



LYUDMILA JÚLIA
VIEIRA DIAS DE
ALMEIDA

**IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NA
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS
HOTELEIRAS EM PORTUGAL**

Relatório de Dissertação do Mestrado em
Contabilidade e Finanças

ORIENTADOR

Professora Rosa Maria Morgado Galvão

Setembro 2024

LYUDMILA JÚLIA
VIEIRA DIAS DE
ALMEIDA

**IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NA
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS
HOTELEIRAS EM PORTUGAL**

JÚRI

Presidente: Prof. Coordenador Nuno Miguel Delicado Teixeira,
Instituto Politécnico de Setúbal, Escola Superior de Ciências
Empresarias

Orientador: Profª Adjunta Convidada Rosa Maria Morgado Galvão,
Instituto Politécnico de Setúbal, Escola Superior de Ciências
Empresariais

Vogal Arguente: Prof. Adjunto Convidado Rui Manuel Teixeira Santos
Dias, Instituto Politécnico de Setúbal, Escola Superior de Ciências
Empresariais

Setembro 2024

Agradecimentos

A realização desta dissertação marcou um dos momentos mais importantes da minha jornada académica. É um caminho que enfrentamos muitos obstáculos e no qual muitas vezes pensamos em desistir, é um percurso solitário, e em alguns momentos nos sentimos esgotados sem saber o que fazer. Todavia Deus nos dá a força necessária para seguir em frente e a ele eu devo toda honra e obediência.

Quero em primeiro lugar expressar a minha gratidão á minha orientadora, Professora Doutora Rosa Galvão, pelo apoio incondicional ao longo deste percurso, a sua orientação, dedicação e esclarecimentos de dúvidas foram imprescindíveis para elaboração da dissertação.

Á minha tia Novita V. Dias por muitas vezes ficar acordada comigo até tarde aquando da elaboração deste trabalho o meu muito obrigada por sempre me incentivar a seguir em frente revisar o meu trabalho por não desistir de mim.

Aos meus familiares, Zilka, Emerson, Etiantet e Regoberta, aos meus amigos e colegas de curso José, Luzia e Ditutala.

Por fim a todo corpo docente do Instituto Politécnico de Setúbal e os colegas de curso.

Dedicatória

Para meu avô José Vieira Dias Sobrinho (em memória)

Resumo

As crises económico-financeiras afetam o desempenho económico e financeiro das empresas, sendo um aspeto importante a perceber o impacto na estrutura de capital. Esta dissertação analisa o impacto da crise financeira na estrutura de capital das empresas hoteleiras em Portugal, com ênfase na recente crise financeira causada pela covid 19 e consequentemente os reflexos resultantes da guerra iniciada na Ucrânia. Para tal foi realizada a revisão da literatura com base nas diversas teorias explicativas da estrutura de capital. Com base na literatura foram analisados fatores determinantes da estrutura de capital: dimensão, crescimento, tangibilidade, rentabilidade, idade, risco e outros benefícios fiscais não associados a dívida. Na metodologia, foi utilizado o método quantitativo, recorreu-se ao modelo econométrico de regressão linear com dados em painel, a fim de analisar a relação entre o endividamento total e os fatores determinantes da estrutura de capital, a amostra é constituída por um conjunto de dados em painel para 75 empresas, durante o período de 2018-2023 obtidos através da base de dados Sistema de Análise de Balanço Ibéricos (Sabi). Os resultados sugerem que as variáveis com maior impacto são a rentabilidade, sendo a variável de maior destaque para o endividamento, apresenta uma relação negativa estatisticamente significativa nos períodos de crise, a idade significativamente estatística em todos os períodos, a tangibilidade, crescimento e a dimensão são também fatores significativos em algumas épocas. Os resultados alcançados mostram que são de interesse quer para as empresas que operam no setor hoteleiro quer para potenciais investidores com interesse nestas empresas. Por fim a estrutura de capital das empresas hoteleiras é explicada em alguns casos pela teoria *trade-off* e noutros pela teoria de *pecking order*.

Palavras-chave: Crise financeira, estrutura de Capitais, endividamento, dados em painel.

Classificação JEL: G32, G30, M10, M21

Abstract

Economic and financial crises affect the economic and financial performance of companies, and it is an important aspect to understand the impact on the capital structure. This dissertation analyzes the impact of the financial crisis on the capital structure of hotel companies in Portugal, with emphasis on the recent financial crisis caused by covid 19 and consequently the consequences resulting from the war started in Ukraine. To this end, a literature review was carried out based on the various explanatory theories of capital structure. Based on the literature, determinant factors of the capital structure were analyzed: size, growth, tangibility, profitability, age, risk and other tax benefits not associated with debt. In the methodology, the quantitative method was used, using the linear regression econometric model with panel data, in order to analyze the relationship between total indebtedness and the determinants of capital structure, the sample consists of a set of panel data for 75 companies, during the period 2018-2023 obtained through the Iberian Balance Sheet Analysis System (Sabi) database. The results suggest that the variables with the greatest impact are profitability, being the most prominent variable for indebtedness, it presents a statistically significant negative relationship in periods of crisis, significantly statistical age in all periods, tangibility, growth and size are also significant factors in some periods. The results achieved show that they are of interest both to companies operating in the hotel sector and to potential investors with an interest in these companies. Finally, the capital structure of hotel companies is explained in some cases by the trade-off theory and in others by the pecking order theory.

