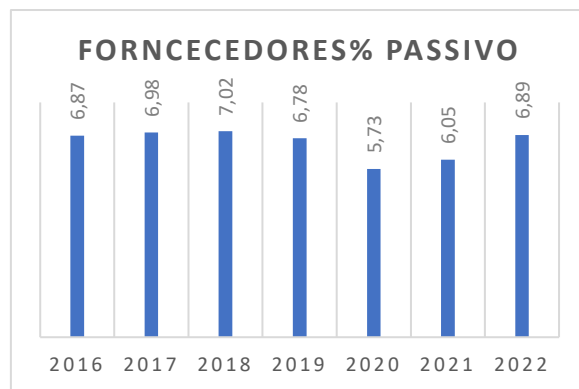


Figura 2: Forneecedores % Passivo

Fonte: Elaboração própria com base dos dados do BP

O gráfico acima evidência uma estabilidade geral no período. O peso dos fornecedores manteve-se relativamente estável entre 6,78 e 7,02 % durante o período de 2016 a 2019. Isso sugere que estas empresas têm vindo a gerir as suas obrigações de maneira consistente, com relação equilibrada entre crédito fornecido por fornecedores e outras fontes de passivo.

A queda significativa em 2020 reflete a redução de atividade neste sector com as dificuldades impostas pela pandemia, com as empresas a reduzir compras, o que resultou numa menor dependência das obrigações relacionadas a fornecedores.

A subida em 2021 e a manutenção em 2022 mostram que o setor voltou a uma situação mais próxima da normalidade, com as empresas reativando as suas relações comerciais.

Em suma, o passivo dos fornecedores é pouco significativo no setor de hotelaria e restauração, manteve-se bastante estável ao longo dos anos, com uma exceção em 2020 devido à pandemia. A recuperação subsequente aponta para um retorno ao padrão de gestão financeira pré-crise.

Relativamente a outros passivos correntes (O_ passivos C) correntes evidenciou uma tendência de crescimento pós-pandemia, após uma queda significativa em 2020 (536,7), os passivos correntes aumentam para 708,8 em 2022 conforme a tabela 5. Os passivos correntes incluem obrigações de curto prazo, como salários e outras dívidas operacionais. A queda em 2020 reflete a desaceleração do turismo durante a pandemia, enquanto o aumento em 2022 sugere uma recuperação da atividade, com as empresas a enfrentarem maiores compromissos de curto prazo à medida que a operação voltou aos níveis pré-pandemia.

Em suma, a pandemia de Covid-19 trouxe impactos claros, com redução da atividade económica refletida na queda de passivos correntes e dívida com os fornecedores. No entanto, a recuperação em 2022 é visível em quase todas as métricas. A recuperação pós-pandemia é marcada pelo fortalecimento do capital próprio e aumento de dívidas de curto prazo e passivos correntes, refletindo maior atividade económica. Essa análise confirma um sector resiliente, com estratégias adaptadas às crises e uma recuperação consistente em direção a um cenário de crescimento sustentável.

4.5.4 Representação gráfica das Fontes de financiamento

Tendo em conta esta análise podemos constatar de acordo com a figura 3 que entre 2016 e 2022, as empresas da nossa amostra, pertencentes ao setor turístico em Portugal, na hotelaria e restauração viu um fortalecimento do capital próprio (equity), possivelmente como forma de reduzir riscos financeiros, especialmente durante e após a crise da pandemia. A dívida de longo prazo manteve-se relativamente estável, sugerindo uma abordagem de longo prazo para financiamento de ativos fixos. A dívida de curto prazo e os passivos correntes mostraram maior flutuação, refletindo a adaptação às condições operacionais variáveis, com um aumento em 2022, sugerindo maior atividade e necessidade de financiamento de curto prazo na recuperação pós-pandemia.

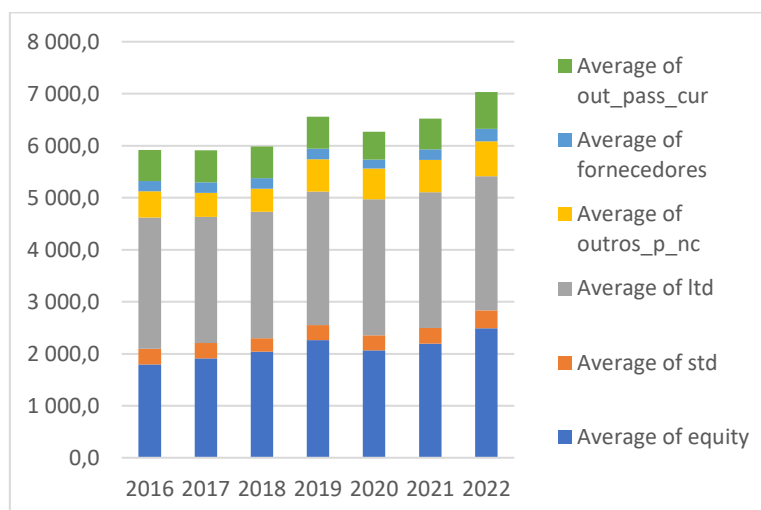


Figura 3: Fontes de financiamento-Restaurantes e Hotéis

4.5.5 Vendas e serviços-Alojamento e restauração %

Conforme os dados disponibilizados pelo banco de Portugal em que engloba o total das empresas (micro, médias e grandes empresas), abrangendo o período em análise, para complementar os resultados e proporcionar uma visão mais abrangente e representativa

dos sectores em estudo relativamente ao nível das receitas no período em análise, é de extrema relevância dividir a análise em três períodos principais: o período de crescimento até 2019, a queda acentuada devido à pandemia em 2020, e a recuperação gradual em 2021 e 2022 como podemos observar na Figura 4.

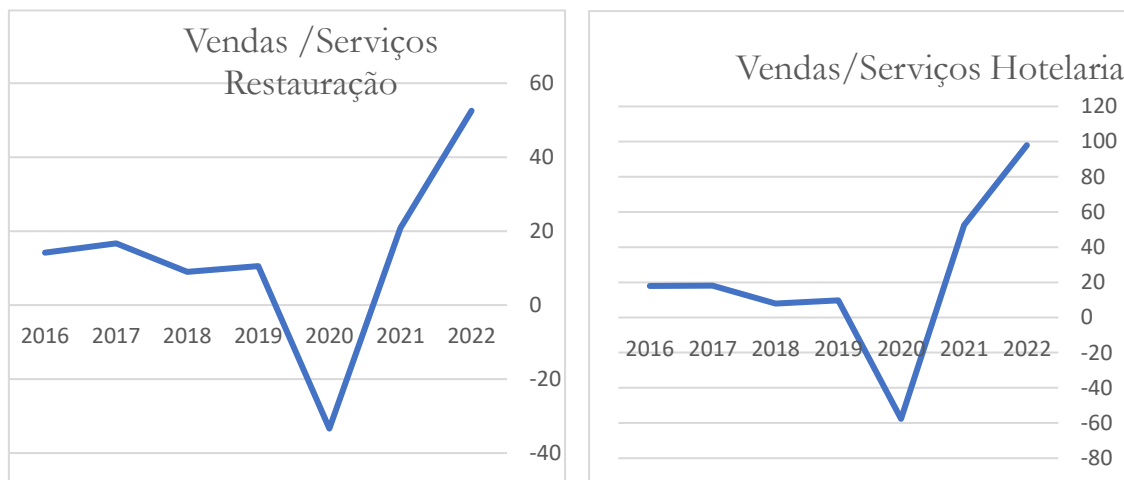


Figura 4: Vendas e serviços hotelaria e Restauração 2016 a 2022

Fonte: Elaboração própria com base dos dados do BP

De acordo com os dados Estudos da central de balanços do banco de Portugal, nota-se que no ano 2016 apresenta um crescimento positivo no setor, possivelmente associado a uma recuperação económica ou ao aumento do turismo e da procura por serviços de restauração.

