

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



DISSERTAÇÃO DE MESTRADO  
A ESTRUTURA DE CAPITAL DA INDÚSTRIA  
HOTELEIRA EM PORTUGAL: HOTÉIS DE 4 E 5  
ESTRELAS

---

Ana Filipa Santos Peixoto

Lisboa, Fevereiro de 2017



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

## DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

# A ESTRUTURA DE CAPITAL DA INDÚSTRIA HOTELEIRA EM PORTUGAL: HOTÉIS DE 4 E 5 ESTRELAS

---

Ana Filipa Santos Peixoto (20140137)

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Análise Financeira, realizada sob a orientação científica de Sandra Cristina Antunes Ribeiro da área científica de Economia e Finanças.

Constituição do Júri:

Presidente Dr. Joaquim António Martins Ferrão

Vogal Dr. Paulo Fernando de Sousa Pereira Alves

Vogal Dra. Sandra Cristina Antunes Ribeiro

Lisboa, Fevereiro de 2017

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação.

Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas.

Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## **Agradecimentos**

À minha família, e em especial à minha Mãe,  
que me deu todo o apoio ao longo da minha formação acadêmica  
e a possibilidade de estar aqui, onde me encontro hoje.

Também a todos os meus amigos e conhecidos que  
de alguma forma fizeram parte deste percurso e me ajudaram,  
cada pedaço deles me fez tornar nesta pessoa.

À minha orientadora Doutora Sandra Cristina Antunes Ribeiro,  
por toda a paciência, disponibilidade, apoio e orientação.

A todos os meus sinceros agradecimentos.

## Resumo

A indústria hoteleira é referenciada como um dos setores que apresenta maior impacto económico em Portugal, o crescimento exponencial registado nos últimos anos vem dar sentido a uma maior aposta no desenvolvimento do mesmo. Atualmente o número de estudos que remetem para o tema da estrutura de capital são incontáveis. Modigliani e Miller em 1958 levantaram toda esta questão e de forma subsequente desenvolveram-se inúmeras investigações - o foco - a procura da estrutura de capital ótima para as empresas, as respostas todavia discordantes.

Os diversos estudos empíricos realizados remetem na sua grande maioria para setores de atividade que não a hotelaria, desta forma e dado a sua importância para o nosso país a presente dissertação tem como objetivo analisar e identificar as determinantes principais que influenciam a estrutura de capitais das sociedades que compõem a indústria hoteleira, os hotéis de 4 e 5 estrelas, e perceber quais as teorias sobre estrutura de capitais que o setor em análise segue. A amostra selecionada respeita a 320 sociedades, para o ano de 2014.

O método estatístico aplicado foi o coeficiente de correlação de *pearson* e o modelo econométrico de regressão linear múltipla o qual nos permitiu concluir que a estrutura de capitais é influenciada positivamente pela variável poupança fiscal não associada à dívida, para um nível de significância de 5%. Por outro lado, esta estrutura é influenciada negativamente pelas variáveis tangibilidade do ativo, rendibilidade do ativo, liquidez geral e dimensão do ativo.

No caso específico as evidências deste estudo reforçam que este não apresenta como base uma única teoria, mas sim uma conjugação das mesmas.

Palavras Chave: **Indústria Hoteleira, Estrutura de Capitais, Determinantes da Estrutura de Capital, Endividamento**

## Abstract

In Portugal, the hotel industry is referred to as one of the sectors with more significant economic impact. Its exponential rise, over the last years, has given enough proofs that it's well worth instigating the sector's development. Nowadays, the number of studies that focused on the capital structure is uncountable. Modigliani & Miller (1958) brought up this issue, and numerous investigations were made in order to find the finest capital structure for the companies; the answers, however, turned out to be very discordant.

The varied empirical studies performed until now, are mainly focused on other activity sectors, different from the hotel Industry; as such, and given the considerable importance of this subject matter in our country, the present dissertation aims to analyze and identify the main conditions that influence the capital structure of the societies which, one the other hand, compose our hotel industry; the present research focuses on the 4 and 5 star hotels; the understanding of which theories regarding the capital structure the sector follow will also be a main target of the present study.

The selected sample collects information of 320 societies, for the year 2014; the statistical method applied was the Pearson correlation coefficient and the econometric model of multiple linear regression, which allowed us to conclude that the capital structure is positively affected by the tax saving variable not associated with the debt, for a significance level of 5%; one the other hand, this structure is negatively affected by the asset tangibility, return on assets, general liquidity and asset dimension's variables. In the specific context, the evidences of the study, sustain that the same is not based on a single theory, but on a multiple combination of them.

**Keywords: Hotel Industry, Capital Structure, Determinants of Capital Structure, Debt.**

# Índice

Índice de Tabelas .....	XII
Índice de Figuras.....	XII
CAPÍTULO I - Introdução.....	1
CAPÍTULO II - Revisão da Literatura .....	4
2.1. A Estrutura de Capital e as suas Teorias.....	4
2.1.1. Abordagem Tradicional .....	6
2.1.2. Abordagem de Modigliani e Miller - 1958.....	7
2.1.2.1. Proposição I .....	8
2.1.2.2. Proposição II.....	9
2.1.2.3. Proposição III.....	10
2.1.3. Modigliani & Miller – 1963.....	10
2.1.3.1. Teoria do Efeito Fiscal.....	10
2.1.4. Teoria <i>Trade-off</i> .....	11
2.1.5. Custos de Falência .....	12
2.1.6. A Teoria da Agência .....	13
2.1.6.1. Custos de Agência do Capital Próprio .....	14
2.1.6.2. Custos de Agência da Dívida.....	15
2.1.7. Teoria da Assimetria de Informação e Sinalização.....	17
2.1.8. Pecking Order .....	18
2.1.9. Teoria <i>Market Timing</i> .....	20
CAPÍTULO III – Determinantes da Estrutura de Capitais em Estudo .....	22
3.1. Poupança Fiscal Não Associada à Dívida.....	22

3.2. Tangibilidade do Ativo .....	23
3.3. Oportunidades de Crescimento .....	24
3.4. Rendibilidade .....	24
3.5. Liquidez Geral .....	25
3.6. Dimensão .....	26
CAPÍTULO IV - A Indústria Hoteleira em Portugal.....	27
4.1. A Indústria .....	27
4.2. Estudos Empíricos Estrutura de Capital e Indústria Hoteleira em Portugal .....	29
CAPÍTULO V – Desenho da Investigação.....	27
5.1. Hipóteses em Estudo.....	31
5.2. Definição das Variáveis .....	33
5.2.1. Variáveis Dependentes.....	33
5.2.2. Variáveis Independentes .....	33
5.3. Caracterização da Amostra.....	35
5.3.1. Enquadramento do Setor da Amostra .....	36
5.3.2. Amostra.....	39
5.4. Estatística Descritiva.....	41
5.5. Coeficiente de Correlação de <i>Pearson</i> .....	42
5.6. Análise de Resultados .....	45
Conclusão.....	56
Bibliografia .....	58

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Número de Hotéis em Portugal por Categoria .....	28
Tabela 2 – Estudos Empíricos Realizados em Portugal relacionados com a Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira .....	29
Tabela 3 – Hipóteses a Testar e Impacto na Estrutura de capitais.....	32
Tabela 4 - Variáveis Dependentes .....	33
Tabela 5 – Variáveis Independentes .....	34
Tabela 6 – Decomposição da Amostra .....	40
Tabela 7 – Resumo da Estatística Descritiva da Amostra .....	41
Tabela 8 – Chave para leitura e interpretação do Coeficiente de Correlação de Pearson .....	41
Tabela 9 – Coeficiente de Correlação de <i>Pearson</i> .....	42
Tabela 10 – Resultados de estimação do modelo (4).....	47
Tabela 11 – Resultados de estimação do modelo (5).....	47
Tabela 12 – Resultados de estimação do modelo (6).....	48
Tabela 13 – Resultados de estimação do modelo (7).....	51
Tabela 14 – Resultados de estimação do modelo (8).....	51
Tabela 15 – Resultados de estimação do modelo (9).....	52
Tabela 16 – Relações Esperadas e Observadas das Hipóteses .....	54

## Índice de Figuras

Figura 1 – Estrutura Ótima de Capitais.....	8
Figura 2 – Evolução dos estudos sobre a estrutura de capital.....	9
Figura 3 – Pirâmide representativa das fontes de financiamento de acordo com o risco .....	19
Figura 4 – Proveitos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros Por Localização.....	28
Figura 5 – Número de Chegadas de Turistas a Portugal.....	37
Figura 6 – Balança Turística Portuguesa .....	37

## CAPÍTULO I - Introdução

O presente trabalho estuda o tema da Estrutura de Capitais, uma das áreas mais ricas das Finanças Empresariais, cuja principal preocupação se traduz na maximização do valor de uma empresa dotando os seus decisores de conhecimentos e mecanismos que conduzam à tomada das melhores decisões no que toca ao financiamento e investimento.

No que respeita á estrutura de capital interna e externa e ao seu prazo, o tecido empresarial recorre a diferentes fontes de financiamento, ponderando sobre qual a fonte de financiamento a utilizar ou a sua proporção por forma a procurar encontrar um equilíbrio tendo em conta a criação de valor.

Inúmeros são os estudos que podemos encontrar que identificam e analisam os fatores que influenciam as decisões da estrutura de capital das empresas. Porém, a literatura sobre as decisões de estrutura de capital, tem-se centrado sobretudo em empresas e setores que não a indústria hoteleira, como por exemplo o setor manufatureiro, havendo uma transposição dos seus resultados para outros setores industriais e não se verificando aprofundamento na sua validação.

O setor do turismo, que engloba, a indústria hoteleira, estás nos dias de hoje exposto a uma alta concorrência, bem como à grande incerteza da conjuntura económica, sendo de especial importância estudar este tema dado a exigência de uma constante atualização de dados e a sua suscetibilidade a oscilações.

Segundo Covas, A. (2004), “em Portugal, este tema não tem sido muito estudado, provavelmente devido à dificuldade de recolha de informação e à existência de um mercado de capitais pouco desenvolvido.”. No presente estudo, procura-se colmatar esta lacuna, assim este trabalho como objetivo principal o estudo das decisões de financiamento das sociedades<sup>1</sup> que possuem um conjunto de unidades hoteleiras categorizadas por 4 e 5 estrelas em Portugal.

O tema Estrutura de Capital é vasto, algo que ficou provado pelo número de estudos realizados após a publicação do trabalho original de Modigliani & Miller, “*The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment*” em 1958. Várias correntes teóricas como a Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento (Myers & Majluf, 1984), Teoria do *Trade-off* (Lev

---

<sup>1</sup> Sociedade por Quotas, Sociedade unipessoal por Quotas, Sociedade Anónima, Sociedade Nome Coletivo e Sociedade Comandita.

& Pekelman, 1975), Assimetria de Informação (Ross, 1977), Teoria de Agência (Jensen & Meckling, 1976), a Teoria do *Market Timing* (Baker & Wurgler, 2002), têm feito seguidores defendendo as teorias que respondem a esta problemática da estrutura de capital ótima, não existindo consenso. Existe ainda quem defenda a combinação de diferentes teorias, como Serrasqueiro, Armada & Nunes (2011). Deste modo, estas teorias estão dependentes ainda das particularidades dos países /regiões e das empresas.

Apesar da importância de todos os estudos feitos até à data de hoje, “não existe nenhuma fórmula ou teorema exato, que seja adaptável a qualquer empresa, isto é, que explique como estas escolhem a sua estrutura de capital” Brealey, Myers & Allen (2007).

Com o desenvolvimento das diferentes teorias e da evidência empírica foi possível identificar alguns determinantes da estrutura financeira das empresas, algo que nos vai ajudar a ter respostas mais concretas. Os determinantes da estrutura de capital em estudo são: a poupança fiscal não associada à dívida, tangibilidade do ativo, oportunidades de crescimento, rendibilidade do ativo, rendibilidade dos capitais próprios, liquidez geral, a dimensão do ativo e a dimensão do volume de negócios.

Para explicarmos melhor estes determinantes, foram consideradas como variáveis explicadas o endividamento total, o endividamento de médio e longo prazo e o endividamento de curto prazo. Através da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) foi extraída a informação necessária das sociedades, recorrendo ao balanço e à demonstração de resultados para o ano de 2014.

Com o objetivo de percebermos que fatores podem explicar o nosso estudo será feita uma análise aos determinantes através do coeficiente de correlação de *Pearson* e do modelo estatístico de regressão linear múltipla. A amostra constitui 320 sociedades que possuem o conjunto de hotéis de 4 e 5 estrelas e as suas respetivas informações.

Sintetizando, a presente investigação aborda os seguintes tópicos: (1) Descrição de forma breve das várias teorias da Estrutura de Capitais, referindo os principais modelos; (2) reconhecer os determinantes específicos da estrutura de capital das sociedades que agrupam hotéis de 4 e 5 estrelas em Portugal; (3) caracterização da indústria hoteleira, tendo em conta a identificação de especificidades envolventes que poderão afetar a tomada de decisão sobre a estrutura de financiamento; (4) testar a capacidade explicativa dos determinantes da estrutura de capital

(hipóteses); (5) verificar a influência e o sinal dos determinantes na estrutura de capital destas mesmas sociedades.

Neste seguimento a presente dissertação é composta por três capítulos. Após este primeiro capítulo é feita uma revisão das principais teorias sobre estrutura de capitais, por ordem cronológica. No terceiro capítulo, decorrente de uma análise aos estudos anteriormente realizados sobre esta temática, são descritos, com base nos mesmos, os determinantes da estrutura de capital da empresa. O quarto capítulo destina-se á abordagem á indústria hoteleira e o quinto capítulo á análise prática da dissertação, onde estão apresentadas as hipóteses de estudo a testar. Posteriormente, são definidas as variáveis, a caracterização da amostra e, por fim, analisados os resultados dos modelos estudados.

## CAPÍTULO II - Revisão da Literatura

### 2.1. A Estrutura de Capital e as suas Teorias

O termo Estrutura de Capital de uma organização refere-se à composição dos recursos por meio dos quais uma empresa financia as suas atividades. Segundo Brealey, Myers & Marcus (2003), a estrutura de capital é um conjunto de títulos de uma empresa, de estrutura não fixa que podem sofrer alterações ao longo do seu ciclo de vida, em função das decisões de financiamento.

Para Brealey, Myers & Allen (2007) “a composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa é conhecida por Estrutura de Capital”. Segundo Maquieira & Vieito (2010) a estrutura de capital consiste no “peso relativo que o valor de mercado da sua dívida e do seu capital próprio têm no capital total dessa instituição”, isto é, uma empresa para se financiar pode recorrer a fundos internos (autofinanciamento) e/ou a fundos externos (dívida e aumento de capital), ou seja, a escolha de uma proporção adequada envolve diversos fatores que devem ser avaliados por gestores financeiros.

A teoria da estrutura de capital identifica o nível ideal de endividamento por forma a maximizar o valor de mercado de uma empresa<sup>2</sup>, ou, caso esse não exista, a maneira mais adequada da empresa balancear os seus recursos, combinando capital próprio com capital alheio, entrando numa ótica de maximização do seu valor e minimização do custo médio ponderado de capital (WACC)<sup>3</sup>.

Segundo Teixeira (2012), a estrutura de capital ótima é assim atingida com a combinação dos fatores internos e externos à empresa, maximizando o seu valor, e subsequentemente, minimizando problemas financeiros como a falta de liquidez.