Keywords: Financial crisis, capital structure, indebtedness, panel data.

JEL Classification: G32, G30, M10, M21

Índice

Agradecimentos	3
Resumo	4
Abstract.....	5
Índice	6
Índice de Tabelas.....	8
Abreviaturas.....	9
Introdução	10
1 Revisão da Literatura	12
1.1 Crise Financeira	12
1.2 Principais teorias explicativas da estrutura de capital.....	13
1.2.1 Abordagem de Modigliani e Miller	14
1.2.2 Teoria de <i>Trade-off</i>	15
1.2.3 Teoria dos custos de agência	16
1.2.4 Teoria da hierarquia das fontes de financiamento (<i>Pecking order theory</i>)	16
1.2.5 Teoria de Market Timing.....	17
1.3 Determinantes da Estrutura de Capital.....	18
1.4 Impacto da crise financeira na estrutura de capital - Evidencias empíricas	21
2 Objetivos e Metodologia	26
2.1 Objetivos e Questões de Investigação	26
2.2 Metodologia.....	27
2.3 Recolha de Dados e Seleção da Amostra	27
2.4 A Indústria hoteleira em Portugal	28
2.5 Variáveis.....	29
2.6 Modelo Econométrico	30

3	Discussão dos Resultados.....	32
4	Conclusão	40
	Referências.....	42

Índice de Tabelas

Tabela 1. Resumo dos Estudos Realizados	24
Tabela 2. Variáveis Independentes do Estudo	29
Tabela 3. Estatísticas descritivas – de 2018 a 2023	32
Tabela 4. Resultados da estimação do modelo de efeitos fixos - Variável dependente: Endividamento	33
Tabela 5. Resultados da estimação do modelo de regressão - Variável dependente: Endividamento, sub-período de 2018 a 2019	35
Tabela 6. Resultados da estimação do modelo de regressão - Variável dependente: Endividamento, sub-período de 2020 a 2021	36
Tabela 7 Resultados da estimação do modelo de regressão - Variável dependente: Endividamento, sub-período de 2022 a 2023	37
Tabela 8. Resumo das variáveis significativos nos três sub-períodos.....	38

Abreviaturas

BP - Banco de Portugal

BCE - Banco Central Europeu

CAE - Código de Atividade Económica

CMPC - Custo Médio Ponderado de Capitais

CRES - Crescimento

DIM - Dimensão

ENDT - Endividamento total

FMI – Fundo Monetário Internacional

TANG - Tangibilidade

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

EU- União Europeia

Introdução

A estrutura de capital das empresas é um tema que desperta grande interesse a nível das finanças empresariais, principalmente em tempos de crise. A recente crise financeira designada covid 19 , teve início na China no final de 2019 e rapidamente afetou o mundo inteiro. Em Portugal os reflexos da pandemia foram sentidos a partir de 2020, foi considerado um dos momentos mais intensos, desencadeou uma paralisação na economia, que originou um índice elevado de desemprego e outros fatores, de formas a minimizar tal situação as empresas foram forçadas a implementar medidas de confinamentos (como uso da máscara, redução da carga horária entre outras). Mais recentemente em fevereiro de 2022, Portugal voltou a ser afetado pelos reflexos da guerra europeia causado pela invasão da Rússia na Ucrânia, um conflito armado que afetou as políticas económicas financeiras e sociais no resto do mundo. Situação complicada pela crise energética, que resultou da queda do fornecimento de petróleo e gás pela Rússia (Cunha, 2023).

Estrutura de capital corresponde a combinação das várias fontes de financiamento disponíveis na empresa. Este tema começou a ser abordado por Durand (1952), mas foi com a publicação de Modigliani e Miller em 1958 que o tema ganhou relevância. Modigliani e Miller (1958) definem uma estrutura de capital com base na perfeição dos mercados, numa economia sem impostos onde o valor de mercado não influencia a sua estrutura de capital. Com base nos pressupostos de Modigliani e Miller foram criadas diversas teorias para melhor explicar as decisões de financiamento: *Trade-off*, custos de agência, *pecking order* e *market timing*.

A presente dissertação tem como principal objetivo examinar se a crise financeira teve impacto no endividamento das empresas do setor hoteleiro e se os determinantes da estrutura de capitais apresentam diferenças relativamente a períodos de crise e períodos tranquilos. Para o efeito formularam-se as seguintes questões de investigação.