Houve um crescimento maior em 2017, pode ser reflexo de uma continuação da tendência positiva vista em 2016. Fatores como o aumento do turismo ou políticas favoráveis ao setor de serviços podem ter contribuído para esse aumento mais acentuado neste período.

Em 2018, nota-se uma desaceleração no crescimento, embora ainda positivo, o ritmo de crescimento foi significativamente menor em comparação com os dois anos anteriores. Essa desaceleração pode estar relacionada a uma saturação do mercado, uma menor procura, ou até um ajuste após um período de forte expansão nos anos anteriores.

Já em 2020 marca uma queda drástica, a maior variação negativa do período analisado. Essa queda está claramente associada à pandemia de COVID-19, que teve um impacto devastador sobre a indústria de restauração e hotelaria em particular. As restrições de circulação, o fecho temporário de restaurantes e bares, bem como a queda no turismo, afetaram significativamente as receitas deste setor.

Em 2021 e 2022, vemos uma recuperação significativa, isto deve se a relaxamento das restrições da pandemia, a retoma do turismo e a reabertura gradual dos estabelecimentos, o setor começa a recuperar. Este grande salto em 2022 pode ser explicado pelo efeito de "retoma pós-pandemia", onde o setor, após um ano de recuperação, atinge um patamar mais elevado de crescimento, impulsionado pela maior procura anteriormente reprimida, voltando quase total à normalidade, com uma recuperação global no turismo e nos serviços de restauração e hotelaria.

4.6 Apresentação do modelo econométrico

Modelo de regressão usados

Serão apresentadas as regressões pertinentes para este presente estudo, tendo por base a análise de dados em painel. As regressões serão realizadas utilizando o MEF, permitindo uma análise detalhada das variáveis em estudo. Além disso, serão aplicados testes estatísticos adequados para validar os resultados obtidos.

Aqui será apresentada o modelo de efeitos fixos a testar para a análise de regressão.

4.6.1 Modelo de efeitos Fixos

De acordo com Alipour et al.(2015) os dados em painel são uma ferramenta de pesquisa bastante abrangente, pois permitem capturar tanto as variações temporais quanto as transversais. Isso possibilita uma análise mais completa, o que ajuda a estimar o modelo empírico apropriado para a investigação.

Constitui uma abordagem comumente usada em análise de dados em painel, ou seja, dados que possuem múltiplas observações ao longo do tempo para os mesmos indivíduos (empresas).

O modelo de efeitos fixos aplicado aos indivíduos pode ser expresso da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \alpha_i + \epsilon_{it}$$

E o modelo de efeitos fixos para indivíduo pode ser representado da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \theta_t + \epsilon_{it}$$

Por fim, o modelo de efeitos fixos que considera tantos os indivíduos quanto o tempo pode ser apresentado da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \alpha_i + \theta_t + \epsilon_{it}$$

Onde,

Y_{it}-Variável explicada do indivíduo (neste caso a Dívida” AUM EMP”), no instante t;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ - Representa coeficiente de regressão

$X_{1it}, X_{2it}, \dots, X_{kit}$ - Como variáveis explicativas do indivíduo i como CF, AUM AF AUM NFM, no instante t;

α_i - Constantes que retrata os efeitos específicos de cada indivíduo

θ_t -constantas que retratam o efeito específico de cada instante no tempo,

ϵ_{it} - Componente do erro, que devem ser independentes e normalmente distribuídos com média zero e variância constante.

4.6.2 Teste do modelo mais adequado

Test F

Consiste num teste para determinar se o modelo da regressão linear fornece ou não o um melhor ajuste tendo em conta um conjunto de dados do que um modelo sem variáveis preditores. É usado para verificar se a diferenças entre as médias de vários grupos são significativas ou podem-se ser atribuídas ao acaso. Em dados de painel é utilizado para testar a significância dos efeitos fixos (individuais e temporais).

Segundo Montgomery(2012), o test F avalia a hipótese nula de que as médias de dois ou mais grupos são iguais, ou seja, que as variações observadas são devidas ao acaso, comparando a variabilidade entre os grupos com a variabilidade dentro dos grupos. Se a variabilidade entre os grupos for significativamente maior do que a variabilidade dentro dos grupos, a hipótese nula é rejeitada.

De acordo com castro et al (2016), as hipóteses a testar são definidas da seguinte forma:

- ✓ $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_n = 0$, ou seja, todos os efeitos individuais específicos das empresas são nulos, o que significa qualquer a ausência de qualquer efeito individual.
- ✓ $H_1: \alpha_i \neq 0$, ou seja, pelo menos um dos efeitos específicos individuais das empresas é diferente de zero.

Se a hipótese nula(H_0) não for rejeitada, isso sugere que o modelo mais apropriado para a análise é o modelo de regressão OLS pooled, onde não há variação entre os indivíduos. No

entanto, se a hipótese nula for rejeitada, significa que existem efeitos individuais significativos, e o modelo de efeitos fixos deve ser utilizado para proceder à estimação.

4.6.3 R²-R-Squares

O R² (R-quadrado) consiste numa métrica estatística que representa a proporção da variabilidade da variável dependente é explicada pelo modelo de regressão. Indica quão bem os dados ajustam ao modelo proposto. Este modelo é composto por diferentes componentes: Within, Between e overall.

O R-quadrado está entre 0 e 100%:

- ✓ 0%-Indica que o modelo não explica nada da variabilidade dos dados de resposta ao redor da sua média;
- ✓ 100% indica que o modelo explica toda a variabilidade dos dados de resposta ao redor da sua média.

4.7 Análise e discussão dos resultados

Tendo em conta a metodologia aplicada neste estudo empírico, apresentam-se resultados da aplicação do modelo de dados em painel: efeitos fixos. Será analisada a qualidade do ajuste do modelo, a significância das variáveis e, como os resultados se relacionam com as hipóteses e objetivos da pesquisa.

A qualidade do ajuste é avaliada pelos valores do R-square nas dimensões within, between e overall, fornecendo insights sobre quanto o modelo é capaz de explicar as variações na variável dependente.