É de concordância entre os muitos autores que escrevem sobre as teorias da estrutura de capital, que as decisões de financiamento são altamente importantes em qualquer empresa.

Na figura 1 é possível observar uma representação gráfica da estrutura ótima de capitais em que a seta nos indica o ponto onde a estrutura ótima de capital é atingida, isto é, aquele em que o custo

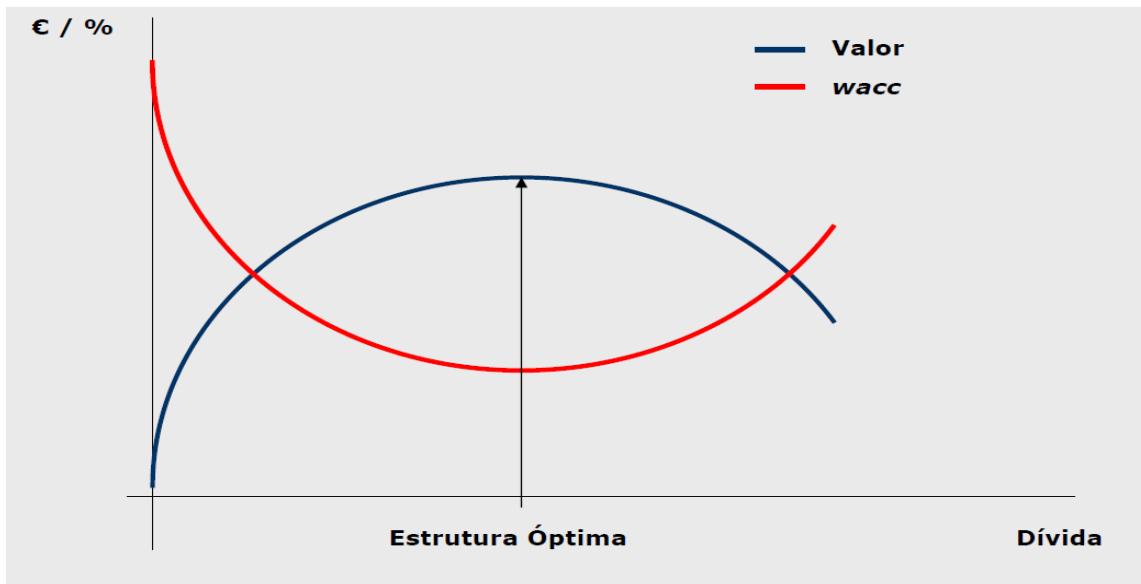
---

<sup>2</sup> Valor de Mercado da Empresa = Valor do Capital Próprio + Valor da Dívida Financeira

<sup>3</sup> Resultado da forma como o ativo de uma empresa é financiado, isto é, da proporção usada nas diferentes formas de financiamento (ações ordinárias e preferenciais, bem como dívida) e do seu custo.

médio ponderado do capital (linha vermelha) é minimizado, maximizando dessa forma o valor da empresa (linha azul).

Figura 1 Estrutura Ótima de Capitais



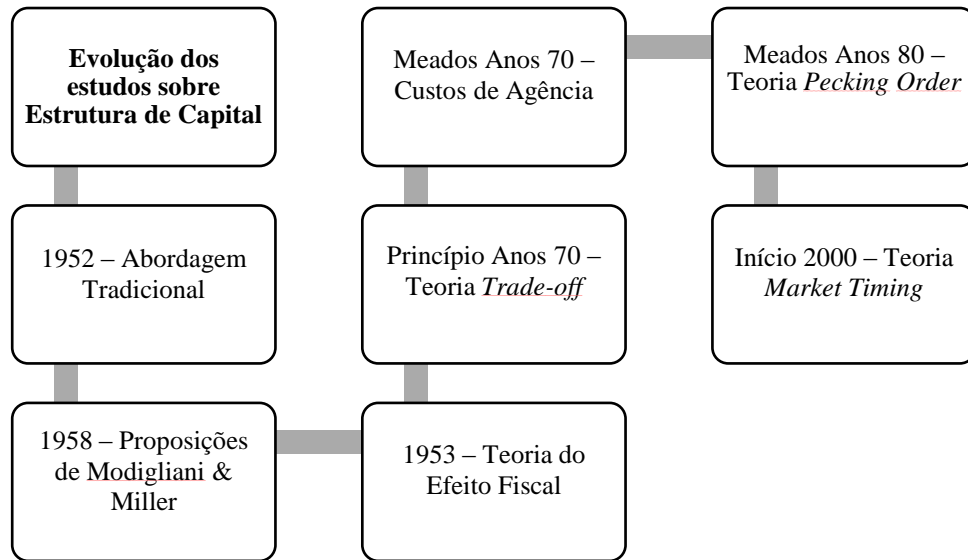
Fonte: Padrão R. (2007)

Segundo Augusto (2006) até ao ano de 1958 “sustentava-se que, para toda a empresa, existia uma combinação de capitais próprios e alheios (estrutura de capital) que maximizava o seu valor de mercado”, dessa forma, as empresas deviam orientar-se fazendo escolhas de financiamento que as conduziam à estrutura de capital ótima.

No entanto, vários são os estudos que envolvem esta temática. Apesar destas inúmeras teorias, verifica-se que não existe uma base teórica consolidada que explique a estrutura de capital que as empresas utilizam (Silva, 2009).

Na figura 2 estão registadas algumas das mais notórias teorias desenvolvidas nos últimos anos. Estas visam explicar quais são os fatores que influenciam as decisões de estrutura de capital.

Figura 2 Evolução dos estudos sobre a estrutura de capital



Fonte: Elaboração Própria

Apresentamos de seguida por ordem cronológica as teorias que têm marcado a evolução da problemática da estrutura de capital.

### 2.1.1. Abordagem Tradicional

Foi no ano de 1952 que Durand introduziu a abordagem tradicional. A sua conceção parte do princípio de que é possível minimizar o custo médio de capital próprio, combinando o capital próprio e o capital alheio por meio a maximizar o valor de mercado da empresa, existindo uma estrutura ótima de capital para cada empresa. Defende também que a disponibilidade adequada de financiamento influencia as decisões de investimento.

Esta abordagem defende ainda que a empresa beneficia ao recorrer a capital alheio, pois o custo capital próprio é mais elevado que o custo do capital alheio, por isso, quanto mais dívida a empresa utilizar menor será o custo médio ponderado do capital.

O risco financeiro nunca toma o valor zero, mas é algo que todas as empresas pretendem minimizar. À medida que uma empresa aposta em dívida, inevitavelmente, sofre um aumento de risco para os acionistas e para os detentores da mesma, provocando uma reclamação mais elevada de compensações por parte destes agentes para os seus investimentos. O risco financeiro gerado pelo endividamento é classificado de forma diferente pelos investidores, esta é a primeira abordagem feita à corrente tradicionalista por Brealey & Myers (1998). As vantagens procuradas nestas decisões de endividamento passam pelo aumento da rentabilidade da empresa, dos valores das ações e claro da poupança fiscal inerente.

A segunda abordagem está relacionada com a admissão de um mercado de capitais imperfeito em que se dá a procura de uma estrutura ótima de capitais minimizando os custos de financiamento e maximizando o valor da empresa, ou seja, a minimização dos custos das diferentes formas de financiamento (capital próprio e capital alheio).

As vantagens procuradas nestas decisões de endividamento passam pelo aumento da rentabilidade da empresa, dos valores das ações e claro da poupança fiscal inerente.

Martins (1999) e Suárez (1996) citados por Rebelo (2003), referem que a abordagem tradicional é muito defendida por gestores financeiros mas, como essa não é suportada por nenhum modelo formal, não reúne os requisitos para ser considerada uma verdadeira teoria.

### **2.1.2. Abordagem de Modigliani e Miller - 1958**

São passados seis anos da abordagem tradicional que nascem os primeiros estudos da estrutura de capital com a publicação do artigo “*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*” no *The American Economic Review* por parte de Modigliani & Miller, dois professores que estudaram o tema da estrutura de capitais de forma intensiva.

No ano de 1958 lançam uma das bases do pensamento moderno sobre estrutura de capital em finanças empresariais, o muitas vezes chamado - princípio da irrelevância da estrutura de capital. Segundo Modigliani & Miller não existe estrutura de capital ótima e, “o valor da empresa é, em

certas condições, independente da estrutura de capital” (Modigliani & Miller, 1958), garantindo assim que, as alterações da estrutura de capital não têm qualquer influência no valor de mercado da empresa. Opondo-se à abordagem tradicional, que remete para a existência de uma estrutura de capital ótima, que minimiza o custo de capital e maximiza o seu valor.

Modigliani & Miller (1958) assentam num cenário de mercado de capitais perfeito<sup>4</sup> onde existem condições de endividamento idênticas para empresas e investidores, baseando-se nos seguintes pressupostos:

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

Com base nestes pressupostos formulados, Modigliani & Miller (1958), desenvolvem três proposições com o objetivo de demonstrar que o valor de mercado da empresa é independente das fontes de financiamento da empresa.

### **2.1.2.1. Proposição I**

*“O Valor da empresa endividada é igual ao valor da empresa não endividada”*

A Proposição I de Modigliani & Miller (1958) declaram que a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante, o que leva a afirmar que nenhuma poderá ser qualificada como melhor ou pior para os seus acionistas. Em contexto de mercado de capitais perfeito, não existe possibilidade de se obterem ganhos de arbitragem, e duas empresas com o mesmo grau de risco, tem o mesmo valor, independentemente da estrutura de capital que as compõe.

Se o valor de uma empresa financiada por capitais próprios for superior ao de uma empresa financiada por capitais alheios, os investidores poderiam contrair empréstimos e comprar ações de

---

<sup>4</sup> Mercado é onde os preços das ações refletem totalmente a informação disponível e um dos seus preceitos principal está ligado a eficiência do sistema de Informação, de forma a beneficiar de igual modo as empresas e os Investidores.

empresas não endividadas, conduzindo assim a um ponto de equilíbrio, no qual o valor de mercado da empresa financiada por capitais próprios é igual ao valor de mercado de uma empresa que se financie com fundos externos.

### **2.1.2.2. Proposição II**

Na Proposição II, Modigliani & Miller (1958) estabelecem que a taxa de rendibilidade esperada pelos investidores aumenta proporcionalmente ao rácio de endividamento, calculado com base no valor de mercado da empresa.

Segundo Maquieira & Vieito (2010), nesta proposição demonstra-se que o custo de capital próprio de uma empresa aumenta em função do endividamento, pois quanto mais alavancada for a empresa, maior a rendibilidade exigida pelos acionistas, funcionando como um prémio adicional para cobrir estes riscos.

De acordo com Augusto (2006), nesta segunda proposição, é demonstrado que as opções tomadas pelas empresas relativamente à estrutura de capitais não terão influência nos acionistas, uma vez que, um aumento do rendimento esperado das ações, em resultado de um aumento do endividamento, não os beneficiará, mas apenas os compensará pelo aumento do risco financeiro.

Segundo Brealey *et al.* (2007), a taxa de rendibilidade esperada das ações aumenta com o aumento do rácio dívida-capital próprio. No entanto, este aumento é indiferente aos acionistas porque o aumento da taxa de remuneração esperada é compensado pela taxa de risco exigida pelos mesmos.

Trabalhos posteriores ao de Modigliani & Miller demonstraram que, na presença de mercados imperfeitos, a estrutura de capitais torna-se relevante para a definição do valor de uma empresa.

Em suma num mundo que não é real, sem impostos, os indivíduos e empresas podem pedir emprestado á mesma taxa.

Este era um modelo competente para concorrer com a visão tradicional mas, a verdade é que apresentava grandes limitações. Acabando por perceber esse facto os autores publicaram uma

alteração<sup>5</sup> do artigo original em 1963 aplicando o modelo à realidade e reconhecendo o seu equívoco.

### **2.1.2.3. Proposição III**

Na Proposição III, os autores defendem que o que determina o valor da empresa é a sua política de investimento e não a política de financiamento. A forma como um investimento é financiado é irrelevante para o valor da empresa. O que vai ser relevante para o valor da empresa é a taxa de rentabilidade esperada dos investimentos. A empresa deverá, assim, aceitar investimentos com uma taxa de rentabilidade igual ou superior ao seu custo do capital.

### **2.1.3. Modigliani & Miller – 1963**

Face aos pressupostos de um mercado de capitais perfeito, em que o modelo de Modigliani & Miller se baseia, e apesar de desenvolverem um modelo competente para concorrer com a visão tradicional, a verdade é que, o modelo apresenta limitações. Como tentativa de ultrapassar essas limitações e aplicarem o modelo à realidade, os autores voltaram a publicar um novo artigo em 1963.

#### **2.1.3.1. Teoria do Efeito Fiscal**

Nesta correção foi tido em consideração o efeito fiscal na decisão da estrutura de capital da empresa, no qual os autores defendem que uma empresa pode beneficiar ao se financiar com fundos externos ao invés de capital próprio, pois, de acordo com o efeito fiscal, é possível deduzir os custos de financiamento, obtendo assim uma poupança fiscal, que irá reverter para os seus acionistas. De acordo com Myers (1984) e Silva (2009), à medida que uma empresa for aumentando o seu endividamento, os seus benefícios fiscais também aumentam.

Modigliani & Miller (1963) demonstraram que o endividamento acresce valor à empresa, através do benefício fiscal decorrente dos juros e, por isso, quanto maior o valor da dívida, maior o valor da empresa. De facto o endividamento é benéfico para as empresas enquanto estas puderem usufruir

---

<sup>5</sup> Intitulado por “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*” publicado no *The American Economic Review*

da vantagem da dedutibilidade do juro, porque se os resultados forem insuficientes para utilizar todas as possíveis fontes de poupança fiscal, o endividamento reduzirá o valor da empresa.

Contudo, o problema do endividamento excessivo e do seu efeito no valor da empresa foi levantado quando começaram a ser analisadas as imperfeições do mercado de capitais.

É importante reter que existem limites que devem ser adotados no que toca ao endividamento, pois a empresa pode entrar em incumprimento e, conseqüentemente, em falência.

#### **2.1.4. Teoria *Trade-off*<sup>6</sup>**

São passadas algumas décadas que surgem novas teorias que vêm conferir mais realismo á investigação sobre a estrutura de capital.

O desenvolvimento da teoria do *Trade-off* inicia-se com a introdução da dedutibilidade dos encargos financeiros da dívida no modelo de Modigliani & Miller (1963;1958), encontrando-se assim associada à estrutura ótima de capital.

Nesta estrutura ótima de capital a empresa define o rácio dívida sobre o valor da empresa e estabelece que esse será o objetivo a atingir (Myers, 1984). Este modelo caracteriza-se por se basear num ajustamento a atingir em função de um ótimo pré-definido pela empresa.

Segundo Novo & Vieira (2010), “A consideração do efeito fiscal decorrente do uso de dívida, combinado com o efeito dos custos de falência, resultou na abordagem *Trade-off*, esta sustenta a ideia de que, se por um lado, o endividamento tem vantagens para a empresa por meio do benefício fiscal que lhe está associado, por outro, tem também custos associados á falência das empresas, sendo a probabilidade de incorrer em falência mais elevada quanto maior for o grau de endividamento da empresa.”.