- A crise económica e financeira afeta a estrutura de capital das empresas portuguesas do setor da hotelaria, do Distrito de Setúbal?
- Em períodos de crise económica quais são as variáveis determinantes da estrutura de capital das empresas portuguesas do setor da hotelaria?

A amostra é constituída por 75 empresas portuguesas do setor hoteleiro, os dados foram recolhidos da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI). Foi usado o

modelo econométrico de regressão linear a fim de analisar o endividamento total e os fatores determinantes da estrutura de capital.

Atendendo as circunstâncias do contexto de crise e as flutuações causadas nas políticas económicas e financeiras do país, assim surgiu o interesse da presente dissertação, analisar o impacto da crise na estrutura de capital das empresas, uma vez que o setor hoteleiro foi um dos mais fragilizados nos períodos de crise. Assim, este estudo veio dar um significativo contributo para literatura, uma vez que, tanto quanto se sabe existem poucos estudos nesta área que estudem a realidade portuguesa. Também foram encontrados poucos estudos com foco no setor hoteleiro. Outro contributo passa pela análise dos determinantes da estrutura de capitais em períodos tranquilos e períodos de crise, apesar de vários estudos analisarem os determinantes em períodos de crise, faltava analisar esta abordagem comparativa.

Este trabalho é constituído por quatro capítulos, o primeiro corresponde á revisão da literatura onde é contextualizada a crise financeira, as principais teorias explicativas e os fatores determinantes da estrutura de capital; o segundo capítulo descreve os objetivos e questões de investigação, recolha e seleção da amostra, assim como metodologia a usada ; o terceiro contém a discussão dos resultados, por fim o quarto e último capítulo apresenta as conclusões gerais deste estudo, limitações e sugestões futuras sobre o tema.

1 Revisão da Literatura

Neste capítulo é apresentada a revisão de literatura permitindo fazer uma análise do estado da arte relativamente à crise financeira, teorias associadas à estrutura de capitais e os seus determinantes.

1.1 Crise Financeira

Crise é o período de insegurança económica que afeta as empresas, é a instabilidade entre a procura e a oferta em valor (dinheiro), causada pela irregularidade dos mercados financeiros (Lopes, 2021). Portanto, a crise financeira é um conflito forte, num ou vários mercados financeiros, consubstanciada na diminuição do valor dos ativos que pode levará falência de numerosas instituições financeiras e não financeiras (Abreu et al., 2022).

A crise está associada a vários fatores como conflitos, desastres naturais ou económicos. Também pode ser tida como uma mudança repentina de desequilíbrio que leva a uma situação de riscos significativos (Fortuna, 2012). Neste sentido, a crise financeira são perturbações na economia originadas por eventos inesperados, que criam incerteza e ameaçam os objetivos da empresa (Coyne, 2011).

Os autores Abreu et al. (2022) identificaram três tipos de crises financeiras: cambiais, bancárias e de dívida soberana. As crises cambiais estão relacionadas a perturbações no mercado de câmbio, a instabilidade do valor da moeda concretiza-se numa importante depreciação nominal da moeda que provavelmente não servirá como meio de pagamento internacional. No entanto, a crise bancária refere-se a incidentes originados no setor financeiro, no qual a empresa regista um nível elevado de falência em que as instituições não conseguem honrar com os seus compromissos, em causa surgindo daí o aumento de créditos malparados para o banco e, por sua vez, a redução do capital conjunto no banco.

Relativamente à crise de dívida soberana, verifica-se um incumprimento no pagamento da dívida por parte de um estado, por dificuldades ou insuficiência em obter financiamentos nos mercados financeiros estrangeiros, com uma taxa de juros de acordo com o mercado (Abreu et al., 2022).

Assim sendo, a crise financeira é um período de desequilíbrio resultante de vários fatores negativos, como a falência das entidades, o aumento da taxa de desemprego ou instabilidade nos mercados financeiros, entre outros, o que influencia negativamente a estrutura da empresa.

Desta feita, Gonzalez (2014), conclui uma vez que as pequenas empresas dependem maioritariamente do financiamento bancário, a crise poderá ter um impacto negativo no que respeita ao cumprimento da dívida destas empresas. Assim, verifica-se a importância de analisar o impacto da crise financeira na estrutura de capitais das empresas.