Relativamente a significância estatística das variáveis explicativas é avaliada tendo em conta os coeficientes estimados verificando o impacto de cada variável explicativa sobre a variável dependente. Quanto a níveis de significância a ser usada compreende entre 1%, 5% e 10%.

Tabela 6: Regressão modelo efeitos fixos com stand error robustos

Painel A -Hotéis								
	(1)		(2)		(3)		(4)	
Variáveis explicativas	AUM EMP		AUM DISP		AUM Capital		AUM O passivos NC	
	Coefficiente	test t- (P- value)	Coefficiente	test t- (P- value)	coeficiente	test t- (P- value)	coeficiente	test t- (P- value)
AUM AF	0,2801812*** (0,069487)	4,03 0	0,0865925 (0,086651)	1 0,318	-0,0159148 ** (0,0077273)	-2,06 0,04	0,2355005*** (0,0810628)	2,91 0,004
FC	0,0307136 (0,1606119)	0,19 0,848	0,3240013* (0,181278)	1,79 0,074	-0,0126155 (0,0084916)	-1,49 0,138	0,1722772** (0,0877802)	1,96 0,05
AUM NFM	0,5549621** (0,236864)	2,34 0,019	0,0804211 (0,086534)	0,93 0,353	0,010115 (0,014868)	0,68 0,496	-0,0199987 (0,0714342)	-0,28 0,78
Constante	-83,53442 (122,645)	-0,68 0,496	-125,0267 (135,1422)	-0,93 0,355	38,69413*** (6,819162)	5,67 0	-202,2232* (109,8656)	-1,84 0,066
Número de empresas	1663		1842		1845		1672	
Número de observações	7387		9166		9210		7438	
R-Square:								
Whithin	0,1123		0,1691		0,0025		0,2122	
Between	0,0801		0,3619		0,0223		0,1489	
Overall	0,0924		0,1495		0,0048		0,1908	

Nota: *,** e ***, nível de significância 10%, 5% e 1% respectivamente- **Fonte:** Elaboração Própria

Serão realizadas as regressões modelo efeitos fixos com base na análise dos dados em painel. Os resultados apresentados são oriundos de regressão efeitos fixos para o sector da hotelaria em Portugal, considerando o impacto de diferentes variáveis explicativas nas variáveis dependentes. Nesta primeira análise assumiu-se AUM EMP(1) como variável dependente do modelo e as outras variáveis como independentes (AUM AF; CF; AUM NFM). Os valores do stand error são apresentados entre parênteses na tabela acima apresentada.

(1)AUM EMP

Assim sendo de acordo com os resultados tendo em conta o nível de significância o **AUM AF** é altamente significativo, ou seja, existe uma forte evidência de que o ativo tem uma relação positiva com os empréstimos, confirmando assim que o investimento em ativos fixos tem um impacto direto no endividamento das empresas do sector da hotelaria. Observa-se que o aumento de ativos fixos está positivamente associado ao aumento de empréstimos com alta significância estatística. Isso sugere que as empresas que investem em ativos fixos tendem a aumentar a sua dívida, o que é coerente com a teoria financeira, onde os investimentos de longo prazo são frequentemente financiados com capital dos terceiros. No sector da hotelaria, o aumento dos ativos fixos (como imóveis, equipamentos de cozinha, reformas) frequentemente requer financiamento externo, explicando a associação positiva com o endividamento. No sector da hotelaria, estes investimentos são intensivos em capital e requerem elevado esforço financeiro inicial, sendo o crédito bancário uma forma prática e comum de obtenção de liquidez. Em suma, as empresas do sector da hotelaria tendem a financiar investimentos em ativos fixos com a dívida. Isso faz sentido, já que esses investimentos são de longo prazo e geralmente, requerem grandes volumes de capital.

Outro resultado relevante é o impacto positivo e significativo do **AUM NFM** sobre os aumentos de empréstimos. Esta relação é estatisticamente significativa a nível de 5%, evidencia que a medida que enfrentam maiores exigências de liquidez para financiar operações correntes, tendem a recorrer a empréstimos para colmatar tais necessidades. Esta variável é essencial nestas empresas, pois elas precisam de recursos para cobrir custos operacionais, o que muitas vezes é feito por meio de crédito de curto prazo. Este sector frequentemente tem altos custos operacionais e precisam do fundo de maneió para garantir a continuidade das suas operações.

Em contraste, relativamente a variável **FC** não apresenta significância estatística, ou seja, não tem impacto direto no aumento empréstimos. Quanto a sua significância com um

valor $P=0,848$, a variável é estatisticamente insignificante, sugerindo que para essas empresas, FC não é um determinante relevante do aumento do nível da dívida. Isso pode ser explicado pelo facto dessas empresas podem preferir outras fontes de financiamento como a dívida de que depender do fluxo de caixa interno. Isso também ser justificado pelo facto de muitas empresas do sector da hotelaria podem ter fluxos de caixa voláteis devido à sazonalidade.

(2)AUM DIP

A variável que revela maior relevância estatística é o fluxo de caixa, cujo coeficiente é positivo e é estatisticamente significativo a nível de 10%, ou seja, o aumento de fluxo de caixa impacta no aumento de disponibilidade de caixa. Este resultado indica que no sector da hotelaria, quando geram fluxos de caixa mais elevados, tendem a apresentar também um aumento nas suas disponibilidades, podendo utilizá-los para responder a obrigações de curto prazo, investir ou reforçar a sua posição de liquidez. Este comportamento está alinhado com práticas financeiras conservadoras, em que empresas acumulam liquidez como mecanismo de segurança para enfrentar períodos de menor procura, instabilidade económica ou necessidades operacionais imprevistas.

Por outro lado, o **investimento em ativos fixos (AUM AF)** e o **aumento das necessidades de fundo de maneo (AUM NFM)** não apresentam significância estatística. A ausência de relação entre os ativos fixos e a liquidez é esperada, uma vez que estes investimentos reduzem normalmente os recursos disponíveis, financiados a médio ou longo prazo, não impactando diretamente o saldo de disponibilidades no curto prazo. Já a neutralidade estatística da necessidade de fundo de maneo pode indicar que o financiamento destas operações correntes é equilibrado entre crédito de curto prazo e recursos próprios, não alterando diretamente os níveis de caixa.

Quanto ao seu coeficiente **AUM AF** é positivo de 0,086593, mas não apresenta significância estatística. Isso pode refletir que, apesar de serem de extrema importância a longo prazo, os ativos fixos não geram impacto imediato ou previsível no aumento das disponibilidades das empresas de hotelaria. Os ativos fixos, como propriedades e equipamentos, são investimentos de longo prazo e podem não gerar impactos imediatos no caixa. Assim, os resultados indicam que a contribuição dos ativos fixos não é significativa no curto prazo. O investimento em ativos fixos é geralmente o uso de recursos financeiros, ou seja, reduz as disponibilidades no curto prazo, ao invés de aumentá-las. Por isso, não há uma correlação robusta entre AUM AF e AUM DISP.