Myers (2001) assume que os gestores devem explorar os benefícios fiscais, já que uma elevada rentabilidade também significa que a empresa tem mais lucro tributável e, para o reduzir, a empresa pode endividar-se sem ter dificuldades financeiras. Fama & French (2002) atestam que no modelo

---

<sup>6</sup> Vd. Kraus, A. e Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, Setembro: 911-922.

*Trade-off*, as empresas identificam a sua estrutura ótima através da ponderação dos custos e dos benefícios do aumento da dívida na estrutura de capital da empresa. Os benefícios da dívida são a dedutibilidade fiscal dos juros de financiamento e a redução do problema de agência associado ao fluxo de caixa.

Brigham, Eugene & Houston (1999) afirmam que existe um nível de endividamento no qual a probabilidade de falência é irrelevante. Contudo, a adoção de políticas financeiras arriscadas tanto pode levar ao sucesso, como ao fracasso pois o aumento do capital alheio na estrutura de capital a um determinado nível, torna os custos relacionados com a falência preocupantes.

### **2.1.5. Custos de Falência**

Foi em 1966 que Robichek e Myers introduziram os custos de falência. Estes resultam, segundo Brealey e Myers (1998), do incumprimento das obrigações da empresa para com os seus credores.

Baxter (1967) foi dos primeiros autores a apresentar um artigo tendo em consideração os custos de falência, referindo que,

“(…) embora seja impossível generalizar, existe evidência que a falência tem custos associados – de carácter administrativo e frequentemente sob a forma de redução dos resultados antes de juros e impostos.

Por conseguinte, o endividamento excessivo que pode conduzir a empresa à falência aumentará o seu custo de capital” (Baxter: 1967: 399,401).

Vários modelos matemáticos que estudam o endividamento da empresa demonstram que existe um limite de endividamento. Para autores como Kraus & Litzenberg (1973), Scott (1976) e Kim (1978), este limite é encontrado quando os benefícios fiscais são compensados pelos custos de falência, encontrando-se assim uma estrutura ótima.

Os custos de falência podem ser classificados como diretos e/ou indiretos:

- Diretos – Custos associados ao processo de falência da empresa (advogados, administrativos, despesas legais);
- Indiretos – Resultam da percepção de que a empresa está em dificuldades, existindo uma forte possibilidade de falência (perda de clientes por quebra de fornecimento/assistência, quebra de fornecimento por parte dos fornecedores, reputação, funcionários).

Warner (1977) focou o seu estudo nos custos de falência diretos, reconhecendo que apesar destes deterem um peso menor face aos indiretos não devem ser ignorados nas discussões da estrutura de capital. Haugen & Senbet (1978), por sua vez, concluíram que esses custos não influenciam a escolha de uma estrutura de capital ótima. Estes tipos de custos apresentam-se mais elevados para empresas de menor dimensão, devido às economias de escala, quando entram num processo judicial.

Posteriormente Altman (1984) desenvolveu um estudo empírico no que diz respeito aos custos indiretos de falência, considerando que Warner, teria nos anos 70 ignorado os principais custos como perdas de oportunidade de gerência, perdas nas vendas e lucros, o alto custo dos novos créditos e a dificuldade ou impossibilidade de obtenção de novos empréstimos. Estes custos indiretos de falência representam uma grande fatia dos custos de uma empresa. Dado o peso global destes custos é necessário ter em conta a relevância na seleção de formas alternativas de financiamento.

### **2.1.6. A Teoria da Agência**

O estudo de Jensen & Meckling (1976), *“The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure”*, foi o primeiro a relacionar a teoria da agência (o problema de custos de agência) com a estrutura de capital das empresas. Para o desenvolvimento deste modelo Jensen & Meckling (1976) consideraram os pressupostos estabelecidos anteriormente por Modigliani & Miller na teoria do efeito fiscal.

Segundo Maquieira & Vieito (2010), a relação de agência é dada entre o proprietário<sup>7</sup>, a pessoa que delega os poderes, e o agente<sup>8</sup>, que tem a capacidade de decisão, executando um determinado serviço em nome de outrem. O proprietário vê vantagens acrescidas no agente pois, por vezes, não tem capacidade ou apresenta limitações na gestão. O agente não tem os recursos financeiros e materiais necessários, mas possui o *Know-How*.

Os problemas de agência surgem quando os interesses destas partes divergem, pois, as decisões tomadas pelo agente têm como objetivo maximizar a sua riqueza pessoal, e nem sempre coincidem com as do acionista, que tem como objetivo principal maximizar o capital próprio.

Para Santos (2013), “A teoria de agência relaciona-se com os problemas que surgem com a separação entre a propriedade e o controlo, que tem origem nas diferentes motivações e objetivos, na assimetria de informação e nas diferentes preferências de risco que existem entre principal (proprietário e/ou acionistas) e os agentes (gestores).”.

Os custos de agência originados pelos problemas afetam o valor da empresa, por isso torna-se importante encontrar uma estrutura de capital que minimize a soma desses custos. Uma empresa que detenha um elevado nível de endividamento, incorre em elevados custos de agência relacionados com a dívida, o que afeta negativamente o seu valor.

Jensen & Meckling (1976) identificaram dois tipos de custos de agência que afetam de forma negativa o valor da empresa:

- Custos de Agência do Capital Próprio;
- Custos de Agência da Dívida.

### **2.1.6.1. Custos de Agência do Capital Próprio**

Os custos de Agência do Capital Próprio resultam de conflitos de interesses entre os acionistas (principal) e gestores (agente), consequência da separação entre a propriedade e a gestão da

---

<sup>7</sup> Entende-se como proprietário o detentor de títulos de participação da empresa.

<sup>8</sup> Entende-se como agente o gestor ou administrador da organização.

empresa. O gestor tem um maior incentivo para maximizar os seus ganhos em detrimento dos ganhos dos acionistas e da maximização do valor da empresa.

Segundo Novo (2009) estes são o resultado do somatório dos seguintes custos:

- “a) Custos de criação de contratos entre o principal e o agente;
- b) Gastos nos procedimentos de vigilância das atividades do agente pelo principal;
- c) Gastos realizados pelo agente para justificar que a sua atuação não prejudica o principal;
- d) Perdas residuais, que resultam na diminuição da riqueza do principal ocorridas pelas divergências entre as decisões tomadas pelo agente e as que maximizariam a riqueza do principal.”.

De acordo com Augusto (2006), os mecanismos apresentados para minimizar os custos de agência, como por exemplo, o aumento da participação dos gestores no capital da empresa, alinhando dessa forma os seus interesses, o recurso ao endividamento e a diminuição da maturidade dos contratos de endividamento, permitem diminuir estes custos e, conseqüentemente obter uma estrutura ótima de capitais.

Segundo Silva (2013) se uma empresa apresentar *cash flow* disponível, o conflito entre estas duas partes pode ser agravado, pois na perspectiva dos gestores esse excedente deveria de ser reinvestido na empresa, pelo outro lado os acionistas defendem a sua distribuição sob forma de dividendos. Neste seguimento e, de acordo com Jensen & Meckling (1976), se se aumentar o uso da dívida é possível diminuir os custos de agência derivados deste excedente, pois o pagamento de juros é superior, o que leva á diminuição do fluxo de caixa disponível. Este endividamento pode reverter na promoção da expansão da empresa e aumento do seu valor, por forma a conciliar o interesse destes dois intervenientes.

### **2.1.6.2. Custos de Agência da Dívida**

Os Custos de Agência da Dívida resultam dos conflitos de interesses entre acionistas e credores da empresa, isto porque os acionistas investem em projetos financiados por credores que muitas vezes

apresentam risco elevado. Os credores para se salvaguardarem exigem taxas de remuneração mais elevadas e contratos de empréstimos onde a sua posição seja salvaguardada.

Grinblatt, Hillier & Titman (2002) identificaram três tipos de decisões tomadas pelos acionistas que aumentam esses custos:

- Subinvestimento

“...os acionistas podem decidir não investir em projetos de investimento com valor atual líquido positivo caso o nível de endividamento seja elevado, pois implicaria que a maior parte dos benefícios resultantes do projeto fossem captados pelos credores.”;

- Decisões de substituição de ativos

“...ocorre quando os acionistas tendem a assumir projetos de elevado risco e taxas de juros superiores, mesmo que apresentem um valor atual líquido negativo.”;

- Decisões de Miopia

“...os acionistas tendem a preferir projetos de investimento que geram resultados num horizonte temporal mais curto em detrimento de projetos de investimento mais rentáveis, mas cujo horizonte temporal é mais alargado...”.

Nesse sentido é necessária uma intervenção mais vinculada por parte dos credores, segundo Novo (2009) as medidas mais usuais exercidas pelos credores passam pelos seguintes pontos:

- i. Aumentar os custos dos empréstimos para compensar o aumento do risco;
- ii. Não conceder novos empréstimos á empresa;
- iii. Acompanhar e controlar o risco da empresa de modo a evitar que esta se valorize á custa de dívida.

Os ativos devem ser utilizados como garantia, pois reduzem os custos, e oferecem maiores garantias, fazendo com que a probabilidade de incumprimento face ao endividamento seja menor. Desta forma os ativos tangíveis são mais fiáveis na contração de empréstimos, pois os níveis de

liquidação que se têm vindo a registar são bastante superiores em comparação com os ativos intangíveis.

### **2.1.7. Teoria da Assimetria de Informação e Sinalização**

O conceito de assimetria de informação segundo Gomes (2012) foi introduzido por George A. Akertlof com a publicação do seu artigo “*The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”.

Segundo esta abordagem apesar da quantidade de informação e da frequência com que esta é veiculada no mercado, os vários intervenientes da empresa não dispõem da mesma informação. Os gestores sabem mais sobre as suas empresas do que os investidores externos no que respeita aos riscos inerentes ao negócio e à evolução previsível dos mercados, á situação atual e perspectivas futuras.

A existência de assimetria de informação é mais que óbvia, por exemplo quando uma empresa anuncia um aumento dos dividendos, o preço das ações aumenta sempre, e os investidores interpretam isto como um sinal de confiança por parte dos gestores em resultados futuros.

Ross (1977) afirma que relativamente à assimetria de informação existente, os investidores com melhor informação passam a informação para os investidores menos informados. Segundo o mesmo autor, as empresas com maior rentabilidade e maior perspectiva de crescimento, recorrem mais à dívida do que as empresas com menor rentabilidade e menor perspectiva de crescimento.

Os autores Harris & Raviv (1991) consideram que existe assimetria de informação quando os gestores das empresas têm em seu poder informações que os investidores não possuem. Os gestores possuem informações operacionais e sobre características das empresas que os investidores não possuem, tais como retornos previstos, os riscos envolvidos, as oportunidades de investimento e as decisões operacionais. A informação assimétrica originou duas correntes: a teoria da sinalização e a teoria *Pecking Order*.

A Teoria da Sinalização foi impulsionada por Ross (1977) e Leland & Pyle (1977). Segundo esta teoria as empresas podem enviar dados para o mercado como forma de divulgação da informação

sobre as empresas. Exemplos como decisões de financiamento e distribuição de dividendos repercutem-se em informações da empresa para o mercado.

Os investidores tendem a ver no endividamento um sinal de qualidade das empresas, pois esta fica obrigada a adiantamentos cíclicos e, os gestores têm menos capital à sua disposição, sendo que as empresas com maiores dificuldades financeiras apresentam, por norma, níveis mais baixos de endividamento. Um aumento dos dividendos também é geralmente visto como um sinal positivo, isto é, um sinal de que a empresa futuramente espera lucros superiores. Por outro lado, as emissões de capital próprio são vistas de uma forma negativa, pois podem indiciar uma partilha de eventuais prejuízos futuros por parte da empresa com os novos acionistas.

Segundo Abrantes (2013), nesta teoria, “o valor dos títulos emitidos pelas empresas depende da interpretação feita pelo mercado acerca dos sinais dados pelos gestores das empresas, na medida em que estes sinais transmitem informação sobre os fluxos futuros esperados”.

### **2.1.8. Pecking Order**

A *Pecking Order* também chamada de teoria de Hierarquização das fontes de financiamento foi desenvolvida por Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) os quais foram consolidando a sua base teórica ao longo do tempo.

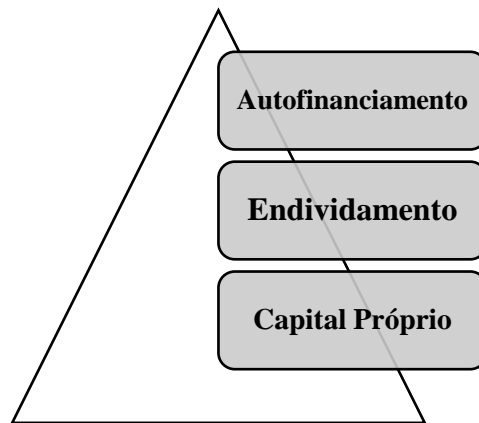
Esta teoria considera que as empresas seguem uma sequência hierárquica aquando das decisões de financiamento devido às assimetrias de informação<sup>9</sup> entre os gestores e investidores.

Na figura 3 é possível observarmos a pirâmide representativa das fontes de financiamento existentes (autofinanciamento, endividamento e capital próprio). De acordo com Teixeira (2012), estas fontes seguem uma ordem hierárquica, essa ordem é definida de acordo com o risco da fonte:

---

<sup>9</sup> A informação detida pelos gestores é superior à informação conhecida pelos investidores externos, em relação à situação de uma entidade.

Figura 3 Pirâmide representativa das fontes de financiamento de acordo com o risco



Fonte: Elaboração Própria

Segundo Donaldson (1961) e Myers (1984) as empresas atribuem prioridade a recursos gerados internamente no financiamento dos seus projetos e apenas quando estes não são suficientes para cobrir as suas necessidades recorrem ao exterior, de modo a evitar as assimetrias de informação, a exposição às influências do mercado de capitais e as observações por parte da concorrência.

Com base nesta teoria, é possível perceber que empresas com elevada capacidade de gerar resultados têm baixos níveis de capital alheio, pois não necessitam de recorrer a recursos externos, já que têm capacidade de autofinanciamento (Rajan e Zingales, 1995). Por outro lado, empresas pouco lucrativas e cuja capacidade de autofinanciamento não é suficiente para fazer face ao seu plano de investimentos, tendem a emitir dívida, já que, dentro das várias alternativas de financiamento externo, esta é a que está mais próximo do topo das hierarquias.

Segundo Myers e Majluf (1984) uma empresa emitir capital é dado como um mau sinal para os investidores, pois esta deveria ser encarada como a última opção a ser tomada.

Quando os gestores detêm mais informação que os investidores sobre oportunidades de investimento ou ativos, as ações da empresa podem ser mal avaliadas pelo mercado, originando subavaliação. De acordo com Augusto (2006) “a subavaliação pode ser de tal ordem que o recurso a um aumento do capital próprio, para financiar um novo projeto, leve os novos investidores a obterem mais do que o valor atual líquido do mesmo, ao adquirem ações subvalorizadas, o que

resulta num prejuízo líquido para os antigos acionistas ou rejeição do projeto, mesmo que o valor atual líquido seja positivo”.

Deste modo, para evitarem ou prolongarem situações de assimetria de informação as empresas optam em primeira instância por recorrer ao topo da pirâmide, neste caso o autofinanciamento. Esta ideia é comprovada através de vários estudos como Harris & Raviv, 1991; Leary & Roberts, 2005; Vos & Shen, 2007 e Frank & Goyal, 2009.