A recente crise financeira é considerada uma das mais críticas dos últimos tempos. A mesma enfrenta duas fases, começou com a pandemia da covid 19 e se prolonga pela guerra europeia iniciada na Ucrânia. Essa doença surgiu em Wuhan, China, no final de 2019 e rapidamente se alastrou para o resto do mundo. Assim como em vários países, em Portugal não foi diferente pelo que foram criadas medidas de prevenção como o uso de máscaras, distanciamento entre os profissionais, encerramento de algumas instituições (restaurantes, centros comerciais, hotéis), restrições de viagens, entre outras medidas. Muitas empresas optaram pelo teletrabalho, redução da carga horária, redução do pessoal e cortes salariais. Todavia, enquanto algumas empresas tentavam sobreviver a crise, outras conseguiram adaptar-se as alterações do mercado e a necessidade dos consumidores de modos a assegurar a estabilidade do negócio (Huang e Ye, 2021).

Segundo Santos (2022), o dia 24 de fevereiro de 2022 ficou marcado pela invasão da Rússia à Ucrânia, um conflito que afeta a política económica, financeiras e social não só na Europa, mas também a nível mundial, com um índice elevado de vítimas mortais e um fluxo migratório considerável. Portugal, assim como, outros países prestaram o seu apoio recebendo pessoas provenientes da Ucrânia. Esta invasão colocou em causa a recuperação do crescimento económico desde a pandemia e desencadeou uma tendência crescente da inflação: aumento dos preços dos produtos alimentares, de energia entre muitos outros. Situação agravada pela crise energética europeia, que resultou da queda do fornecimento de petróleo e gás pela Rússia (Cunha, 2023).

1.2 Principais teorias explicativas da estrutura de capital

A temática sobre a estrutura de capital é muito abordada na área de finanças empresariais, razão pela qual é motivo de várias discussões nos últimos anos. A decisão sobre a escolha de

financiamento está relacionada com a composição da estrutura de capital, entende-se por estrutura de capital a combinação das diferentes fontes de financiamento da empresa.

A primeira teoria designada tradicional foi introduzida por David Durand 1952. A visão tradicionalista refere que cada empresa apresenta uma estrutura ótima de capital tendo em conta a escolha adequada de uma combinação entre o capital próprio e o capital alheio de formas a alcançar o valor máximo da empresa e o mínimo do custo médio ponderado de capital (CMPC), isto é, a empresa deverá endividar-se até ao ponto em que o CMPC é minimizado, atingindo assim o ponto ótimo (Durand, 1952). Contudo os autores Modigliani e Miller (1958) contradizem a abordagem tradicional defendendo a irrelevância da estrutura de capital para mercados eficientes; no entanto, essa teoria foi alvo de crítica por vários autores, pelo que foram criadas várias teorias para melhor explicar as decisões de financiamento da empresa.

1.2.1 Abordagem de Modigliani e Miller

A visão Moderna desenvolvida por Modigliani e Miller em 1958 tem como pressupostos a perfeição de mercados. Para os autores, o valor da empresa é determinado pelo seu ativo e oportunidades de crescimentos, isto é, sob condições de mercados perfeitos, as empresas com as mesmas características têm valores idênticos quer sejam financiadas pelo capital próprio ou capital alheio. Neste mercado verifica-se a ausência de impostos, a inexistência dos custos de falência, assimetria de informação, custos de agência e endividamento sem riscos de incumprimento (Modigliani e Miller, 1958).

No seguimento desta ideia, Modigliani e Miller (1958) formularam duas proposições. Relativamente a Proposição I, o valor de mercado não influencia a sua estrutura de capital, ou seja, os investidores obtinham ganhos livres de riscos, isto é, vendem títulos de uma empresa sobreavaliada e compram títulos da empresa subvalorizada. E o efeito conjunto entre oferta e a procura chegam ao ponto de equilíbrio entre os valores das duas empresas (Terra e Paulo, 2008).

Na Proposição II, para Modigliani e Miller (1958) o custo de capital próprio será em função linear do nível endividamento. Isso significa a existência de uma relação de proporcionalidade direta entre o custo de capital próprio e o rácio de endividamento. Assim, os ganhos originados pelo aumento da dívida podem ser mais baratos e compensados pelo custo correspondente e o aumento dos capitais próprios torna-se agora mais ariscado. Relativamente o custo médio ponderado, deve manter-se constante independentemente da fonte de financiamento escolhida

pela empresa. No entanto, com o aumento da dívida aumenta a rentabilidade exigida pelos acionistas acrescida do prêmio de risco financeiro (Rebelo, 2017)

Modigliani e Miller fazem a revisão do modelo apresentado em 1958, reconhecem o efeito dos impostos, afirmam que as empresas devem aumentar o endividamento externo uma vez que os juros pagos podem ser deduzidos fiscalmente, ao contrário dos dividendos (Modigliani & Miller 1963).