Relativamente a variável **AUM NFM** têm um impacto positivo, embora muito pequeno sobre a geração de caixa. No entanto, apresenta um p-value de 0,353 que nos indica que esta relação não é estaticamente significativa. No entanto, no setor de hotelaria, onde há altos custos fixos e a receita pode ser sazonal, a variação no fundo de maneiio pode não ter um impacto direto e imediato sobre o caixa.

Os resultados indicam um valor da **constante negativa** de -125,027 nos sugere que, na ausência de qualquer efeito das variáveis explicativas, o fluxo de caixa seria negativo, o que pode refletir a realidade de que muitas empresas de hotelaria podem estar a operar com déficits, especialmente em cenários de baixa ocupação. No entanto, com um p-valor de 0,355, essa estimativa também não é estatisticamente significativa.

Em suma, pode se constatar que a geração de fluxos de caixa é uma determinante chave para o aumento da liquidez nas empresas hoteleiras, reforçando a importância da performance operacional e da gestão eficiente dos recebimentos e pagamentos no contexto da estabilidade financeira do setor.

(3)AUM Capital

De acordo com os resultados obtidos, apenas a variável **AUM AF** (aumento de Ativos Fixos) apresenta significância estatística, embora a um nível de 5% (p-valor = 0,04), com um coeficiente negativo (-0,0159). Este resultado indica que, à medida que essas empresas aumentam os seus ativos fixos, tende a haver uma ligeira diminuição no aumento de capital próprio. Esta relação negativa poderá ser explicada pela possibilidade de as empresas financiarem esses ativos mediante dívida e não por capital próprio, recorrendo a empréstimos bancários ou crédito de fornecedores em vez de injeções diretas de capital por parte dos sócios.

Por outro lado, as variáveis Fluxo de Caixa (FC) e AUM NFM (Aumento das Necessidades de Fundo de Maneio) não são estatisticamente significativas, com p-valores de 0,138 e 0,496, respetivamente. A ausência de significância do fluxo de caixa sugere que o autofinanciamento não é uma fonte predominante de aumento de capital próprio neste setor. Isto é, as empresas que geram mais caixa não tendem, necessariamente, a reforçar o capital social com esses recursos, podendo antes utilizá-los para distribuição de lucros, amortização de dívida ou reinvestimento interno. Quanto ao nível de significância com um valor P de 0,138, essa variável não estatisticamente significativa no modelo, indicando que o fluxo de caixa não é um fator relevante para explicar o nível de capital das empresas deste sector.

Embora o fluxo de caixa seja importante, ela pode não estar diretamente relacionado ao aumento do capital da empresa, pois parte dele pode estar a ser utilizado para cobrir despesas ou reinvestido em outras operações.

Relativamente ao coeficiente das NFM mostra uma leve relação positiva entre o NFM e o capital da empresa. Isso nos sugere que AUM NFM está associado a um pequeno aumento no capital da empresa. Com um nível de significância de 0,496, essa variável também não é estatisticamente significativa, o que indica que o AUM NFM neste modelo não exerce um efeito relevante sobre o capital da empresa. Já a ausência de significância da variável AUM NFM pode ser justificada pelo papel operativo e de curto prazo do fundo de maneio, que não tem uma relação direta com decisões estruturais de financiamento como o aumento de capital.

Em suma, esta análise o coeficiente negativo e significativo em AUM AF sugere que as empresas do sector da hotelaria usam recursos próprios para financiar investimentos em ativos de longo prazo. Embora o FC não tenha sido estatisticamente significativo, ele desempenha um papel fundamental na gestão diária das empresas.

(4)AUM O_Passivos NC

O coeficiente de **AUM AF** é positivo (0,2355) e altamente significativo ($p = 0,004$), indicando que quanto maior for o aumento dos ativos fixos, maior será o crescimento dos passivos não correntes. Esta relação pode ser compreendida pela necessidade de financiar investimentos de longo prazo (como renovações, construções ou aquisição de equipamentos) com fontes de financiamento também de longo prazo, como contratos de leasing, subsídios reembolsáveis ou créditos específicos para investimento.

Esta evidência é consistente com a estrutura financeira do setor em estudo, que frequentemente depende de instrumentos financeiros alternativos ao crédito bancário tradicional para viabilizar investimentos em infraestruturas. Além disso, programas de apoio ao turismo e fundos europeus muitas vezes são contabilizados como passivos não correntes, reforçando esta associação positiva. Esse resultado pode ser esperado, já que empresas com mais ativos fixos geralmente têm maior capacidade de alavancar dívida de longo prazo, utilizando os ativos como garantia. Esse aumento nos indica que um aumento nos ativos fixos está associado a um aumento nos passivos de longo prazo.

Quanto a variável **FC** apresenta também um coeficiente positivo (0,1723) e significativo ($p = 0,05$), embora com menor intensidade. Este resultado sugere que no sector

da hotelaria com maior geração de caixa estão em melhor posição para obter financiamento de longo prazo, possivelmente porque demonstram maior capacidade de reembolso, melhor rating interno e menor risco para os credores. O fluxo de caixa mais alto pode dar às empresas maior flexibilidade para assumir dívidas de longo prazo, especialmente porque os credores tendem a ver empresas com fluxos de caixa fortes como menos arriscadas. Empresas com maiores fluxos de caixa têm maior propensão a financiar-se com passivos de longo prazo, sugerindo que operações financeiras saudáveis permitem mais acesso a financiamento. Os resultados apresentam coeficiente positivo e significativo a 5 % , mostrando que quanto maiores forem os fluxos de caixa a tendência é a ter mais passivos de longo prazo.

O coeficiente de **AUM NFM** não é estatisticamente significativo ($p > 0,05$), indicando que não há uma relação clara entre AUM NFM e O_Passivos NC. Isso implica que as AUM NFM não desempenham um papel relevante no aumento de financiamento de longo prazo para as empresas de hotelaria. Este resultado indica que as flutuações no fundo de maneiio, que afetam o equilíbrio de curto prazo das empresas, não influenciam diretamente a variação dos passivos não correntes. Isto é compreensível, dado que estas necessidades operacionais são financiadas normalmente com crédito de curto prazo ou com recursos próprios da operação, e não com dívidas de longo prazo.

A constante negativa indica que, para empresas sem ativos ou fluxo de caixa, os passivos de longo prazo seriam drasticamente menores, o que faz sentido, pois essas empresas teriam dificuldade em acessar financiamento. Os resultados da constante apresentam um P-valor: 0,066 (ligeiramente não significativo ao nível de 5%, mas significativo ao nível de 10%).