Para Augusto (2006), a estrutura de capitais nesta teoria é “interpretada ao nível de cada empresa e em cada momento”.

### **2.1.9. Teoria *Market Timing***

A teoria do *Market Timing* é uma das teorias de estrutura de capital mais recentes e foi desenvolvida por Baker e Wurgler (2002). Esta teoria parte do princípio que no momento em que é tomada de decisão de financiamento, o gestor analisa o mercado da dívida e das ações. Considera a existência de um mercado imperfeito e ineficiente em que as suas “falhas” possibilitarão a que a empresa consiga realizar um encaixe a um custo menor.

De acordo com Rodrigues (2013) “esta Teoria defende que a estrutura de capital duma empresa é o resultado acumulado das tentativas passadas de aproveitar condições favoráveis no mercado de ações pelos seus gestores, uma vez que estes emitem novas ações quando percecionam que estas estão sobreavaliadas pelo mercado, e recompram quando consideram que se encontram subavaliadas. Isto faz com que o custo do capital próprio diminua, beneficiando os atuais acionistas em detrimento dos futuros acionistas”.

Segundo Semedo (2015), quando o valor de mercado é superior ao valor contabilístico de uma empresa estas emitem novas ações em detrimento da emissão de dívida, quando ocorre o oposto as empresas tendem a emitir dívida em detrimento da emissão de novas ações.

O rácio *Market-to-book* representa a relação entre o valor de uma empresa no mercado e o valor contabilístico, em que o valor de mercado é obtido através do produto das ações em circulação da empresa pelo valor de cada ação num determinado momento. Se os valores deste rácio forem

elevados os gestores optam por emitir ações, pois a empresa está sobrevalorizada pelo mercado. Por outro lado, se forem baixos os gestores recorrem a dívida pois a empresa encontra-se subvalorizada.

Assim sendo, os gestores financeiros tentam aproveitar as tendências do mercado de capitais de modo a otimizarem o financiamento das oportunidades de investimento.

## **CAPÍTULO III – Determinantes da Estrutura de Capitais em Estudo**

Os determinantes a apresentar neste capítulo, têm como base as teorias estudadas no capítulo anterior e que podem influenciar a escolha da estrutura de capitais: os outros benefícios fiscais não decorrentes da dívida, a tangibilidade dos ativos, as oportunidades de crescimento, a rendibilidade, a liquidez geral e a dimensão da empresa.

Segundo Frank & Goyal (2007), apesar da quantidade de estudos sobre as teorias da estrutura de capitais e quais as determinantes que influenciam a mesma, não existe um modelo que seja unânime.

### **3.1. Poupança Fiscal Não Associada à Dívida**

De um modo geral, sabemos que o endividamento proporciona algumas vantagens fiscais para a empresa. Segundo Miller (1977) se considerarmos que a dívida origina o pagamento de juros, e estes, são dedutíveis para efeitos fiscais, leva a que haja por parte da empresa uma poupança fiscal. Como é previsto na teoria *trade-off* as empresas recorrem maioritariamente ao endividamento quando as taxas são mais elevadas, por forma a aproveitar estes benefícios, em conformidade com Frank & Goyal (2007) que afirmam que “elevadas taxas de imposto proporcionam um aumento dos benefícios fiscais provenientes da dívida”.

DeAngelo & Masulis (1980) explicam que a importância da empresa depende, não só de fatores económicos, mas também da estrutura de capital que adotam, no entanto garantem que um aumento da dívida para patamares excessivos pode provocar a não existência de resultados do desempenho da empresa que possibilitem a utilização dos benefícios fiscais para além da dívida. Uma empresa que detenha um nível elevado de benefícios fiscais para além da dívida detém um grau de endividamento inferior do que uma empresa que tenha poucos benefícios fiscais para além da dívida.

Alguns estudos empíricos mostram uma relação negativa entre a poupança fiscal não associada à dívida e o endividamento (Gama (2000), Poornima & Manokaran (2012)). Já Novo & Vieira (2010) encontram uma relação negativa com a dívida de curto prazo e um efeito positivo com a dívida de longo prazo.

Serrasqueiro *et al.* (2011) não encontram qualquer relação entre estas duas variáveis.

### **3.2. Tangibilidade do Ativo**

Segundo a teoria do efeito fiscal a composição dos ativos limita a capacidade de utilização do benefício fiscal proveniente do endividamento. Empresas com mais ativos que possam ser usados como garantia podem recorrer mais ao endividamento, defendem Jorge & Armada (2001). Estes podem ainda afetar de forma distinta o financiamento de curto e longo prazo.

A teoria *Trade-off* demonstra uma relação positiva entre o endividamento e a tangibilidade do ativo, sendo que, quanto maior o valor dos ativos tangíveis, maior será o financiamento e consequentemente a garantia, em caso da empresa entrar em insolvência. Esta afirmação vai de encontro ao defendido por Gaud *et al.* (2003) que afirma que um ativo tangível está menos exposto ao problema associado á assimetria de informação, tendo uma melhor avaliação no mercado face aos ativos intangíveis.

Ao servirem como garantia na obtenção de crédito implicam um menor risco e em caso de incumprimento por parte da empresa, estes podem ser liquidados sem que existam perdas significativas. Assim, com a existência de uma garantia, os custos de agência e os problemas de assimetria de informação reduzem-se (Jensen, M. C. & Meckling, W. H., (1976); Ross *et al.*, 2011).

Os autores Vieira, Pinho & Oliveira (2013) concluíram no seu estudo que o valor dos ativos influencia positivamente o nível de endividamento. No entanto Serrasqueiro *et al.* (2011) e Poornima & Manokaran (2012), verificaram uma relação negativa entre os ativos tangíveis e a dívida.

De acordo com Novo & Vieira (2010), no seu estudo às pequenas e médias empresas, verifica-se uma relação negativa com a dívida de curto prazo e uma relação positiva com a dívida de longo prazo.

### **3.3. Oportunidades de Crescimento**

De facto, as oportunidades de crescimento relacionam-se com a capacidade de investir permitindo que os investidores, acionistas e credores façam uma avaliação da empresa, como por exemplo a probabilidade de falência (Ross, 1977).

Para alguns autores como Fama & French (2002), Frank & Goyal (2007), Stulz (1990; citado por Noulas & Genimakis, 2011) existe uma relação negativa entre o endividamento e as oportunidades de crescimento, pois os níveis mais elevados de falência estão associados às empresas com maiores oportunidades de crescimento.

No entanto para Poornima & Manokaran (2012) e Novo & Vieira (2010), existe uma relação positiva entre o crescimento e a dívida de médio e longo prazo, pois as empresas que apresentam um maior crescimento tendem a recorrer a fundos externos, considerando que não possuem fundos internos suficientes para se financiar. Porém, estas oportunidades podem gerar conflitos entre gestores e credores, mas para evitar esses custos as empresas podem recorrer a dívida de curto prazo.

Neste seguimento espera-se uma relação positiva entre o endividamento e as oportunidades de crescimento.

### **3.4. Rendibilidade**

A teoria do efeito fiscal de Modigliani & Miller (1963) prevê uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento. A empresa ao apostar em dívida pode tirar proveito dos benefícios fiscais em conformidade com a teoria *Trade-off*, pois estes benefícios fiscais permitem deduzir os juros suportados. Ross (1977) defende uma relação positiva entre as variáveis, pelo impacte da sinalização dos resultados futuros através de um maior ou menor endividamento.

Já a *pecking order* de Myers (1984) e Majluf (1984) apresenta uma outra visão. A empresa deve reter os lucros por forma a evitar informação assimétrica e apenas recorrer a fundos externos quando estes forem insuficientes. Além disso o mercado assume a emissão de ações de uma forma negativa, pois empresas mais rentáveis têm maior capacidade em se financiar apenas com recurso a fundos gerados internamente.

Nos estudos empíricos Rajan & Zingales (1995); Frank & Goyal (2007) e Noulas & Genimakis (2011), Serrasqueiro *et al.* (2011), a rentabilidade apresenta uma relação negativa face ao endividamento. Reforçando a ideia que a rentabilidade apresentada por uma empresa é inversa ao nível de endividamento, uma vez que uma menor rentabilidade pode provocar problemas financeiros, obrigando as empresas a recorrer ao endividamento.

Jorge & Armada (2001), num estudo relativo aos determinantes da dívida das maiores empresas portuguesas num período de 1990 a 1995, concluem que a rentabilidade das empresas não tem relação com o endividamento de médio e longo prazo. Quanto ao endividamento global e o endividamento de curto prazo verificaram uma relação negativa se a rentabilidade for mensurada através do resultado antes de juros e impostos sobre o ativo total líquido, e uma relação positiva se for usado o resultado operacional pelo ativo total líquido.

Dos estudos já efetuados a sua grande maioria constatou a existência de uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento, sendo por isso a nossa hipótese a analisar.

### **3.5. Liquidez Geral**

O rácio de liquidez geral mede a capacidade de uma empresa fazer face às suas responsabilidades de curto prazo, isto é, um teste à sua solvabilidade corrente.

Segundo Ozkan (2001), as empresas que apresentem um elevado rácio de liquidez podem recorrer ao endividamento pois apresentam uma boa capacidade financeira para cumprir os seus compromissos (relação positiva), por outro lado a sua capacidade de financiar investimentos futuros através de fundos internos será maior fazendo com que a necessidade de recorrer a financiamento externo seja menor. Dada a preferência de uma empresa pelo autofinanciamento, pois possui custos inferiores em comparação ao financiamento externo e a emissão de capitais, os gestores irão fazer esforços para criar reservas líquidas para financiar investimentos futuros (relação negativa).

Para Proença (2013) as empresas para financiarem os seus investimentos recorrem à teoria da *pecking order* pois os níveis de liquidez variam em sentido inverso ao nível de alavancagem, isto é, quando a liquidez aumenta a alavancagem diminui.

Será a relação negativa aquela que vamos testar.

### **3.6. Dimensão**

Quanto maior for a dimensão de uma empresa, maior será a sua capacidade de endividamento. Segundo Titman & Wessels (1988), esta influência da dimensão da empresa no endividamento dá-se de duas formas: em primeiro lugar, as empresas aumentam a sua capacidade de endividamento, adotando uma estratégia de crescimento e diversificação, sendo capazes de reduzir os custos de falência da empresa. A segunda via prende-se pelo facto de os custos fixos de falência representarem uma pequena proporção face ao valor global da empresa, contribuindo assim para diminuir o custo total do endividamento.

Bastos, Nakamura & Basso (2009) encontraram uma relação negativa para o endividamento de curto prazo, afirmando que as empresas de pequena dimensão recorrem a dívida de curto prazo, pois os seus fundos internos são insuficientes para financiar o seu crescimento. Os autores Novo & Vieira (2010) não encontram relação significativa entre a dimensão e o endividamento de curto prazo, mas para o endividamento total e de longo prazo encontram um efeito positivo.

## CAPÍTULO IV - A Indústria Hoteleira em Portugal

### 4.1. A Indústria

O tipo de indústria que é estudado influencia solenemente a estrutura de financiamento de uma empresa afirmam Bradley, Jarrel & Kim (1984), essa é uma boa razão para muitos dos estudos realizados se focarem nesta variável, classificação da indústria, como determinante na estrutura de capital.

A indústria hoteleira representa uma das principais componentes inseridas dentro do turismo, um complemento com um grande peso. Na última década registou um crescimento assinalável e foi um dos principais motores de recuperação económica nacional.

O principal objetivo de uma empresa que atue nesta indústria passa por proporcionar a satisfação aos seus *stakeholders* (clientes, trabalhadores, administração, fornecedores, credores, proprietários) de acordo com as pretensões de cada um.

É no início dos anos 90, com a construção em massa e a concorrência global que a indústria hoteleira sofre alterações dramáticas que impediram o seu crescimento económico. Com estas adversidades veio a perceber que a chave do sucesso estava na criação de estratégias de negócio.

Segundo Adams (1997) os obstáculos que a hotelaria enfrenta estão muito relacionados com as questões estratégicas, modificações do sistema e modelos de investimento. Tornando-se necessário dispor de ferramentas eficazes que possam possibilitar uma vantagem competitiva.

Esta indústria está suscetível á volatilidade económica, algo que se verificou com a recessão e instabilidade em 2008 e até metade do ano de 2009.

*“A indústria hoteleira sofreu uma grande transformação nesta última década e contribuiu de forma decisiva para a estabilidade da balança de pagamentos do país, para o PIB nacional e para o emprego, tendo-se revelado anti cíclica. Face ao aumento da procura, espera-se que os investimentos no setor continuem a trajetória de crescimento e surjam novos empreendimentos. São ventos favoráveis que por certo darão um novo impulso ao setor”*, afirma Jorge Marrão líder da indústria de Tourism, Hospitality & Leisure.

De acordo com a tabela seguinte é possível observar a evolução do número de hotéis em Portugal. De acordo com os dados podemos concluir que o número total de hotéis tem aumentado significativamente ao longo dos últimos anos, isto é, de 681 em 2009 para 1121 hotéis no ano de 2014. Em termos de categoria os hotéis de três e quatro estrelas representam mais de metade do total do número de hotéis, em terceiro lugar continua a surgir a categoria de duas estrelas.

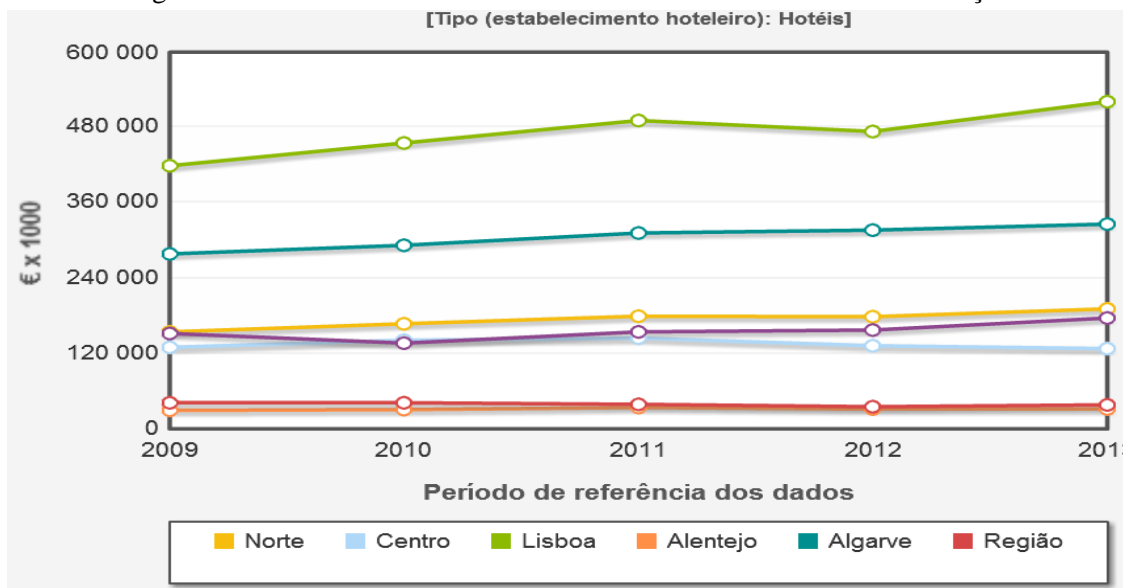
Tabela 1 Número de Hotéis em Portugal por categoria

Mês - Julho	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Hotéis</b>	681	771	873	988	1039	1121
<b>5*</b>	56	64	73	74	90	96
<b>4*</b>	242	267	294	317	327	352
<b>3*</b>	272	292	306	331	339	356
<b>2* E 1*</b>	111	148	200	266	283	317
<b>Hotéis-Apartamentos</b>	128	137	144	150	145	146

Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Em termos de distribuição regional o Algarve destaca-se como sendo o local onde existe uma maior concentração de estabelecimentos hoteleiros, seguido do Norte, região Centro e Lisboa. Esta distribuição tem-se mostrado proporcional ao longo dos anos.