1.2.2 Teoria de *Trade-off*

A teoria de *trade-off* impulsionada por Kraus e Litzenberger (1973) assenta na escolha de uma estrutura ideal entre o capital alheio e o capital próprio, que maximiza o valor da empresa, considerando os benefícios fiscais, custos de falência ou insolvência financeira (Goyal, 2008). De acordo com Myers (2001) as empresas vão endividar-se até ao ponto em que os benefícios fiscais provenientes pela poupança resultante do aumento da dívida sejam iguais aos custos marginais de falência e de agência. Os custos de falência verificam-se quando as empresas recorrem ao financiamento externo para financiar as suas atividades, uma vez que, aumentando o endividamento aumenta o risco de a empresa não honrar os compromissos com os detentores do capital alheio (Lussuamo, 2021).

Segundo Myers (1984) o rácio de endividamento da empresa é geralmente definido por *trade-off* entre os custos benefícios e os custos de capitais alheios, mantendo-se constantes os ativos e planos de investimentos da empresa. Assim, a empresa deve substituir a dívida de capital próprio por capital alheio até ao valor máximo da empresa. Dudley (2007) define os seguintes modelos: o modelo *trade-off* estático e o modelo *trade-off* dinâmico. No modelo *trade-off* estático, as empresas procuram encontrar equilíbrio entre os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência desta feita, a medida em que benefícios fiscais aumentam o capital alheio os custos de falência o diminuem. No modelo dinâmico, as decisões de financiamento dependem da previsão da empresa, tendo em conta os seus objetivos; as empresas só ajustarão a sua estrutura para o valor ideal quando os custos forem inferiores aos benefícios.

Segundo Fama e French (2002) as empresas verificam um nível ótimo de endividamento, ponderando os custos benefícios do aumento da dívida. Desta feita, os benefícios da dívida adicionam a dedutibilidade fiscal dos juros e a redução dos problemas de agência relacionados com o fluxo de caixa livre. A estrutura ótima inclui um *trade-off* entre os impostos fiscais e os

custos associados a dívida (Bradley et al., 1984).

Assim conclui-se que a teoria de *trade-off*, também conhecida como teoria do equilíbrio, tem como objetivo a maximização do valor da empresa.

1.2.3 Teoria dos custos de agência

Na década 70, surge a teoria de agência iniciada por Jensen e Meckling (1976) na qual definem uma estrutura de capitais com base nos conflitos de interesse entre o principal e o agente. Os autores verificaram dois tipos de custos de agência: Os custos de agência do capital próprio e os custos de agência da dívida.

Segundo Peixoto (2017), os custos do capital próprio resultam da relação existente entre os acionistas e o gestor. Assim, os custos da dívida provêm dos conflitos de interesse entre os credores e acionistas, uma vez que estes últimos investem em projetos de maior risco financiados por credores, que na maioria das vezes enfrentam riscos elevados.

A teoria de agência consiste na relação entre o principal (acionista) e o agente (gestor) em que o primeiro contrata o segundo para efetuar algum serviço em benefício próprio, delegando a tomada de decisões ao gestor. Ambas as partes são maximizadoras da função de utilidade, os agentes poderão agir de acordo com os seus interesses (Jensen & Meckling, 1976).

Os problemas de agência ocorrem quando os lados envolvidos têm interesses diferentes. Os proprietários (acionistas) têm como objetivo aumentar o valor da empresa, e os gestores têm como objetivo maximizar o seu salário a curto prazo. Os conflitos entre as partes são maiores, quando existe um fluxo de caixa disponível na empresa. Os gestores utilizam o excedente do fluxo de caixa para investir em projetos de baixo retorno para o desenvolvimento da empresa, já para os acionistas o mesmo deve ser repartido sob a forma de dividendos (Jensen, 1986).

1.2.4 Teoria da hierarquia das fontes de financiamento (*Pecking order theory*)

Esta teoria surgiu com Donaldson (1961) e posteriormente foi desenvolvida por (Myers e Majiuf (1984) afirmam que as empresas adotam uma hierarquia de preferências no que diz respeito as fontes de financiamento. Na teoria da ordem, as empresas devem financiar-se internamente numa primeira fase por meio da retenção de lucros pelos acionistas e,

posteriormente, caso seja necessário, recorrem ao financiamento externo. Emitem em primeiro lugar a garantia mais segura (contração da dívida) e, por fim, a emissão do capital próprio.

Assim, diferente da teoria de *trade-off*, esta teoria não prevê uma estrutura ótima que maximiza o valor da empresa, e tem como objetivo minimizar os custos originados pela assimetria de informação.

Segundo Myers e Majluf (1984) a empresa dispõe de ativos e oportunidades de investimento reais financiadas pela emissão de ações; de acordo com os autores, os gestores têm uma informação privilegiada de como irão financiar os seus projetos, ao contrário dos investidores, o que origina assimetria de informação. Para Myers e Majluf (1984) com base na hierarquia de preferência as empresas mais rentáveis optam pelos recursos gerados internamente, uma vez que, lhes permite financiar os seus projetos, já as menos rentáveis têm a necessidade de recorrer as fontes de financiamento externas, uma vez que a sua capacidade de autofinanciamento é limitada.