Os valores de R-square apresentados no painel A- Hotéis indicam a capacidade o modelo explicar as variações das variáveis incluídas no modelo. A interpretação é feita com base nos seguintes conceitos:

- R-square within refere a capacidade do modelo explicar as variações dentro das empresas ao longo do tempo. Os valores baixos sugerem que as dinâmicas temporais das empresas não são bem capturadas pelo modelo, possivelmente devido à omissão de algumas variáveis ou ausência de variabilidade suficiente ao longo do tempo.
- R square Between representa a proporção da variância explicada entre empresas. O modelo apresenta uma capacidade moderada de explicar as diferenças estruturais entre empresas.

- R square Overall que representa toda a amostra, o modelo foi pouco eficaz na variância total com melhores resultados no AUM DISP e AUM Passivos NC.

Tabela 7: Regressão modelo efeitos fixos com stand error robustos

Painel B-Restaurantes								
	(1)		(2)		(3)		(4)	
Variáveis explicativas	AUM empréstimos		AUM disponível		AUM capital		AUM O_Passivos NC	
	Coefficient	test t- (P-value)	Coefficient	test t- (P-value)	Coefficient	test t- (P-value)	Coefficient	test t- (P-value)
AUM AF	0,1209996*** (0,0028582)	42,33 0	-0,1659628*** (0,0057153)	-29,04 0	-0,0110215*** (0,0004189)	-26,31 0	0,7489492*** (0,0052229)	143,4 0
FC	-0,4805894*** (0,1848507)	-2,6 0,009	0,6188138*** (0,1718006)	3,6 0	0,0409375*** (0,0125995)	3,25 0,001	-0,1190344*** (0,0331818)	-3,59 0
AUM NFM	0,0160525 (0,335681)	0,05 0,962	-0,1135877 (0,1671944)	-0,68 0,497	-0,0374069 (0,0312975)	-1,2 0,232	-0,0348823 (0,246252)	-0,14 0,887
Constante	115,8374*** (42,67009)	2,71 0,007	-37,73679 (29,88352)	-1,26 0,207	0,8965114 (2,349186)	0,38 0,703	-96,71392*** (5,278998)	-18,32 0
Número de empresas	2253		2698		2699		2253	
Número de observações	8715		13674		13698		8728	
R-Square:								
Whithin	0,1375		0,3104		0,1687		0,9338	
Between	0,2022		0,7638		0,4196		0,8161	
Overall	0,1111		0,4165		0,289		0,8675	

Nota: *, ** e *** , nível de significância 10%, 5% e 1% respectivamente- **Fonte:** Elaboração Própria

Serão apresentados na tabela 7 os resultados de regressão efeitos fixos para o sector da Restauração em Portugal, com o objetivo de analisar os determinantes das diferentes formas de financiamento utilizadas pelas empresas deste sector, considerando o impacto de diferentes variáveis explicativas nas variáveis dependentes. Foi adotada como variável dependente AUM empréstimos e como variáveis explicativas (AUM AF,FC e AUM NFM) em que serão descritas cada uma de forma detalhada no decorrer do texto.

(1)AUM Empréstimos

Esta variável procura explicar quais os fatores que levam essas empresas a aumentar o financiamento por dívida. Quanto a variável **AUM AF** o coeficiente é altamente significativo a nível de 1%, ou seja, quanto aumentamos o investimento em ativos fixos maior será o endividamento pela via de empréstimos e as empresas também poderão utilizar esses ativos como forma de garantir para obterem financiamento, facilitando o acesso ao crédito.

No que se refere a variável **FC** apresenta um valor negativo de -0,48059, este resultado mostra que essas empresas recorrem ao financiamento por dívida para manter o funcionamento das suas operações e aqui as empresas necessitam de aumentar os seus empréstimos para manter um nível estável de cash flow. Entretanto, o fluxo de caixa negativo contribui significativamente para o aumento de empréstimos para financiar as suas operações. O p-value de 0,009 nos indica que esta relação é estatisticamente significativa a 1%. Esse resultado reforça a importância de melhorar a eficiência operacional e maximizar os fluxos de caixa, especialmente neste sector devido a sazonalidade. Neste aspeto o empréstimo é de extrema importância para que essas empresas possam expandir no mercado e alavancarem as suas operações.

No que concerne a variável **AUM NFM** apresenta nos um valor muito baixo com um p-value de 0,962 indica que essa relação não é estatisticamente significativa. Isso porque os restaurantes têm baixo estoque e não concedem crédito a clientes, a necessidade de fundo de maneió é reduzida por isso que o FM não influencia diretamente o endividamento das empresas de restauração, no entanto, a gestão eficiente do fundo de maneió é de extrema importância para a saúde financeira das empresas, mesmo que não impacte o nível da dívida no curto prazo.

Relativamente a variável **Constante** ela é altamente significativa, reforça que o sector da restauração tem uma tendência estrutural ao endividamento, independente dos níveis de ativos fixos, fluxo de caixa e fundo de maneió. Esse resultado destaca a necessidade de

políticas públicas que auxiliam o sector a equilibrar a sua dependência de crédito, especialmente em períodos de dificuldade económica.

Os resultados sugerem que as empresas de restauração em Portugal financiam os seus ativos fixos principalmente por meio de dívida, enquanto fluxos negativos permitem o aumento do endividamento pelas empresas. O AUM NFM, por outro lado, não desempenha um papel significativo na dívida dessas empresas por ter baixo estoque, por isso não tem relevância a nível de empréstimos.

(2)AUM disponível

De acordo com os resultados obtidos verifica-se que o AUM AF apresenta um coeficiente negativo e é altamente significativo a nível de 1%, isso nos sugere que empresas com mais ativos fixos têm menor nível de liquidez, ou seja, um aumento em ativos fixos está associado a uma redução nas disponibilidades de caixa. Esta relação negativa reflete um comportamento típico de pequenos e médios restaurantes em Portugal que sacrificam liquidez para investir em ativos físicos, sem recorrer a crédito bancário. Tal resultado é coerente com a realidade do sector, caracterizado por uma elevada presença de micro e pequenas empresas, frequentemente dependentes de capitais próprios para realizar investimentos. Assim, quando os empresários investem em remodelações, aquisição de equipamentos ou expansão das instalações, tendem a utilizar recursos de tesouraria, comprometendo disponibilidades.

Relativamente a variável **FC** também é estatisticamente significativa a 1% e existe uma relação positiva, indicando que empresas com maior geração de caixa têm mais liquidez, ou seja, quanto maiores os cash-flows operacionais, maior é o aumento nas disponibilidades de caixa. Isso deve porque na restauração os pagamentos dos clientes são imediatos, o que gera fluxos de caixa diários regulares. Essa relação é coerente com a natureza do setor em que os restaurantes bem geridos financeiramente geram caixa e aumentam as suas disponibilidades. No sector da restauração caracterizado por um ciclo operacional curto e vendas diárias com pagamento imediato, os cash flows tornam-se particularmente relevantes na geração de liquidez.