Figura 4 Provedos Totais dos Estabelecimentos Hoteleiros Por Localização



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Já no que se refere aos proveitos, Lisboa está no topo. Podemos justificar estes resultados de duas maneiras, em primeiro lugar o rendimento médio por quarto é superior e em segundo lugar o Algarve demonstra ser uma zona sazonal. No entanto o território nacional apresenta condições bastante superiores às oferecidas por outros países europeus, variantes a nível físico e climático.

## 4.2. Estudos Empíricos Estrutura de Capital e Indústria Hoteleira em Portugal

Na tabela seguinte é-nos possível observar alguns dos estudos empíricos mais recentes realizados em Portugal e que relacionam a indústria hoteleira com a estrutura de capital.

Tabela 2 Estudos Empíricos Realizados em Portugal relacionados com a Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira

Autor/ Ano	Amostra	Metodologia e Variáveis	Teorias Abordadas	Resultados
Gago, V. (2013)	85 Hotéis	Correlação de <i>Pearson e Spearman</i> ; Variável Dependente: Endividamento Total; Variáveis Explicativas: Rendibilidade, Investimento Total, Dimensão, Nº Dirigentes, Distribuição de Dividendos, Participação do Maior Acionista, Crescimento de Resultados, <i>CashFlow</i> ;	Visão Tradiconalista, Modigliani & Miller, Teoria do Efeito Fiscal, Teoria dos Custos de Falência, Teoria da Agência, Teoria da Informação Assimétrica e Sinalização, Teoria <i>Pecking Order</i> , <i>Corporate Governance</i>	"A relação positiva observada entre a rendibilidade e o endividamento total está em concordância com a teoria do efeito fiscal, a <b>teoria da agência, a da informação assimétrica</b> e a teoria de <b>Pecking Order</b> ."; Investimento (positiva) - <b>Teoria de Agência e Assimetria de Informação</b> ; Crescimento de Resultados (positiva) - <b>Assimetria de Informação</b> ;
Baptista, C., & Matias, F., Revista	25 Hotéis	Regressão Linear Múltipla - Método <i>Stepwise</i> ; Variável Dependente: Endividamento (Total, MLP e CP); Variáveis Explicativas: Classificação da Indústria, Composição do Ativo, Custos de Falência,	Teoria do Efeito Fiscal, Teoria dos Custos de Falência, Teoria da Agência, Teoria da Informação	Endividamento Total: Rendibilidade e composição do ativo (negativa) - teoria de <b>Pecking Order</b> ;

da ESGHT/ UAL - nº3 - 96		Dimensão, Especificidade, Oportunidades de Crescimento, Poupança Fiscal Não Associada ao Endividamento, Rendibilidade, Volatilidade dos ganhos	Assimétrica e Sinalização, Teoria <i>Pecking Order</i>	Endividamento Curto Prazo: Dimensão e composição do ativo (negativa)
Carrão, P. (2012)	400 empresas , setor hoteleiro	Regressão Linear Múltipla; Variável Dependente: Endividamento (Total, MLP e CP); Variáveis Explicativas: Rendibilidade, Tangibilidade do Ativo, Dimensão, Crescimento, Risco de Negócio, poupança Fiscal Não Associada ao Endividamento, Flexibilidade Financeira, Rotação do Ativo	O efeito fiscal na estrutura financeira, os custos de insolvência, Teoria dos Custos de Agência, Modelos Baseados na assimetria de informação, Outras teorias da estrutura financeira	Maior poder explicativo: rotação do activo, a rendibilidade, a flexibilidade financeira, a dimensão e a tangibilidade do activo.
Covas, A., et al. (2004)	46 empresas , setor hoteleiro	Regressão Linear Múltipla - Método Stepwis; Variável Dependente: Endividamento (Total, MLP e CP); Variáveis Explicativas: Categoria dos Estabelecimentos Hoteleiros, Fases do ciclo da vida, Crescimento, Dimensão, Estrutura do Ativo, Participação dos Gestores no Capital, Poupança Fiscal Não Associada ao Endividamento, Rendibilidade, Variabilidade dos Resultados	Modigliani & Miller, Teoria do Efeito Fiscal, Teoria da Agência, Teoria da Informação Assimétrica e Sinalização, Teoria <i>Pecking Order</i>	"Os principais determinantes identificados, como a rendibilidade, o crescimento, a variabilidade/risco, são adequados para explicar a estrutura financeiras das empresas hoteleiras portuguesas a par de outros específicos do setor, tais como a sazonalidade e o tipo de controlo dos estabelecimentos hoteleiros" p. 417

Fonte: Elaboração Própria

## **CAPÍTULO V – Desenho da Investigação**

O objetivo do presente capítulo é, através de uma análise estatística e econométrica, responder ao objeto de estudo da dissertação que consiste em analisar os principais determinantes da estrutura de capitais da indústria hoteleira em Portugal, nomeadamente, sociedades que agrupam hotéis de 4 e 5 estrelas. Nesse sentido, primeiro é feito um desenho da investigação e da amostra em estudo e por fim serão analisados os resultados obtidos e retiradas as respetivas conclusões.

### **5.1. Hipóteses em Estudo**

É necessário definir em primeiro lugar, qual o objetivo que o estudo empírico em análise pretende responder. Através da identificação feita no capítulo anterior dos principais determinantes que influenciam a estrutura de capitais foram formuladas sete hipóteses de estudo.

**H1:** A poupança fiscal não associada á dívida está negativamente relacionada com o nível de endividamento;

**H2:** A tangibilidade do ativo está positivamente relacionada com o nível de endividamento;

**H3:** As oportunidades de crescimento estão positivamente relacionadas com o nível de endividamento;

**H4:** A rendibilidade está negativamente relacionada com o nível de endividamento;

**H5:** A liquidez geral está negativamente relacionada com o nível de endividamento;

**H6:** A dimensão está positivamente relacionada com o nível de endividamento;

**H7:** O nível de endividamento de curto prazo não é explicado pelas variáveis consideradas.

Para explicar esta última hipótese, na medida em que a classificação atribuída pelo Turismo de Portugal aos estabelecimentos hoteleiros está associada à qualidade e diversidade dos serviços disponíveis espera-se que as empresas que possuem estabelecimentos de categoria superior tenham um investimento em ativo fixo mais elevado. Dada a maior necessidade de fundos a médio e longo prazo espera-se uma relação positiva entre a categoria dos estabelecimentos e o endividamento a

médio e longo prazo e negativa/inexistente com o endividamento a curto prazo. O efeito sobre o endividamento total depende do peso de cada uma das suas componentes (passivo a curto prazo e a médio e longo prazo) relativamente ao total do passivo.

Na tabela 3 é possível observar um resumo das hipóteses a testar, assim como o seu impacto na estrutura de capitais. É possível perceber através dos autores apresentados que existem determinantes em que o seu impacto é defendido como positivo para uns e como negativo para outros, a tal situação da não unanimidade já referida anteriormente.

Através destas variáveis independentes vai-nos ser possível verificar a influencia no nível de endividamento a curto prazo, longo prazo, assim como no endividamento total e claro a correspondência às teorias que as defendem.

Tabela 3 Hipóteses a Testar e Impacto na Estrutura de capitais

Determinantes	Impacto da Estrutura de Capital	Autores
Poupança Fiscal Não Associada á Dívida	Negativo	DeAngelo e Masulis (1980); Ozkan (2001);
	Positivo	Noulas e Genimakis (2011);
Tangibilidade dos Ativos	Positivo	Scott (1976); Bradley, Jarrell e Kim (1984); Titman e Wessels (1988); Frank e Goyal (2007); Noulas e Genimakis (2012);
Oportunidades de Crescimento	Negativo	Titman e Wessels (1988); Myers e Majluf (1984); Fama e French (2002);
	Positivo	Ross (1977);
Rendibilidade	Negativo	Myres (1984); Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Ozkan (2001); Frank e Goyal (2007); Noulas e Genimakis (2011);
	Positivo	Leland e Lyle (1977); Ross (1977); DeAngelo e Masulis (1980); Harris e Raviv (1991);
Liquidez Geral	Negativa	Scott (1976); Ozkan (2001); Proença (2012);
Dimensão	Positiva	Titman e Wessels (1988); Myers e Majluf (1984); Stulz (1990); Fama e French (2002);

Fonte: Elaboração Própria

## 5.2. Definição das Variáveis

As variáveis são as características dos elementos da amostra que nos interessam averiguar estatisticamente. Tendo assim as variáveis dependentes e as independentes.

### 5.2.1. Variáveis Dependentes

Neste estudo empírico as variáveis dependentes referem-se á estrutura das sociedades que agrupam unidades hoteleiras categorizadas por 4 e 5 estrelas em Portugal, que é medida através do endividamento. A escolha das variáveis dependentes pretende analisar, além do endividamento total, também o endividamento de curto prazo e o endividamento de médio e longo prazo de forma a analisar possíveis diferenças de comportamentos.

Tabela 4 Variáveis Dependentes

Sigla	Variáveis Dependentes	Rácio
ENDT	Endividamento Total	Passivo Total / Ativo Total
ENDCP	Endividamento Curto Prazo	Passivo Curto Prazo / Ativo Total
ENDMLP	Endividamento Médio e Longo Prazo	Passivo Médio e Longo Prazo / Ativo Total

Fonte: Elaboração Própria

Estas medidas foram testadas e aplicadas por Rajan e Zingales (1995); Novo & Vieira (2010) e Serrasqueiro *et al.* (2011).

### 5.2.2. Variáveis Independentes

Em conformidade com as hipóteses anteriormente abordadas, as variáveis independentes a utilizar no modelo são as seguintes:

- A Poupança Fiscal Não Associada à dívida (OBF), esta variável é calculada através do quociente entre as amortizações e o ativo total líquido como referido por Gama, (2000);
- A Tangibilidade dos Ativos (TANG) é calculada através do quociente entre os ativos tangíveis e o ativo total líquido como referido por Bastos *et al.* (2009), Serrasqueiro e Rogão (2009);

- As Oportunidades de Crescimento (CRESC) são apuradas através da taxa de crescimento do ativo, com base em Gama (2000) e Novo, A. J. e Vieira, E. S. (2010);
- Para medirmos a Rendibilidade do Ativo (ROA), recorreremos ao quociente entre os resultados antes de impostos e o ativo total líquido (Novo, A. J. e Vieira, E. S. (2010);
- A Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE), é obtida pelo quociente entre o resultado líquido e o capital próprio;
- A Liquidez Geral (LIQG) é definida pela relação entre o ativo corrente e o passivo corrente, o que nos permite medir a capacidade da empresa cumprir as suas responsabilidades de curto prazo ou correntes. (Gonçalves *et al.*, 2012);
- A Dimensão do Ativo (DIMA) é calculada pelo Logaritmo neperiano do ativo de acordo com Frank e Goyal (2007) e Novo, A. J. e Vieira, E. S. (2010);
- A Dimensão do Volume de Negócios (DIMV) é calculada através do logaritmo neperiano do volume de negócios, como mencionado por Ozkan (2001);
- A sétima hipótese vai ser verificada através da regressão linear múltipla e será denominada de ENDCPOV.

Na tabela em baixo é apresentado de forma sumária as variáveis independentes com as respetivas fórmulas de cálculo:

Tabela 5 Variáveis Independentes

Hipóteses	Variáveis Independentes	Sigla	Fórmula
H1	Poupança Fiscal Não Associada á Dívida	OBF	Amortizações / Ativo Total
H2	Tangibilidade dos Ativos	TANG	Ativos Tangíveis / Ativo Total
H3	Oportunidades de Crescimento	CRESC	$\frac{\text{Ativo (n)} - \text{Ativo (n-1)}}{\text{Ativo (n-1)}}$
H4	Rendibilidade do Ativo	ROA	EBITDA / Ativo Total
H4	Rendibilidade dos Capitais Próprios	ROE	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$
H5	Liquidez Geral	LIQG	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$
H6	Dimensão do Ativo	DIMA	$\ln(\text{Ativo})$

H6	Dimensão do Volume de Negócios	DIMV	ln( Volume de Negócios)
----	--------------------------------	------	-------------------------

Fonte: Elaboração Própria

Por forma a atingir o objetivo da investigação recorreu-se ao Modelo de Regressão Linear Múltipla, esta técnica de análise de dados visa testar a relação entre o nível de endividamento e os fatores determinantes da estrutura de capital á semelhança de outros investigadores, como Gama (2000), Bradley *et al.* (1984).

A regressão linear múltipla é uma técnica estatística de dependência que permite analisar a relação entre uma variável dependente e diversas variáveis independentes. No presente estudo iremos testar três regressões, de acordo com a variável dependente considerada, como já foi referido anteriormente, o endividamento total, o de curto prazo e o de médio e longo prazo. As três regressões a utilizar no estudo são:

$$(1) \text{ ENDT} = \beta_1 \text{ OBF} + \beta_2 \text{ TANG} + \beta_3 \text{ CRESC} + \beta_4 \text{ ROA} + \beta_5 \text{ ROE} + \beta_6 \text{ LIQG} + \beta_7 \text{ DIMA} + \beta_8 \text{ DIMV} + \epsilon_{i,t}$$

$$(2) \text{ END} = \beta_1 \text{ OBF} + \beta_2 \text{ TANG} + \beta_3 \text{ CRESC} + \beta_4 \text{ ROA} + \beta_5 \text{ ROE} + \beta_6 \text{ LIQG} + \beta_7 \text{ DIMA} + \beta_8 \text{ DIMV} + \epsilon_{i,t}$$

$$(3) \text{ ENDMLP} = \beta_1 \text{ OBF} + \beta_2 \text{ TANG} + \beta_3 \text{ CRESC} + \beta_4 \text{ ROA} + \beta_5 \text{ ROE} + \beta_6 \text{ LIQG} + \beta_7 \text{ DIMA} + \beta_8 \text{ DIMV} + \epsilon_{i,t}$$

Onde:

B – Coeficiente da regressão a estimar;

$\epsilon_{i,t}$  – Resíduos do Modelo

### 5.3. Caraterização da Amostra

Em conformidade com o objetivo de estudo pretende-se que a amostra seja composta por empresas pertencentes ao setor da indústria hoteleira com posterior seleção das sociedades com o código 55111 (Hotéis com Restaurante) e 55116 (Hotéis-Apartamentos com Restaurante).

De acordo com a classificação das atividades económicas (CAE), o que pretendemos estudar são os hotéis de 4 e 5 estrelas, tendo existido uma verificação de cada sociedade por forma a evitar que existam diferenças que possam camuflar resultados e/ou levar-nos a conclusões erradas e/ou tendenciosas.