De acordo com esses autores, a ordem de preferências assenta nos pressupostos de que os recursos gerados internamente não possuem custos de transação, e a emissão de novas dívidas tende a sinalizar uma informação positiva sobre a empresa (Nakamura et al., 2007).

Portanto, a teoria defende que a estrutura de capitais de uma empresa baseia-se numa hierarquia de preferências relativa às fontes de financiamento disponíveis, reduzindo a assimetria de informação (Donaldson, 1961; Myers & Majluf, 1984).

1.2.5 Teoria de Market Timing

O *market timing* é uma das mais recentes teorias da estrutura de capital introduzida por Baker e Wurgler (2002). De acordo com a teoria, a estrutura de capitais de uma empresa está associada aos valores históricos de mercado; assim sendo, a mesma consiste no resultado acumulado das várias tentativas anteriores de aproveitar as condições favoráveis de mercado pelos seus gestores, visto que estes recorrem a emissão de ações quando percebem que estão sobreavaliadas pelo mercado, e recompram quando consideram que se encontram subavaliadas (Baker e Wurgler, 2002).

De acordo com Semedo (2015), as empresas são mais propensas em emitir ações em detrimento

da dívida quando o seu valor de mercado é superior ao valor contabilístico; quando o seu valor de mercado é inferior ao valor contabilístico emitem novas dívidas. Portanto, o *market-to-book*, mede a relação entre o valor contabilístico de uma empresa e o seu valor de mercado; as empresas são sobrevalorizadas pelo mercado. Se o valor desse rácio for alto, os gestores optam por emitir ações; se os valores do rácio são baixos, as ações das empresas estão subvalorizadas pelo mercado, e os gestores optam por recorrer a dívida (Semedo, 2015)

1.3 Determinantes da Estrutura de Capital

Em seguida, serão abordados os principais fatores determinantes na estrutura de capital e que podem influenciar as decisões de financiamento: Dimensão, Crescimento, Tangibilidade, Idade, Rendibilidade, Risco e Outros benefícios fiscais não associados a dívida.

- **Dimensão:**

Segundo Titman e Wessels (1988) quanto maior for a dimensão da empresa, maior será a sua capacidade de endividamento. Os autores sugerem uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento, as empresas maiores em termos de ativos tendem a ser mais diversificadas e enfrentam menor risco de falência. De acordo com Mateev et al. (2013) as empresas de menor dimensão apresentam maiores custos de falência.

De acordo com Mohammadi et al. (2020) o tamanho da empresa varia positivamente com a alavancagem prevista nas teorias de *trade-off* e *pecking order*. No entanto, para teoria de *trade-off*, as empresas maiores e mais maduras possuem um nível de dívida mais elevado. A teoria de *pecking order* pressupõe uma relação inversa entre o endividamento e a dimensão da empresa e entre o endividamento e a idade da empresa; assim, as empresas maiores são mais conhecidas por serem mais antigas no mercado.

- **Crescimento:**

De acordo Kirch (2008), as empresas com maiores oportunidades de crescimento necessitam de mais investimentos em relação às empresas com menos oportunidades de crescimento. Segundo a teoria de agência, as empresas com o nível de crescimento elevado, têm maior flexibilidade na escolha dos seus investimentos; assim sendo, possuem maiores custos de agências. De acordo com Brito et al. (2007), quanto maior for a taxa de crescimento da

organização maior será o risco de falência. No entanto, a parte substancial do seu valor está ligada com expectativas futuras do lucro, não a ativos que possam ser liquidados em caso de dificuldades financeiras; desta feita, a teoria de agência prevê uma relação negativa entre o crescimento e o nível de endividamento.

Neste sentido, Frank e Goyal (2009), afirmam que as empresas com mais investimentos mantêm fixa a rentabilidade, acumulando dívida de longo prazo. De acordo com a teoria de *trade-off*, as oportunidades de crescimento têm uma relação positiva com o endividamento. Uma vez que as oportunidades de crescimento são maiores, as empresas tendem a recorrer à dívida externa para se financiar, pois, o financiamento interno (autofinanciamento) é insuficiente (Myers, 1984).

- **Tangibilidade:**

Segundo Titman e Wessels (1988), o tipo de ativos retido na empresa afeta de alguma forma a sua estrutura de capital, assim sendo, quanto maior for a tangibilidade dos ativos maior será o financiamento. De acordo com os autores, a teoria de *trade-off* prevê uma relação positiva entre a tangibilidade e o nível de dívida. Para Mira (2005) a existência do custo de agência relacionado à dívida pode levar os credores a solicitarem empresas com maior volume de ativos, que podem ser utilizadas como garantia para emissão da dívida. Para Myers e Majluf (1984), as empresas com menor tangibilidade têm mais problemas de assimetria de informação oferecendo menos garantia aos credores e têm menor capacidade de endividamento.