Na variável **AUM NFM** não se observa uma relação estatisticamente significativa entre o aumento do fundo de maneo e aumento das disponibilidades. Isso nos remete a afirmar que o fundo de maneo não tem impacto relevante na liquidez imediata do sector da restauração, pois os restaurantes não costumam manter grandes níveis de inventários nem

concedem crédito a clientes. A gestão do fundo de maneiio torna-se, assim, menos crítica em comparação com outros sectores de maiores dimensões, onde o financiamento de clientes e a manutenção de grandes volumes de estoques têm maior impacto financeiro.

Tendo em conta o resultado da variável **constante** indicam que esta relação não é estatisticamente significativa, ou seja, há fatores não incluídos no modelo que influenciam negativamente as disponibilidades, o que pode refletir custos fixos elevados ou má gestão financeira. Este resultado também indica que, na ausência de novos investimentos, geração de fluxo de caixa essas empresas de restauração enfrentam dificuldades financeiras que resultam em déficits.

(3)AUM capital

Seguidamente, temos os resultados de uma regressão de efeitos fixos que considera AUM Capital como a variável dependente, enquanto as variáveis independentes (AUM AF;FC;AUM NFM).

Os resultados demonstram, em primeiro lugar, uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o aumento dos ativos fixos e o aumento de capital. Isso sugere que, para as empresas de restauração em Portugal, um aumento no investimento em ativos fixos está associado a uma redução no capital. Os resultados indicam que empresas deste sector recorrem a financiamento externos para suportar os custos iniciais de aquisição de ativos, preservando o capital próprio. Ao contrário do que seria expetável num contexto ideal de estrutura de financiamento, os investimentos em ativos fixos não são acompanhados por reforços de capital próprio. Tal fenómeno pode ser explicado pela estrutura predominante do sector da restauração em Portugal, onde existe uma elevada concentração de microempresas com limitações ao acesso a financiamento externo e fraca capitalização. Neste contexto os empresários tendem a financiar os seus investimentos com recursos próprios de tesouraria, evitando assim aumentos de capital.

Por outro lado, existe uma relação positiva e significativa entre FC e o aumento de capital com um nível de significância de 1%. indicando que quando o fluxo de caixa aumenta as empresas tendem a aumentar o seu capital. Esses resultados indicam que as empresas com maior capacidade de gerar resultados operacionais positivos tendem a aumentar o seu capital próprio. Tal pode ocorrer através da capitalização de lucros retidos, prática em empresas de pequena dimensão, ou seja, empresas com maior geração de caixa conseguem aumentar a

sua capacidade de autofinanciamento, o que reflete um aumento no capital próprio e redução da dependência de financiamento externo.

Relativamente análise da variável AUM NFM apresenta um coeficiente é negativo, mas não significativo ($p\text{-valor} > 0,05$). Isso indica as variações no fundo de maneo não tem impacto relevante no comportamento de aumento de capital. Esta constatação é coerente com a especialidade do setor da restauração, onde o ciclo financeiro é curto, a rotação dos inventários é elevada, e não se verifica em regra, concessão de crédito a clientes. Assim, o fundo de maneo tem papel menos expressivo nas decisões de financiamento, ao contrário de sectores mais intensivos e maiores dimensões.

Em relação a constante não é estatisticamente significativa, o que indica que, na ausência dos fatores explicativos, o valor do capital pode variar amplamente e não está fixado num valor específico. Isso sugere que o AUM capital está intimamente ligado às mudanças nas variáveis explicativas(AUM AF,FC e AUM NFM) enquanto a constante é insignificante neste modelo.

(4)AUM O_Passivos NC

E por último, temos os resultados de uma regressão que considera AUM O Passivos_NC como a variável dependente, enquanto as variáveis independentes (AUM AF; FC;AUM NFM).

Os resultados relevam que o aumento de **ativos fixos** está fortemente associado ao aumento dos outros passivos não correntes, apresentando um coeficiente positivo elevado(0,7489) indicam que esta relação é estatisticamente significativa a 1%,ou seja, os investimentos em ativos fixos tem um papel crucial na geração de resultados operacionais no sector de restauração. Esta evidência demonstra que os investimentos em ativos fixos no sector da restauração são em grande medida financiados por dívidas de longo prazo. Este comportamento é coerente com o sector da restauração, onde a maioria são micro e pequenas empresas com recursos limitados, obrigando a crédito externo quando realizam investimentos relevantes em equipamento e instalações ou remodelações.

Em contraste, os a variável FC apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa a 1%. Este resultado evidencia que quando as empresas aumentam o FC diminui a utilização de outros passivos não correntes, indicando que as empresas com maior capacidade de geração de recursos através da sua atividade corrente dependem menos de financiamento externo a longo prazo. No contexto da restauração, empresas com boa

performance operacional conseguem financiar autonomamente parte dos seus investimentos, reduzindo assim a sua exposição ao risco financeiro.

No que diz respeito ao **AUM NFM**, indica que esta variável não apresenta significância estatística, não tendo portanto impacto relevante na variação do aumento de outros passivos não correntes. Tal resultado é consistente com a natureza do sector, no qual o ciclo financeiro é curto, com pagamentos imediatos por parte dos clientes, reduzindo a necessidade de financiamento do ciclo operacional.

No que diz respeito ao coeficiente da constante é negativo e estatisticamente significativo a 1%, isso reflete custos fixos e operacionais que não estão diretamente relacionadas a variáveis independentes.

R-Square-Interpretação dos resultados

Os valores de R-square apresentados no painel B-Restaurantes indicam a capacidade do modelo explicar as variações das variáveis incluídas no modelo.

O modelo que apresenta maior capacidade de explicação é o relativo ao **AUM O_Passivos NC**, com um **R² within de 0,9338**, o que indica que as variáveis explicativas incluídas nomeadamente o aumento de ativos fixos e os fluxos de caixa conseguem justificar praticamente toda a variação observada nos passivos de longo prazo dentro de cada empresa ao longo do tempo. Este resultado é particularmente relevante, pois revela que as decisões de endividamento de longo prazo no setor seguem padrões consistentes e previsíveis, centrados essencialmente na necessidade de financiamento de investimentos.

Já no que se refere a AUM DISP apresenta um R² within de 0,3104, e um R² between bastante elevado (0,7638), o que sugere que a liquidez dessas empresas varia não apenas com fatores internos, mas também de forma significativa entre diferentes empresas, ou seja, a estrutura de liquidez está fortemente associada às características intrínsecas de cada empresa, como a dimensão, sazonalidade, localização e perfil operacional, típicos da heterogeneidade do setor da restauração.

Em contraste, AUM EMP(1) e AUM Capital(3) apresentam níveis mais modestos de R² within (13,75% e 16,87%, respetivamente), o que indica uma menor capacidade do modelo em explicar as variações nestas variáveis com base apenas nas variáveis incluídas. Este facto pode refletir a influência de variáveis não observadas, como condições de crédito específicas, relações bancárias, ou políticas de retenção de lucros, que não foram diretamente capturadas no modelo.