### **5.3.1. Enquadramento do Setor da Amostra**

O turismo tem vindo a constituir-se um dos mais relevantes setores de atividade económica em Portugal, sendo sem dúvida uma das apostas estratégicas de desenvolvimento do país. Este é o fenómeno que melhor caracteriza o modo de viver das sociedades modernas e constituindo uma consequência de necessidades nos domínios do lazer, da cultura, da religião, atividade profissional e do conhecimento de outras terras e outros povos.

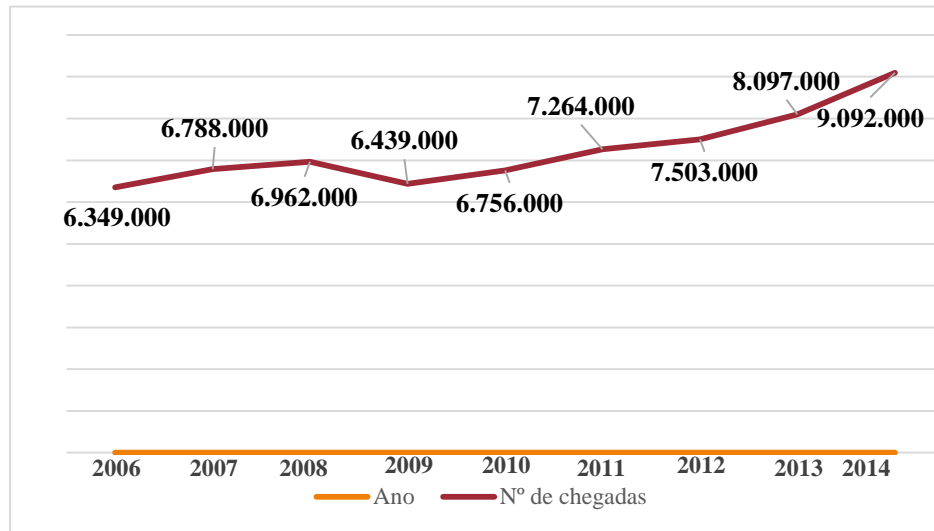
A Organização Mundial do Turismo (2010) define-o como:

“O conjunto de atividades desenvolvidas por pessoas durante as suas viagens e estadas fora do seu meio envolvente habitual, num período consecutivo que não ultrapassa um ano, por motivo de lazer, negócios ou outros.

Ficando de fora as viagens com o objetivo de exercer uma profissão fora do seu meio envolvente habitual.”.

É no início da década de 60, que este fenómeno se começa a desenvolver, com um intenso crescimento a nível mundial, e que, em Portugal, se fortalece um ambiente de interesse por este setor de atividade. Na figura em baixo podemos observar a evolução das entradas de turistas em Portugal de 2006 a 2014, constatando o elevado crescimento verificado ao longo deste período (exceto no ano de 2008 onde a crise mundial se fez sentir).

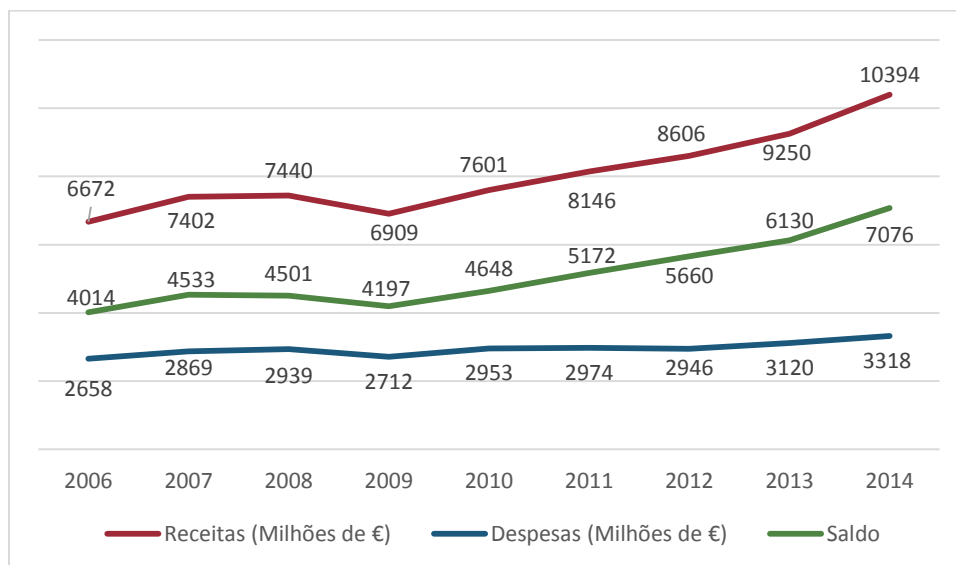
Figura 5 Número de chegadas de turistas a Portugal



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Segundo os dados da Organização Mundial do Turismo (OMT), o turismo de uma forma global está a recuperar do embate recebido em 2008 e 2009 devido á crise financeira global e à recessão económica. Verificou-se um aumento do número de turistas como pode ser observado na figura acima e consequentemente a um aumento generalizado das receitas. O relatório do Turismo de Portugal (2010) afirma que “as economias avançadas apresentaram uma recuperação modesta devido à turbulência nos mercados financeiros em consequência do aumento do risco soberano.”

Figura 6 Balança Turística Portuguesa



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

Através dos dados disponibilizados pelo instituto nacional de estatística correspondente à balança turística portuguesa é de notar uma melhoria expressiva das receitas provenientes do Turismo, indicando uma recuperação do setor. As despesas evidenciaram um crescimento homólogo significativo, embora este seja de menor dimensão.

Sintetizando podemos afirmar o turismo como uma atividade e um setor estratégico para Portugal, não só para a economia, pelo seu contributo para o Produto Interno Bruto (PIB), mas também por ser o setor que mais contribui para as exportações e para a Balança Comercial, sendo o maior exportador de serviços. A sua natureza e diversidade de atividades, a criação de emprego, valorização do património cultural e proteção do meio ambiente são algumas das muitas estratégias com ele relacionadas.

### 5.3.2. Amostra

Para a recolha dos dados empíricos foi utilizada a base de dados SABI<sup>10</sup>. Na recolha dos dados efetuamos uma análise às empresas pertencentes ao CAE VER. 3 com os códigos 55111 – Hotéis com Restaurante e 55116 – Hotéis-Apartamentos com Restaurante. Compete ao Turismo de Portugal, I.P. classificar os empreendimentos turísticos, a atribuição da categoria depende do cumprimento de determinados requisitos mínimos obrigatórios e de um conjunto de requisitos opcionais que permita a obtenção de uma pontuação mínima obrigatória. Os estabelecimentos hoteleiros categorizados por 4 e 5 estrelas devem deter obrigatoriamente um restaurante.

Inicialmente foi possível recolher informação para um conjunto de 1050 empresas para o ano de 2014. Posteriormente, foram aplicados os seguintes critérios para refinar a amostra em conformidade com os objetivos de estudo:

- As empresas para as quais não existia informação disponível necessária para o cálculo das variáveis em estudo foram eliminadas da amostra;
- Com base na forma jurídica em Portugal foram selecionadas apenas: Sociedades por quotas, Sociedades Unipessoal por quotas, Sociedades anónimas, Sociedades em nome coletivo e Sociedades em Comandita;
- Foram apenas selecionadas sociedades que estão no ativo, por forma a melhorar as conclusões;
- Foram vistas as sociedades uma a uma por forma a evitar a existência de alguma que agrupasse hotéis de 3 estrelas;
- Fazem parte da amostra apenas empresa com contas não consolidadas, código de consolidação U1.

---

<sup>10</sup> SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos. Permite obter informação contabilística e financeira (balanços, demonstrações de resultados, indicadores financeiros) sobre empresas portuguesas e espanholas. Um sistema a cargo do Bureau van Dijk.

Em baixo podemos observar a tabela com os procedimentos realizados:

Tabela 6 Decomposição da Amostra

<b>Critérios</b>	<b>Nº Empresas</b>
Portugal	565996
Código Consolidação: U1	563071
Sociedade por Quotas, Sociedade Unipessoal por Quotas, Sociedade Anónima, Sociedade em nome Coletivo, Sociedade em Comandita	562041
Ativas	314771
CAE Rev. 3 Códigos: 55111 e 55116	1050
Exclusão por falta de informação	
Exclusão por categoria (3 estrelas)	
<b>Amostra Final</b>	<b>320</b>

Fonte: Elaboração Própria

Assim, depois de considerados os critérios mencionados, foi possível obter uma amostra final de 320 sociedades que compõem unidades hoteleiras classificadas por 4 e 5 estrelas em Portugal.

## 5.4. Estatística Descritiva

A tabela apresentada seguidamente expressa as variáveis em estudo, fazendo uma análise à média, desvio-padrão, mínimo e máximo.

Tabela 7 Resumo da Estatística Descritiva da Amostra

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
ENDT	0,82644	0,91440768	12,7547109	0,04326956
ENDCP	0,36858	0,505732662	4,088191416	0,002483103
ENDMLP	0,457856	1,026939955	12,2586529	-3,274661349
OBF	0,050971	0,047933716	0,60952522	4,27953E-05
TANG	0,669266	0,309697712	0,995385136	0,000155511
CRESC	0,076307	0,731597956	11,5810661	-0,911305888
ROA	0,046434	0,138025786	0,539694034	-1,11758368
ROE	-0,00888	0,743724568	5,5817206	-5,74831601
LIQG	1,54452	2,826548037	24,60733401	0,000956812
DIMA	8,574479	1,413626571	12,00106365	4,419890177
DIMV	7,216878	1,405391957	10,45099677	0,998287222

Fonte: Elaboração Própria

Como se verifica na tabela 7 a média de endividamento das empresas é de cerca de 82% em 2014, o endividamento de médio e longo prazo é aquele pelo qual as empresas estão mais dependentes.

Através do desvio padrão, a medida mais comum da dispersão estatística é possível perceber a variação que existe em relação à média, um baixo desvio padrão como o observado no endividamento de curto prazo indica que os dados tendem a estar próximos da média. A volatilidade é elevada para as variáveis CRESC, ROA, ROE e LIQG visto que, o respetivo valor do desvio padrão é superior à sua média. Contrariamente, as variáveis OBF, TANG, DIMA e DIMV apresentam um desvio padrão inferior à sua média, o que significa que a volatilidade destas variáveis é baixa.

## 5.5. Coeficiente de Correlação de *Pearson*

Os coeficientes de correlação permitem medir a intensidade e a direção de associação entre duas variáveis. Desta forma, o coeficiente de correlação de *Pearson*, assume valores compreendidos entre -1 e 1.

Tabela 8 Chave para leitura e interpretação do Coeficiente de Correlação de *Pearson*

Valor de Coeficiente de correlação de <i>Pearson</i> (+ ou -)	Interpretação
0,00 a 0,24	Correlação muito fraca
0,25 a 0,49	Correlação fraca
0,50 a 0,74	Correlação moderada
0,75 a 0,89	Correlação forte
0,90 a 1,00	Correlação muito forte

Fonte: Adaptação das leituras empíricas observadas

O uso deste coeficiente prende-se com o facto de ter sido usado por diversos autores que estudaram a temática da estrutura de capital e também para conseguirmos medir a intensidade da associação linear existente entre as variáveis pode ser quantificada através do coeficiente de Correlação de *Pearson*.

Tabela 9 Coeficiente de Correlação de *Pearson*

		Correlações							
		OBF	TAN G	CRESC	ROA	ROE	LIQ G	DIM A	DIMV
OBF	Correlação de Pearson Sig. (bilateral) N	1 320							
TANG	Correlação de Pearson Sig. (bilateral) N	,164* ,003 320	1 320						
CRESC	Correlação de Pearson Sig. (bilateral)	- ,130* ,020	-,093 ,096	1					

	N	320	320	320					
ROA	Correlação de Pearson	,268*	,034	,093	1				
	Sig. (bilateral)	,000	,545	,098					
	N	320	320	320	320				
ROE	Correlação de Pearson	-,042	,149*	,036	,194**	1			
	Sig. (bilateral)	,449	,008	,526	,000				
	N	320	320	320	320	320			
LIQG	Correlação de Pearson	-,014	,218*	,009	,095	,030	1		
	Sig. (bilateral)	,802	,000	,867	,090	,596			
	N	320	320	320	320	320	320		
DIMA	Correlação de Pearson	-,294*	,205*	,021	,015	-,090	-,093	1	
	Sig. (bilateral)	,000	,000	,704	,790	,109	,096		
	N	320	320	320	320	320	320	320	
DIMV	Correlação de Pearson	-,067	-,072	,039	,149**	,013	-,125*	,661*	1
	Sig. (bilateral)	,230	,197	,483	,008	,811	,026	,000	
	N	320	320	320	320	320	320	320	320

Fonte: Elaboração Própria

Notas:

\*\* . A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

\* . A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

Para testar a existência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas utilizou-se a matriz das correlações, que mostra que estas variáveis estão correlacionadas entre si. Pela análise desta mesma tabela, podemos verificar uma correlação significativa entre as variáveis, rentabilidade do ativo e as obrigações fiscais para além da dívida, a rentabilidade dos capitais próprios e a rentabilidade do ativo, a tangibilidade do ativo e a liquidez geral, a dimensão do ativo e a tangibilidade do ativo e por fim a dimensão do volume de negócios e a dimensão do ativo. Contudo,

embora tenhamos algumas variáveis independentes com correlações significativas, estas encontram-se num nível de significância de 1 e 5%. Visto que existe um coeficiente superior a 50% (DIMV e DIMA) significa que os efeitos de multicolineariedade são consideráveis e significativos, o qual podemos concluir que existe um elevado grau de correlação entre estas variáveis independentes (Guajarati & Porter, 2010). No presente estudo, apenas se verifica uma relação com valores superiores a 20%. Por um lado, a correlação entre as variáveis poupança fiscal não associada à dívida e rendibilidade do ativo assumem o valor de 26,8%, por outro lado, a correlação entre a liquidez geral, a poupança fiscal não associada à dívida e a tangibilidade assumem valores de 29,4% e 20,5% respetivamente. No entanto, apesar de superior a 20%, estas correlações não são significativamente elevadas, pelo que o problema da multicolineariedade entre as variáveis explicativas não será particularmente relevante neste estudo.

## 5.6. Análise de Resultados

O método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) é uma das técnicas econométricas mais utilizadas para realizar a estimação dos coeficientes de regressão, este é o método utilizado na nossa análise. O programa computacional utilizado para efetuar toda a análise foi o SPSS (versão 23).

O impacto de todas as variáveis explicativas consideradas no modelo foi analisado considerando os seguintes indicadores: (i) teste de significância global (teste F); (ii) teste de significância individual (teste t), considerando, em ambos, um nível de significância de 5%, e (iii) coeficiente de determinação ( $R^2$ ).

O coeficiente de determinação é uma medida da qualidade do modelo, indicando o peso que as variáveis explicativas têm na explicação do desvio que a variável explicada tem em relação à média. No entanto, e dado que muitas outras variáveis, que não as consideradas neste estudo, teriam grande capacidade explicativa não esperamos que este indicador possua valores muito elevados. De salientar que pretendemos analisar o endividamento verificado na hotelaria portuguesa em função das variáveis consideradas nos modelos (4), (5), (6), (7), (8) e (9), pelo que não são consideradas neste estudo outras variáveis que sabemos que à partida ajudarão em grande medida a estudar o nível de envidamento, o que faz com que esperemos um valor de  $R^2$  muito baixo, não invalidando o estudo proposto inicialmente.