Em caso de falência, as empresas com ativos tangíveis necessitarão de mais valor do que os ativos intangíveis, visto que terão um valor de liquidação mais alto e menos custos assimétricos (Mohammadi et al., 2020).

- **Idade:**

A idade está relacionada com o ciclo de vida da empresa, assim, as empresas antigas têm um histórico de reembolso, uma boa reputação e maior credibilidade por parte dos clientes, fornecedores e funcionários (Barbosa & Pinho, 2016).

Segundo La Rocca et al. (2011), argumentam que as empresas de menor idade necessitam de um valor maior de dívida para sustentar o seu crescimento; sendo assim, enfrentam um nível maior de assimetria de informação e falência. Conforme os anos passam, as instituições crescem

e amadurecem e os lucros acumulados serão investidos em novos projetos, aumentando as fontes internas (Mac An Bhaird & Lucey, 2007).

Para tal, a teoria de *pecking order* assume uma relação negativa entre as variáveis; de acordo com hierarquia das fontes, quanto mais antiga for a empresa maior será a sua capacidade de autofinanciamento e menor será a probabilidade da emissão da dívida. Em contrapartida, as empresas novas devem optar pela dívida externa uma vez que as fontes retidas internamente são limitadas nos primeiros anos de vida (Sánchez et al.,2013).

A estrutura de capital é regulada pelas empresas ao longo do tempo,resultante da estabilidade entre os custos benefícios associados à dívida. Neste sentido, as empresas com maior idade têm mais facilidade na obtenção de crédito mais acessíveis e conseqüentemente melhores benefícios fiscais. Desta feita, a teoria de *trade-off* sugere uma relação positiva entre a idade da empresa e o endividamento Rodrigues (2022)

- **Rendibilidade:**

A rendibilidade de uma empresa é tida igualmente como um dos fatores determinantes da sua estrutura de capital. De acordo com Mira (2005), a teoria de *pecking order* sugere que as empresas optam por uma hierarquia nas fontes de financiamento, elas preferem financiar-se através dos lucros retidos ao invés de recorrer a dívida externa; para tal, as empresas mais rentáveis apresentam uma maior capacidade em gerar os seus fundos internamente. Assim, a rendibilidade está negativamente relacionada com o endividamento (Myers, 1984).

Com base na literatura a teoria de *trade-off* assume uma relação positiva entre a variável e a dívida. Assim, para Mateev et al. (2013), conforme a rendibilidade aumenta, diminuem os custos de falência levando as empresas a maiores níveis de endividamento.

Frank e Goyal (2009) concluem que as empresas mais rentáveis são aquelas que têm menor custos de falência, por este motivo têm maior capacidade para usar mais dívida. Para tal, as entidades mais lucrativas possuem taxas de impostos mais altas comparativamente as menos lucrativas (DeAngelo & Masulis, 1980).

- **Risco:**

O risco é apontado como um dos fatores determinantes da estrutura de capital que está relacionado com as decisões de financiamento da empresa. Uma vez que as existências de riscos elevados enfrentam maiores custos de falência, maiores será a taxa de retorno sobre o capital investido. (Kirch, 2008). As empresas de maior risco têm problemas de incumprimento com os credores por insuficiência nos fluxos de caixa; logo, o recurso a dívida será menor (Brito et al., 2007).

De acordo com Mohammadi et al. (2020), o risco financeiro está associado com as promessas de obrigação da dívida e o risco de negócio é estipulado pelas flutuações de receitas e incerteza do lucro. Alguns autores sugerem uma relação negativa entre o risco e o endividamento (Bradley et al., 1984; Myers, 1984)

- **Outros Benefícios Fiscais não associados a dívida:**

Os autores DeAngelo e Masulis (1980) e Bontempi (2002) indicam uma relação negativa entre a variável e o nível de endividamento, neste sentido os autores realçam a importância dos benefícios que a empresa possa ter acesso. (DeAngelo e Masulis, 1980) sugerem que os outros benefícios relacionados a amortizações de créditos fiscais de investimentos, podem ser usados como substitutos do benefício fiscal facultado pela dívida e a dedução dos encargos fiscais com juros. Segundo Titman e Wessels (1988) as empresas com elevado nível de outros benefícios fiscais para além da dívida apresentam um grau de endividamento menor comparativamente as empresas com volume reduzido de outros benefícios fiscais.

1.4 Impacto da crise financeira na estrutura de capital - Evidências empíricas

Dado as últimas crises financeiras que o mundo vem enfrentando, alguns autores analisaram como a mesma influenciou as decisões de financiamento das empresas.