Em suma, os R-squares revelam que as decisões de financiamento de longo prazo são explicadas de forma clara pelos fatores analisados, ao passo que as decisões relacionadas com empréstimos bancários e capital próprio estão sujeitas a uma maior variabilidade e complexidade no setor da restauração. Estes resultados reforçam a importância de políticas públicas e instrumentos financeiros que promovam estabilidade e previsibilidade no acesso ao financiamento por parte das empresas do setor. Esses valores do r-square indicam que o modelo tem um poder explicativo moderado, que é comum em dados de painel.

4.8 Análise Comparativa - Setores de Hotelaria e Restauração

Após a apresentação dos resultados das regressões com efeitos fixos para os setores da hotelaria e da restauração em Portugal, procede-se nesta secção a uma análise comparativa entre os dois setores, com o objetivo de interpretar as diferenças no comportamento das variáveis explicativas face às variáveis dependentes. A análise considera, para ambos os setores, os seguintes modelos: (1) aumento de empréstimos (AUM EMP), (2) aumento das disponibilidades (AUM DISP), (3) aumento do capital próprio (AUM Capital), e (4) aumento dos passivos não correntes (AUM O_PNC).

(1) Aumento de Empréstimos (AUM EMP)

No modelo que avalia os determinantes do aumento de empréstimos bancários, verifica-se que a variável “AUM AF” (aumento dos ativos fixos) apresenta um impacto positivo e estatisticamente significativo em ambos os setores, embora com maior magnitude no setor da hotelaria (coef. = 0,280; $p < 0,01$) do que no setor da restauração (coef. = 0,121; $p < 0,01$). Este resultado indica que os investimentos em ativos fixos estão fortemente associados ao recurso ao financiamento bancário, particularmente nos hotéis, cuja atividade é intensiva em capital físico, como edifícios e equipamentos.

O fluxo de caixa (FC) apresenta uma relação negativa e significativa com o aumento de empréstimos apenas na restauração (coef. = -0,480; $p < 0,01$), sugerindo que as empresas deste setor, ao aumentarem os seus fluxos de caixa, reduzem a sua dependência do crédito. No setor da hotelaria, o FC não apresenta significância estatística, o que pode indicar uma menor elasticidade entre liquidez e endividamento, possivelmente pela maior previsibilidade de receitas ou maior acesso a crédito estruturado.

A variável AUM NFM (aumento do fundo de manio) não apresenta significância estatística em nenhum dos setores, o que sugere que variações nas necessidades de manio

não constituem um fator determinante para a decisão de contrair novos empréstimos bancários.

(2) Aumento das Disponibilidades (AUM DISP)

Os resultados revelam diferenças marcantes entre os dois setores. Na restauração, observa-se uma relação negativa e significativa entre AUM AF e as disponibilidades (coef. = -0,165; $p < 0,01$), o que indica que os investimentos em ativos fixos reduzem os níveis de liquidez das empresas, comportamento compatível com empresas com menor acesso a financiamento externo. Por outro lado, o FC tem uma relação positiva e significativa (coef. = 0,618; $p < 0,01$), o que sugere que fluxos de caixa mais elevados aumentam a capacidade de retenção de disponibilidades.

No setor da hotelaria, o AUM AF e o FC não apresentam significância estatística neste modelo, sendo o único coeficiente marginalmente significativo o do FC ($p = 0,074$).

(3) Aumento do Capital Próprio (AUM Capital)

Apresenta os níveis mais baixos de significância estatística, particularmente no setor da hotelaria, onde nenhuma das variáveis explicativas demonstra relação estatisticamente significativa com a variação do capital próprio. No entanto, na restauração, observam-se coeficientes significativos, embora com magnitudes reduzidas. O AUM AF tem uma relação negativa (coef. = -0,011; $p < 0,01$), e o FC tem uma relação positiva (coef. = 0,041; $p < 0,01$), sugerindo que empresas com maiores fluxos de caixa tendem a aumentar o capital próprio, possivelmente através da retenção de lucros.

(4) Aumento dos Passivos Não Correntes (AUM O_PNC)

Nesta variável, as diferenças entre os setores são também evidentes. AUM AF apresenta impacto positivo e significativo em ambos os setores, com maior magnitude na restauração (coef. = 0,749; $p < 0,01$) do que na hotelaria (coef. = 0,235; $p < 0,01$). Este resultado indica que, particularmente na restauração, os investimentos em ativos fixos são fortemente financiados através de passivos não correntes, como dívida de médio e longo prazo.

O FC tem impacto negativo e significativo no setor da restauração (coef. = -0,119; $p < 0,01$), sugerindo que, à medida que as empresas geram mais caixa, reduzem a sua dependência de passivos não correntes. Na hotelaria, no entanto, o FC tem um impacto positivo e significativo (coef. = 0,172; $p < 0,05$), o que pode refletir estratégias distintas, onde

fluxos de caixa mais elevados são utilizados para reforçar a capacidade de investimento de longo prazo, sem necessariamente reduzir o endividamento.

A variável AUM NFM não é significativa em nenhum dos setores, novamente reforçando que variações no capital de curto prazo não influenciam decisivamente o financiamento de longo prazo.

A hotelaria mostra maior consistência no uso de empréstimos bancários e dívida de longo prazo para financiar os seus investimentos, refletindo estruturas mais formais e projetos de maior escala. A restauração, por sua vez, apresenta maior dependência do fluxo de caixa operacional, utilizando-o tanto para preservar liquidez como para evitar endividamento, característica típica de pequenas e médias empresas com menor acesso ao crédito.

Ambos os setores mostram que o aumento nos ativos fixos está fortemente associado ao aumento da dívida, refletindo o papel crucial dos investimentos de longo prazo no endividamento das empresas. No entanto, essa relação é mais forte no setor de hotelaria. Os fluxos de caixa apresentam um comportamento contrastante entre os setores. Enquanto o setor de hotelaria não mostra uma relação significativa entre fluxo de caixa e dívida, no setor de restauração o fluxo de caixa afeta negativamente a dívida, sugerindo que as empresas mais lucrativas preferem reduzir as suas obrigações financeiras.

No que diz respeito ao AUM NFM tem um impacto significativo na dívida no setor de hotelaria, mas não no setor de restauração, onde a sua relação com o endividamento não é estatisticamente significativa. As empresas do sector da hotelaria e restauração em Portugal devem considerar o equilíbrio entre o uso de fundo de maneo e investimentos em ativos fixos, visando um financiamento sustentável. Além disso, devem buscar alternativas para melhorar a gestão do fluxo de caixa para de forma a reduzir a dependência de dívida.

5. Conclusão

Este estudo analisou os determinantes do financiamento das empresas do setor de hotelaria e restauração em Portugal, focando-se na relação entre AUM AF, FC e AUM NFM e as variáveis dependentes. Através da aplicação do modelo de efeitos fixos em dados em painel, foram obtidos *insights* sobre as preferências e comportamentos de financiamento desses dois setores. Os principais resultados mostram que em ambos os setores, o investimento em ativos fixos tem um impacto positivo e significativo no aumento do empréstimo. Para o setor hoteleiro, este comportamento está alinhado com a ideia de que grandes investimentos, como imóveis e equipamentos, tendem a ser financiados com capital de terceiros.