O teste de significância global permite analisar globalmente (para todas as variáveis explicativas) a relevância conjunta das variáveis. É um teste em que a hipótese nula consiste nos parâmetros associados às variáveis explicativas serem todos igual a zero, cuja sua aceitação leva à rejeição do modelo. A hipótese alternativa consiste em pelo menos um parâmetro ser diferente de zero, ou seja, a sua aceitação leva a aceitar o modelo na sua globalidade, pois pelo menos uma variável tem capacidade explicativa. De forma a analisar qual a variável, ou variáveis, que possuem capacidade explicativa deverá ser realizado o teste de significância global.

O teste de significância individual permite analisar variável a variável a sua capacidade explicativa. É um teste em que a hipótese nula consiste no parâmetro associado à variável explicativa ser igual a zero ( $H_0 : \beta_i = 0$ ;  $H_a: \beta_i \neq 0$ ).

Quando se verifica a existência de autocorrelação, analisada através do teste Durbin-Watson, o método utilizado para corrigir é o Cochrane-Orcutt.

Para a existência de heteroscedasticidade o método utilizado pelo programa é o método gráfico.

Para evitar o problema da multicolineariedade, caracterizado pela existência de relação entre as variáveis explicativas, foi calculado no capítulo anterior o coeficiente de correlação entre elas. Assim, e de forma a não possuir no mesmo modelo variáveis que estejam relacionadas terá de se organizar o estudo de forma a não considerar no mesmo modelo os seguintes pares de variáveis:

- ROA e OBF
- ROE e ROA
- TANG e LIQG
- TANG e DIMA
- DIMA e DIMV

Assim o modelo (1), (2) e (3) apresentados anteriormente deverão ser reformulados de forma aos modelos não possuírem multicolineariedade. Desta forma conseguimos dividir as variáveis em apenas dois modelos para cada variável dependente, por forma a não juntar nenhum dos pares das variáveis consideradas acima, ficando assim com dois modelos para cada tipo de endividamento a estudar.

Assim, para o endividamento total, o endividamento de médio e longo prazo e para o de curto prazo considerámos a primeira regressão, dada por:

$$(4) \text{ ENDT} = \beta_1 \text{ OBF} + \beta_2 \text{ TANG} + \beta_3 \text{ CRESC} + \beta_4 \text{ ROE} + \beta_5 \text{ DIMV} + \epsilon_{i,t}$$

$$(5) \text{ ENDMLP} = \beta_1 \text{ OBF} + \beta_2 \text{ TANG} + \beta_3 \text{ CRESC} + \beta_4 \text{ ROE} + \beta_5 \text{ DIMV} + \epsilon_{i,t}$$

$$(6) \text{ ENDACP} = \beta_1 \text{ OBF} + \beta_2 \text{ TANG} + \beta_3 \text{ CRESC} + \beta_4 \text{ ROE} + \beta_5 \text{ DIMV} + \epsilon_{i,t}$$

Nas tabelas estão explícitos os valores dos coeficientes dos parâmetros e o coeficiente de determinação, o coeficiente de determinação ajustado, a estatística de Durbin-Watson e a estatística F.

Os valores dos modelos da regressão para o ENDT são apresentados na tabela 10, os de ENDMLP na tabela 11 e os de ENDCP na tabela 12.

Tabela 10 Resultados da estimação do modelo (4)

Variáveis explicativas	ENDT	
	Coefficiente MQO	Coefficiente Estandarizado (Beta)
Constante	1,138 (0,279)	-----
OBF	7,344 (1,006)	0,385
TANG	-0,448 (0,157)	-0,152
CRESC	-0,033 (0,065)	-0,027
ROE	0,035 (0,064)	0,029
DIMV	-0,053 (0,034)	-0,082
DW = 2,053		
F = 12,412		
R <sup>2</sup> = 0,165		

Fonte: Elaboração Própria

Notas:

Desvio padrão entre parêntesis.

Nível de significância de 5%.

Tabela 11 Resultados da estimação do modelo (5)

Variáveis explicativas	ENDMLP	
	Coefficiente MQO	Coefficiente Estandarizado (Beta)
Constante	0,643 (0,318)	-----
OBF	7,630 (1,147)	0,357
TANG	-0,388 (0,179)	-0,117
CRESC	-0,011 (0,074)	-0,008

ROE	0,074 (0,073)	0,054
DIMV	-0,043 (0,038)	-0,059
<hr/>		
DW = 2,393		
<hr/>		
F = 9,906		
<hr/>		
R <sup>2</sup> = 0,136		
<hr/>		

Fonte: Elaboração Própria

Notas:  
Desvio padrão entre parêntesis.  
Nível de significância de 5%.

Tabela 12 Resultados da estimação do modelo (6)

Variáveis explicativas	ENDCP	
	Coefficiente MQO	Coefficiente Estandarizado (Beta)
Constante	0,496 (0,168)	-----
OBF	-0,286 (0,607)	-0,027
TANG	-0,060 (0,095)	-0,037
CRESC	-0,022 (0,039)	-0,032
ROE	-0,039 (0,039)	-0,057
DIMV	-0,010 (0,020)	-0,027
<hr/>		
DW = 2,149		
<hr/>		
F = 0,391		
<hr/>		
R <sup>2</sup> = 0,006		
<hr/>		

Fonte: Elaboração Própria

Notas:  
Desvio padrão entre parêntesis.  
Nível de significância de 5%.

De salientar que, de uma forma geral quer o modelo (4) quer o modelo (5) são globalmente válidos, pois não possuindo autocorrelação apresentam um teste F elevado (apesar de, como era esperado,

o coeficiente de determinação ser baixo). Podemos também concluir pela não-aceitação do modelo (6), ou seja, pela aceitação da nossa H7.

Para a regressão (4), para um nível de significância de 5%, é possível desde já concluir que as variáveis CRESC, ROE e DIMV não têm capacidade explicativa, ou seja, o seu comportamento não explica o comportamento do nível de endividamento total, o endividamento de médio e longo prazo e o endividamento de curto prazo.

Começamos por interpretar os resultados da hipótese 1 (H1), a variável Outros Benefícios Fiscais para além da Dívida (OBF). Como podemos verificar, esta variável apresenta valores estatisticamente significativos para as regressões (4) e (5), ou seja, para aquelas cuja variável dependente é, respetivamente, ENDT e ENDMLP. Contudo, na última regressão apresenta o sinal esperado. Sendo assim, apenas conseguíamos encontrar suporte para a hipótese 1 no que diz respeito ao endividamento de curto prazo, ou seja, para este caso, as empresas tendem a reduzir o nível de endividamento à medida que aumentam os outros benefícios fiscais para além da dívida, uma vez que este aumento faz decrescer o valor da poupança marginal gerada pela dívida (DeAngelo & Masulis, 1980 e Gama, 2000).

O que acontece aqui é que os resultados obtidos no estudo do ENDCP levam a concluir que o modelo globalmente não tem capacidade explicativa, indo de encontro á hipótese 7 e pondo de parte esta análise.

Concluindo não se confirma a hipótese 1, a qual afirmava que os outros benefícios fiscais para além da dívida influenciam a estrutura do capital das empresas. No entanto é de salientar que estes resultados vão de encontro ao concluído por Augusto (2006), Jorge & Armada (2001) e Novo (2009).

Verifica-se, em relação à variável tangibilidade dos ativos (TANG), que os ativos intangíveis não servem de garantia aos credores. Os ativos tangíveis têm uma relação negativa com o endividamento total e o endividamento de médio e longo prazo e uma relação positiva com o endividamento de curto prazo, contrariando a hipótese formulada, (H2).

Scott (1976) e DeAngelo & Masulis (1980), baseando-se na teoria dos custos de agência e na teoria dos custos de insolvência defenderam que, quanto maior for a garantia dada pelos ativos, maior será o nível de endividamento. Neste caso, o resultado sugere que aqueles servem de garantia ao endividamento de curto prazo, mas indo de encontro á hipótese 7 endividamento de curto prazo está negativamente relacionado com as sociedades que agrupam hotéis de 4 e 5 estrelas e não apresenta como já referido anteriormente capacidade explicativa.

Para a rentabilidade dos acionistas, ROE, o valor estimado para o parâmetro associado é de 0,035 para o ENDT, de 0,074 para o ENDMP e de -0,039 para o ENDCP (apesar deste modelo não ser válido). De acordo com o modelo, as empresas com rentabilidade dos capitais próprios mais elevadas apresentam menos recurso ao financiamento interno, preferindo o financiamento por capital alheio.

Assim, as empresas que apresentam maiores níveis de rentabilidade operacional recorrem mais ao financiamento interno e, por sua vez, as empresas com mais rentabilidade dos capitais próprios recorrem ao financiamento externo. Sintetizando esta hipótese, a H4, os resultados obtidos não tem capacidade explicativa não se podendo concluir se existe uma relação positiva ou negativa. O ROE tem impacto positivo, apesar de baixo valor, para o ENDT e para o ENDMLP.

O segundo conjunto de regressões utilizadas para estudar o endividamento total, o endividamento de médio e longo prazo e para o de curto prazo, utilizando as outras variáveis, são dadas por:

$$(7) \text{ ENDT} = \beta_1 \text{ CRES} + \beta_2 \text{ ROA} + \beta_3 \text{ LIQG} + \beta_4 \text{ DIMA} + \epsilon_{i,t}$$

$$(8) \text{ ENDMLP} = \beta_1 \text{ CRES} + \beta_2 \text{ ROA} + \beta_3 \text{ LIQG} + \beta_4 \text{ DIMA} + \epsilon_{i,t}$$

$$(9) \text{ ENDCP} = \beta_1 \text{ CRES} + \beta_2 \text{ ROA} + \beta_3 \text{ LIQG} + \beta_4 \text{ DIMA} + \epsilon_{i,t}$$

Os valores dos modelos da regressão para a variável explicada ENDT são apresentados na tabela 13, para o ENDMLP na tabela 14 e os de ENDCP na tabela 15.

Tabela 13 Resultados da estimação do modelo (7)

Variáveis explicativas	ENDT	
	Coefficiente MQO	Coefficiente Estandarizado (Beta)
Constante	2,300 (0,300)	-----
CRESC	-0,045 (0,066)	-0,036
ROA	-1,593 (0,351)	-0,241
LIQG	-0,031 (0,017)	-0,097
DIMA	-0,157 (0,034)	-0,243
DW = 1,940		
F = 11,911		
R <sup>2</sup> = 0,131		

Fonte: Elaboração Própria

Notas:

Desvio padrão entre parêntesis.

Nível de significância de 5%.

Tabela 14 Resultados da estimação do modelo (8)

Variáveis explicativas	ENDMLP	
	Coefficiente MQO	Coefficiente Estandarizado (Beta)
Constante	1,766 (0,346)	-----
CRESC	-0,030 (0,076)	-0,022
ROA	-1,386 (0,405)	-0,187
LIQG	-0,026 (0,020)	-0,071
DIMA	-0,140 (0,039)	-0,193
DW = 2,234		
F = 6,815		
R <sup>2</sup> = 0,080		

Fonte: Elaboração Própria

Notas:  
Desvio padrão entre parêntesis.  
Nível de significância de 5%.

Tabela 15 Resultados da estimação do modelo (9)

Variáveis explicativas	ENDCP	
	Coefficiente MQO	Coefficiente Estandarizado (Beta)
Constante	0,534 (0,177)	-----
CRESC	-0,015 (0,039)	-0,021
ROA	-0,207 (0,208)	-0,057
LIQG	-0,005 (0,010)	-0,030
DIMA	-0,017 (0,020)	-0,048
<hr/>		
DW = 2,159		
<hr/>		
F = 0,576		
<hr/>		
R <sup>2</sup> = 0,007		
<hr/>		

Fonte: Elaboração Própria

Notas:  
Desvio padrão entre parêntesis.  
Nível de significância de 5%.

Mais uma vez se conclui que quer o modelo (7) quer o modelo (8) são globalmente válidos, pois não possuindo autocorrelação apresentam um teste F elevado (apesar de, como era esperado, o coeficiente de determinação ser baixo). Podemos também, neste caso, concluir pela não-aceitação do modelo (9), ou seja, mais uma vez se reforça a ideia de aceitação da nossa H7.

Neste estudo, tal como já foi apresentado em cima a variável CRESC não apresenta resultados estatisticamente significativos, ou seja, confirmamos que esta não é uma boa variável para explicar o comportamento de ENDT ou ENDMLP.

Na formulação da quarta hipótese, pressupõe-se a existência de uma relação negativa entre rentabilidade e endividamento. No modelo apresentado, o valor do parâmetro estimado para a variável ROA é de -1,593 para o ENDT e -1,386 para o ENDMLP sendo que, para um nível de significância de 5%, valida-se a H4. Desta forma, verifica-se que as empresas com rentabilidade do ativo mais elevada apresentam maior recurso ao financiamento através de capitais próprios do que empresas com rentabilidade do ativo mais reduzidas. Esta hipótese vai ao encontro do estabelecido na teoria *pecking order*. Nos seus estudos Ozkan (2001), Titman & Wessels (1988) e Rajan & Zingales (1995) validam este pressuposto, isto é, o resultado obtido está de acordo com o previsto pelos autores.

Neste estudo, a variável DIMA apresentou uma relação negativa com o ENDT e ENDMLP, contrariando a maior parte dos resultados encontrados por outros autores que defendem uma relação positiva (Fama & French (2007); Frank & Goyal (2003); Poornima & Manokaran (2012)). Porém, Gama (2000) também encontrou uma relação negativa, defendendo que as empresas não conseguem aumentar o nível de endividamento à medida que a empresa cresce. Esperava-se alcançar um sinal positivo, mas os resultados obtidos demonstraram não haver grande significância estatística que pudesse confirmar ou rejeitar a H6.

Na formulação da hipótese 5, foi admitida uma relação negativa entre liquidez e endividamento. A H5 é verificada uma vez que a variável LIQG apresenta, para um nível de significância de 5%, um valor estimado para o parâmetro de -0,031 para o ENDT e -0,026 para o ENDMLP. Assim, observa-se que empresas com rácios de liquidez geral mais elevados apresentam um menor recurso ao financiamento externo. Proença (2012), referiu que, os níveis de liquidez variam em sentido inverso ao nível de alavancagem, isto é, quando a liquidez aumenta a alavancagem diminui. Assim, e segundo o mesmo autor, as empresas para financiarem os seus investimentos recorrem à teoria *pecking order*, uma vez que, utilizam a liquidez para financiar os investimentos.

Os principais resultados das relações esperadas e observadas entre as variáveis dependentes e as variáveis explicativas estão dispostos a seguir na tabela 15 de forma sucinta para conseguirmos perceber melhor. Esta relação como já foi avaliada anteriormente pode ser negativa ou positiva, ou seja, uma variação nas variáveis independentes é acompanhada por uma variação do

endividamento no mesmo sentido ou em sentido oposto. Com base nesta análise foi possível validar ou rejeitar as hipóteses a testar neste estudo empírico.

Tabela 16 Relações Esperadas e Observadas das Hipóteses

Variáveis Explicativas		Relação Esperada			Relação Observada		
		ENDT	ENDMLP	ENDCP (H7)	ENDT	ENDMLP	ENDCP (H7)
H1	OBF	-	-	SR	+	+	SR
H2	TANG	+	+	SR	-	-	SR
H3	CRESC	+	+	SR	NS	NS	SR
H4	ROA	-	-	SR	-	-	SR
H4	ROE	-	-	SR	NS	NS	SR
H5	LIQG	-	-	SR	-	-	SR
H6	DIMA	+	+	SR	-	-	SR
H6	DIMV	+	+	SR	NS	NS	SR

Fonte: Elaboração Própria

Notas: SR – Sem relação; NS – Não Significante; “+” – Relação Positiva; “-” – Relação Negativa

Ao analisar-se a tabela acima é possível verificar que alguns dos resultados obtidos não coincidem com os resultados inicialmente esperados tendo por base o enquadramento teórico efetuado na primeira parte deste trabalho. Quanto a estas variáveis, em que se obteve um resultado diferente do esperado, é de destacar a variável OBF que apresentando uma relação positiva também tem um nível de significância elevado o que nos diz que devemos considerar este resultado. Ainda com uma relação diferente do esperado temos a variável TANG e a DIMA, apresentando também alguma relevância estatística a um nível de significância de 5%. As variáveis CRESC, ROA e DIMV não apresentam qualquer tipo e relação.

As restantes ROA e ENDCPOV apresentam resultados consistentes com as hipóteses de investigação apresentadas.

Os resultados obtidos indicam que a rentabilidade é um dos determinantes mais explicativos da estrutura de capital das sociedades que agrupam as unidades de 4 e 5 estrelas em Portugal. Sendo que a rentabilidade do ativo e o nível de endividamento apresentam uma relação inversa, ou seja, empresas menos rentáveis apresentam maiores níveis de endividamento. Isto vai de encontro á teoria *pecking order*, as empresas preferem financiar-se com fundos gerados internamente, através da retenção dos excedentes de fundos gerados por projetos viáveis. Quando as empresas não dispõem de

autofinanciamento, então recorrem ao financiamento externo (dívida), seguido do recurso à emissão de ações.

A evidência sugerida pela variável OBF não parece influenciar as decisões de financiamento pois não sustenta as previsões da teoria do efeito fiscal, designadamente o modelo DeAngelo & Masulis (1980) e Gama (2000), isto é, defendida pelas teorias do *Trade-Off* e dos Custos de Agência. Levando assim a acreditar que, quando existe um aumento da poupança fiscal não associada à dívida estas tenderão a se endividar mais.

No que toca à variável liquidez geral, esta segue o estabelecido na teoria *pecking order*, onde se verifica que as empresas com elevados níveis de liquidez quando necessitam de se financiar recorrem ao excesso de liquidez que possuem.

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

## Conclusão

A presente dissertação teve como objetivo principal testar a aplicabilidade de alguns dos argumentos defendidos pelas teorias do Efeito Fiscal, do *Trade-Off*, dos Custos de Agência, a *pecking Order*, Assimetria de Informação, da Sinalização e do *Market Timing* nas sociedades que agrupam unidades hoteleiras categorizadas por 4 e 5 estrelas em Portugal, em 2014.

Pretendia-se verificar quais das referidas teorias sobre a estrutura de capitais tinha uma influência mais significativa nas empresas aquando das decisões entre a utilização de capitais próprios e capitais alheios como fonte de financiamento.

Com base na informação recolhida em diversos estudos empíricos e nas variáveis sugeridas pelas teorias a testar foram utilizados seis potenciais determinantes da estrutura de capitais — a poupança fiscal não associada à dívida, a tangibilidade do ativo, as oportunidades de crescimento, a rendibilidade, a liquidez geral e a dimensão. Para além destes foi também considerado a não relação entre o endividamento de curto prazo e as variáveis.

Recorreu-se ao modelo de regressão linear múltipla para analisar a relação entre o nível de endividamento total, endividamento de médio e longo prazo e endividamento de curto prazo existente nas empresas e os potenciais determinantes da estrutura de capitais referidos anteriormente. De modo a averiguar se as relações existentes são como as defendidas pelos argumentos das referidas teorias.

Neste sentido, e com uma amostra de 320 empresas para o ano de 2014, os resultados obtidos no modelo de regressão, para um nível de significância de 5% foram uma relação positiva entre o endividamento total e o endividamento de médio e longo prazo com a tangibilidade dos ativos. Por outro lado, identifica-se uma relação negativa do endividamento total e o endividamento de médio e longo prazo com a rendibilidade do ativo, a liquidez geral e com a dimensão do ativo.

A relação positiva entre a tangibilidade dos ativos, o endividamento total e o endividamento de médio e longo prazo sugere que estas empresas com maiores níveis de ativos tangíveis recorrem mais ao endividamento. O sinal não está de acordo com a hipótese formulada neste estudo, isto é, não está em linha com a teoria *Trade-Off* nem com a teoria *Pecking Order*. A rendibilidade do

ativo apresenta uma relação negativa com o endividamento total e o endividamento de médio e longo prazo, confirmando a teoria *Pecking Order*. Isto quer dizer que as sociedades que agrupam unidades hoteleiras de 4 e 5 estrelas mais rentáveis preferem primeiramente financiar os seus investimentos internamente e só depois recorrem ao financiamento externo.

.Em termos de liquidez geral, observamos uma relação negativa confirmando a teoria *Pecking Order*. Contrariando a teoria *Trade-Off*, os resultados obtidos para a variável poupança fiscal não associada à dívida revelam uma associação positiva com o endividamento total e o endividamento de médio e longo prazo. O que significa que empresas que possuem mais amortizações, provisões e depreciações recorrem mais ao endividamento.

A variável dimensão apresentou uma relação negativa para o endividamento total e para o endividamento de médio e longo prazo, contrariando as teorias *Pecking Order* e *Trade-Off*. Percebemos que estas sociedades que agrupam os hotéis de 4 e 5 estrelas em Portugal não conseguem aumentar o nível de endividamento à medida que aumentam a sua dimensão.

Contudo, neste caso específico do nosso modelo a estrutura de capitais não apresenta como base uma única teoria, mas uma conjugação das mesmas.

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

Também a utilização dos dados de apenas um ano é uma limitação na medida em que pode não espelhar a realidade que está em constante mutação, podendo este ano ser uma exceção na tendência temporal.

De salientar que muitas outras variáveis, como por exemplo o nível de taxa de juro, influenciam o nível de endividamento da empresa, pelo que temos consciência de que a qualidade da nossa análise econométrica aumentaria se tais fossem utilizadas (apesar de se distanciar do nosso objetivo inicial de analisar os modelos propostos). Dessa forma, para pesquisas futuras sugere-se a utilização de uma amostra maior, tal como um período de tempo superior ao utilizado e eventualmente, realizar um estudo global, isto é, a todas as categorias ou comparativo com outros países.

## Bibliografia

- Adams, D. (1997). *Management Accounting For the Hospitality Industry: A strategic Approach*, London: Cassel
- Altman, E. I. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, *Journal of Finance*, 39 (4), 1067-1089.
- Abrantes, C. (2013). *Os Determinantes da Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas do Setor da Hotelaria*. Dissertação de Mestrado, Universidade da Beira Interior – Ciências Sociais e Humanas, Portugal.
- Augusto, M. (2006). *Política de Dividendos e Estrutura de Capital: Respostas e Dúvidas do Estado da Arte*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.
- Baker, M., & Wurgler, M. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57 (1), 1-32.
- Bastos, D., Nakamura, W., & Basso, L. (2009). Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina: Um Estudo Empírico Considerando Fatores Macroeconômicos e Institucionais, *Revista de Administração Mackenzie*, 10 (6), 47-77.
- Baxter, N. (1967). Leverage Risk of Ruin and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 22, 395-403.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39, 857-878.
- Brealey, R., & Myers, S. C. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais*. Portugal: McGraw-Hill de Portugal.
- Brealey, R., Myers, S.C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais* (8ª Edição). McGraw-Hill.

Brealey, R., Myers, S.C., & Marcus, A.J. (2003). *Fundamentos da Administração Financeira* (3ª Edição). McGraw-Hill.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (1999). “Fundamentos da moderna administração financeira”. Rio de Janeiro: Campus.

Coelho, A. (2014). *Determinantes da Estrutura de Capitais do Setor de Calçado em Portugal*. Dissertação de Mestrado, Instituto de Contabilidade e Administração do Porto - Instituto Politécnico do Porto, Portugal.

Covas, A. *et al.* (2004). *Estudos I – Faculdade de Economia da Universidade do Algarve*. Faro: Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.

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

Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: a study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Graduate School of Business Administration Division of Research, United States of American: Havard University.

Durand, D. (1952). “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In: Conference on Research on Business Finance. New York: National Bureau of Economic Research”.

Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends, *15 (1)*, 1-33.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? Consultado em 15/04/2016, disponível em <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=70709112511411402610108812310801307711802002408406108900000611210602107000207309809602605710203200610210812112712311708009801103803404507802110410412310106406603807508307406400507200103108008100700027028066102112106083096119117116027115114013017&EXT=pdf>.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? Consultado em 25/03/2016, disponível em [http://mpra.ub.uni-muenchen.de/22525/1/MPRA\\_paper\\_22525.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/22525/1/MPRA_paper_22525.pdf).

Gago, V. (2013). *Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira no Algarve – O caso dos hotéis de 4 e 5 estrelas*. Dissertação de Mestrado, Universidade do Algarve – Faculdade de Economia, Portugal.

Gama, A. (2000). Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas, *Série Moderna Finanças*, Associação da Bolsa de Derivados do Porto, N. 20.

Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). "The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data", *European Financial Management*, 11 (1), 51-69.

Gomes, R. (2012). A estrutura do capital das empresas: teoria ao longo de 50 anos. *Economia e Empresas* nº14, 119-143.

Gonçalves, C., Santos, D., Rodrigo, J., Fernandes, S. (2012). *Relato Financeiro: Interpretação e Análise*. Porto: Vida Económica – Editorial, SA.

Grinblatt, M., Hillier, D., & Titman, S. (2002). *Financial Markets and Corporate Strategy*. Consultado em 11/05/2016, disponível em <http://down.cenet.org.cn/upfile/10/2013410233155145.pdf>

Gujarati, D., & Porter, D. (2010). *Essentials of econometrics*. 4th ed. New York: McGraw – Hill International.

Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1978). The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. *The Journal of finance*, May. 383-393.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). "The theory of capital structure", *The Journal of finance*, 46, 297-355.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jorge, S., & Armada, M. (2001). Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea*, 5 (2), 9–31.
- Kim, E. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity, *Journal of Finance*, 33 (1), 45-64.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage, *The Journal of Finance*, 28 (4), 911-922.
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2005). The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry. Consultado em 26/03/2016, disponível em <http://www.bm.ust.hk/fina/FinanceSymposium/2005Symposium/Papers/MichaelRoberts.pdf>.
- Leland, H. E., & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and. *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Lev, B., & Pkelman, D. (1975). A Multiperiod adjustment model for the firm's capital structure. *The Journal of Finance*, 30 (1), 75-91.
- Maquieira, C.P., & Vieito, J.P. (2010). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.
- Marrão, J. (2016). Atlas da Hotelaria 2016. Deloitte Portugal. Press Release. Consultado em 14/02/2016, disponível em <http://www2.deloitte.com/pt/pt/pages/finance/articles/atlas-da-hotelaria-2016.html>.
- Miller, M. (1997). “Debt and Taxes”, *The Journal of Finance*, 32 (2), 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.

Myers, S. (1984). “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Financial Economics*, 39 (3), 575-592.

Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(2), 81-102.

Myers, S., & Majluf, N. (1984). “Corporate Financing and Investments Decisions When Firms Have Information That Investors do not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-222.

Noulas, A. & Genimakis, G. (2011). The Determinants of capital structure choice: evidence from greek listed companies. *Applied Financial Economics*, 21 (6), 379-387.

Novo, A. J. (2009). *Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*, Dissertação de Mestrado, Gestão e Engenharia Industrial, Universidade de Aveiro, Portugal.

Novo, A. J., & Vieira, E. S. (2010). A Estrutura de Capital das PME: Evidência no Mercado Português, Estudos do ISCA, Série IV, 2.

Organização Mundial do Turismo (2010). UNWTO Annual Report: A year of recovery 2010. Consultado em 23/02/2016, disponível em [http://cf.cdn.unwto.org/sites/all/files/pdf/final\\_annual\\_report\\_pdf\\_3.pdf](http://cf.cdn.unwto.org/sites/all/files/pdf/final_annual_report_pdf_3.pdf)

Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (1), 175-298.

Padrão R. (2007). *Gestão Financeira MBA Finanças. Elementos de Estudo*. Faculdade Economia da Universidade do Porto – Portugal. Consultado em 10/03/2016, disponível em <http://www.fep.up.pt/disciplinas/mbf922/Estrutura%20de%20capitais.pdf>.

Poornima, S., & Manokaran. (2012). Capital Structure Analysis of Asset Financing Services Industry in India. *Biz N Bytes: Journal of Applied Management & Computer Science*, Janeiro, 1, 1-19.

Proença, P. (2012). *Determinants of Capital Structure and Financial crisis impact: Evidence from portuguese SMEs*. Dissertação de Mestrado, Instituto Universitário de Lisboa – ISCTE Business School, Portugal.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, *The Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

Rebello, S. C. F. (2003). *A Estrutura de Capital e o Ciclo de Vida das Empresas*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Universidade do Algarve.

Robichek, A. A., & Myers, S. C. (1966). Problems in the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1, 1-35.

Rodrigues, F. (2013). *O Market Timing na estrutura de capital das empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia do Porto, Portugal.

Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2011). *Corporate Finance: Core Principles & Applications*. 3rd ed. Boston: McGraw-Hill Irwin.

Santos, M. M. (2013). *Teoria da Agência, Governo das Sociedades e Opinião do Auditor*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Aveiro.

Scott, J. (1976) .A theory of optimal capital structure, *Bell Journal of Economics*, 7 (1), 33-54.

Semedo, I. (2015). *Teorias da Estrutura de Capital das Empresas: uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisboa*, Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Gestão Lisboa, Portugal.

Serrasqueiro, Z., Armada, M. & Nunes, P. (2011). “*Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are servisse SMEs capital structure decisions diferent?*”, *Springer Link Journals*, 5 (4), 381-409.

Serrasqueiro, Z. & Rogão, M. (2009). Capital structure of listed Portuguese companies - Determinants of debt adjustment", *Review of Accounting and Finance*, 8 (1), 54-75.

Silva, D.(2009). *O impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia do Porto, Portugal.

Silva, S. A. (2013). *Determinantes da Estrutura de Capitais: evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia do Porto, Portugal.

Teixeira, L. (2012). *Alterações da Estrutura de Capital nos períodos de Racionamento de crédito: Evidência Empírica para Portugal*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão - Universidade Técnica de Lisboa, Portugal.

Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19.

Turismo de Portugal (2010). Estatísticas de Turismo. ISBN 978-98925-0112-3.

Vieira, E. S., Pinho, C. C., & Oliveira, D. (2013). A concessão de crédito comercial e o financiamento dos clientes: evidência nas empresas Portuguesas. *Revista Universo Contábil*, 9 (4), 144-156.

Vd. Kraus, A., & Litzenger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, Setembro, 911-922.

Vos, E., & Shen, Y. (2007). “*The Happy Story Told by Small Business Capital Structure*”, 20th Australasian Finance and Banking Conference, Sydney, Australia, December, 12-14.

Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance*, 32 (2), 337-348.