O fluxo de caixa mostrou-se estatisticamente insignificante para o sector da hotelaria, sugerindo que empresas com fluxos de caixa mais robustos não necessariamente reduzem as suas dívidas. Já no setor de restauração, empresas com maiores fluxos de caixa tendem a reduzir significativamente o seu nível de endividamento, sugerindo uma maior dependência do capital gerado internamente. O AUM NFM apresentou uma influência positiva e significativa no endividamento do setor hoteleiro, indicando que empresas com maior necessidade de financiar operações diárias tendem a recorrer a empréstimos. No entanto, essa relação não foi significativa para as empresas de restauração, o que pode indicar que, neste setor, o fundo de maneo não é um fator crítico na decisão de aumentar a dívida.

Relativamente a capacidade explicativa do modelo, embora os modelos apresentados tenham capturado parte significativa das variações no endividamento, os valores de R^2 (dentro e entre as empresas) indicam que fatores não incluídos no modelo desempenham um papel importante.

Os resultados mostram que, em ambos os setores, as empresas utilizam dívida para financiar grandes investimentos em ativos fixos, enquanto o impacto dos fluxos de caixa e do fundo de maneo varia entre os setores.

O financiamento de empresas do setor turístico em Portugal envolve uma combinação de fontes e instrumentos financeiros, desde empréstimos bancários até fundos europeus e capital de risco. Embora existam desafios, especialmente para pequenas empresas, há uma variedade de opções disponíveis que, quando bem utilizadas, podem proporcionar o suporte financeiro necessário para o crescimento e a inovação no setor.

5.1 Limitações do estudo

Embora o modelo tenha incluído variáveis como AUM AF, FC e AUM NFM, outros fatores que influenciam o endividamento não foram considerados, como a taxa de juros, a inflação, a política de crédito dos bancos e fatores macroeconómicos. Além disso, questões mais específicas como a sazonalidade do setor de hotelaria e restauração não foram exploradas diretamente.

No entanto, embora hotéis e restaurantes compartilhem características do setor de serviços, existem diferenças estruturais que podem não ter sido totalmente capturadas pela análise. Os hotéis, por exemplo, demandam maiores investimentos em ativos fixos de longo prazo, enquanto os restaurantes podem ter maior volatilidade em termos de receita e operação.

5.2 Sugestões e Recomendações para futuros estudos

As empresas do sector da hotelaria e restauração em Portugal devem considerar o equilíbrio entre o uso das necessidades de fundo de maneiio e investimentos em ativos fixos, visando um financiamento sustentável. Além disso, devem buscar alternativas para melhorar a gestão do fluxo de caixa para reduzir a dependência de dívida. Estudos futuros poderiam incluir variáveis macroeconómicas, como taxas de juros, políticas fiscais, inflação e condições de crédito, para melhor entender como fatores externos influenciam o comportamento de endividamento. Além disso, seria interessante explorar o impacto de políticas governamentais específicas para o setor, como incentivos fiscais ou programas de financiamento.

A sazonalidade é uma característica fundamental desses setores. Assim, incorporar análises temporais que capturem o impacto das flutuações sazonais nas necessidades de financiamento e endividamento poderia trazer uma perspectiva mais completa.

Embora o estudo inclua um período pós-crise pandémica, seria interessante analisar em maior detalhe como as empresas do setor ajustaram as suas estratégias de financiamento devido às adversidades impostas pela COVID-19, especialmente no que se refere ao aumento da dívida como forma de sobrevivência.

Ao abordar essas limitações e explorar novas dimensões, futuros estudos poderão fornecer uma compreensão ainda mais aprofundada dos fatores que influenciam as decisões de financiamento das empresas de hotelaria e restauração em Portugal.

Referências bibliográficas

- Assaf Neto, A., & Silva, C. A. T. (2021). Administração do Capital de Giro. Editora Atlas.
- Barbosa, L., & Pinho, P. S. (2016). Estrutura de financiamento das empresas. L. B. Portugal & P. S. SBE, Eds., Lisboa.
- Barbosa, L., & Pinho, P. S. (2016). Estrutura de financiamento das empresas. L. B. Portugal & P. S. SBE, Eds., Lisboa.
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (2007): “Princípios de Finanças Empresariais”, Mcgraw-Hill, 8ª Edição.
- Damodaran, A. (2004). Finanças corporativas Teoria e prática., Porto Alegre: Bookman.
- Durand, D. (1952) - Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In universities-national bureau -Conference on research on business finance [Consult. 12 Mar. 2018]. Disponível em WWW:<URL: <https://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>>
- Gitman, Lawrence J. (1997). Princípios de Administração Financeira. 7ª edição. São Paulo: Harbra.
- Islam, M. (2014). Agency Theory. Retrieved May 24, 2017, from SlideShare: <https://www.slideshare.net/muhibnash/agency-theory-36263676>.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3, 305-360.
- Luzio, R. F. (2015). Os determinantes do financiamento bancário às PME portuguesas. Tese de Mestrado em Gestão Comercial. Faculdade de Economia - Universidade do Porto.
- Matias, Alberto Borges (2007). Finanças corporativas de longo prazo, volume 2: criação de valor com sustentabilidade financeira/ CEPEFIN – Centro de Pesquisas em Finanças. São Paulo: Atlas.
- Myers, S. C. (2001) Capital structure. The Journal of Economic Perspectives 15(2), 81-102, Spring.
- Myers, S. C (1984). The effect of Capital Structure on a Firm’s Liquidation Decision. Journal of Financial Economics, 13, 51-137.

Myers, S. C. (1984). "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 574-592.

Myers, S. C.; Majluf, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, n. 13, p. 187-221, 1984.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. (A. E. Association, Ed.) *The American Economic Review*, 261 - 297.

Oliveira, I. G. (2012). Determinantes da Estrutura de Capital das PME Portuguesas. Tese de Mestrado em Finanças. Lisboa: ISCTE - Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.

Montgomery, D. C. (2012). *Design and Analysis of Experiments* (8th ed.). Wiley.

OMT (1998b). *Introducción al turismo*. Madrid: Organización Mundial do Turismo.

Pinho, C., & Tavares, S. (2005). *Análise Financeira e Mercados*. Lisboa: Áreas Editora.

Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2011). Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: Capital Structure Decisions in a Peripheral Region of Portugal. Department of Management and Economics. Évora: CEFAGE Research Center - University of Évora.

Silva, S. d. (2012). Estrutura de capitais: teste às teorias do trade off versus pecking order. Dissertação de Mestrado em Finanças registada à Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho, Minho.

Van der wijst, n., & hol, s. (2002). Trade credit in europe. In paper presented at the 31st meeting of the european working group on financial modeling, agia napa, cyprus.

Sites visitados: [Tendências do Turismo em Portugal em 2023 – Cinco Estrelas](#).