Iqbal e Kume (2014) analisaram o impacto da crise e a sua influência na estrutura de capital das empresas europeias (Reino Unido, França e Alemanha). Para Iqbal e Kume (2014) em média os rácios do endividamento, aumentaram significativamente no Reino Unido e na Alemanha

entre os períodos pré-crise 2006-2007 e crise 2007-2008 e posteriormente, houve uma redução no período pós-crise 2010-2011, revertendo aos valores anteriores à crise. De acordo com os resultados, as empresas francesas não apresentaram mudanças significativas nos três períodos.

Iqbal e Kume (2014) identificaram que o aumento do endividamento para as empresas do Reino Unido, deveu-se à utilização da dívida de curto prazo, e a dívida de longo prazo assim como o uso do capital próprio. No entanto, não existem alterações significativas na dívida de curto prazo e na dívida de longo prazo para as empresas francesas e alemãs, desta feita, concluiu-se que a crise financeira impactou significativamente as decisões de financiamento das empresas baseadas na economia de mercado (Reino Unido), e as empresas baseadas na economia bancária (França, Alemanha).

Num estudo realizado por Proença et al. (2014) investigaram os determinantes da estrutura de capital, das pequenas e médias empresas portuguesas com vista a entender se a crise financeira de 2008 afetou a sua estrutura de capital. Segundo Proença et al. (2014), foi usado o método quantitativo, amostra é composta por 12.857 empresas portuguesas, extraídas da base de dados Amadeus. Assim sendo foram usadas três variáveis dependentes: A dívida total, a dívida de curto prazo e a dívida de longo prazo, e como variáveis independentes: tangibilidade dos ativos, outros benefícios fiscais para além da dívida, dimensão, rentabilidade, oportunidade de crescimento e liquidez. Desta feita, concluem que os determinantes que melhor explicaram as decisões de financiamento das pequenas e médias empresas portuguesas foram: tangibilidade, rentabilidade e a liquidez, neste sentido, verificou-se uma redução no rácio de endividamento durante a crise (Proença et al., 2014).

O estudo realizado por (Alves e Francisco (2014) incidiu sobre as flutuações de diferentes crises nas decisões de financiamento de 43 empresas de vários países. Os autores, identificaram a crise *subprime* como sendo a mais problemática das três, a mesma deveu-se, à instabilidade dos mercados financeiros, à explosão da inovação financeira, à incapacidade na supervisão dos sistemas financeiros, às políticas fiscais e às regras de compensação mal concebidas. A bolha dot.com é uma consequência da deficiente supervisão financeira, surgiu nos Estados Unidos de América, teve uma influência negativa no mercado de capitais, e rapidamente afetou o resto do mundo. Outra crise problemática foi a crise da dívida soberana, que teve maior impacto na Europa, e originou a perda de confiança de países como Grécia e Portugal, onde os governos foram obrigados a recorrer à ajuda junto da comunidade internacional (Alves & Francisco, 2015). A crise financeira teve um impacto significativo nas decisões de financiamento das

empresas. Uma vez que as mesmas recorreram mais ao endividamento no período de crise, e a dívida de longo prazo foi substituída pela dívida de curto prazo.

Rebelo (2017), analisou as alternativas das proporções do capital alheio e capital próprio no momento de maior contração económico-financeira, e como as variáveis independentes impactaram a variável dependente, o endividamento. Para este efeito, a metodologia empregue, foi constituída por um painel de 29120 empresas portuguesas, os resultados sugerem uma tendência sempre negativa para a variável rendibilidade, ao passo que a tangibilidade e a dimensão apresentam coeficiente positivo. De acordo com Rebelo (2017), as empresas menos endividadas, não tiveram alterações relevantes, uma vez que tendem a usar mais o passivo, registaram uma redução entre 2010-2013, e um aumento em 2014. Para as empresas mais endividadas verificou-se um comportamento inverso (Rebelo, 2017).

Lopes (2021), analisou se a crise financeira em Portugal, afetou as decisões de financiamento das empresas de Bragança e Vila Real. Assim sendo, a crise provocou uma paralisação na economia portuguesa, originando assim, um nível elevado de desemprego, o aumento da dívida pública e a redução do consumo privado. Desta feita o governo de Portugal utilizou o programa de assistência financeira, pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Central Europeu (BCE) e União Europeia (UE), designado por Troika.

Para Lopes (2021), os resultados obtidos, mostram que as variáveis independentes, rendibilidade, tangibilidade, dimensão, outros benefícios fiscais para além da dívida e a variável de controlo nível de internacionalização mostram sinais distintos em épocas de crise (2010-2014, face a épocas pós crise, 2015 a 2019). Conclui-se que a estrutura de capitais das empresas de Bragança e Vila Real, é explicada de acordo com o período de crise, o que mostra que a crise financeira teve uma influência negativa na estrutura de tais empresas.

Castro 2022 analisou o impacto da crise pandémica na estrutura de capitais das empresas cotadas no índice Euro Stoxx 50. A autora, procurou identificar de que forma a pandemia teve influência no risco das empresas. Para tal, foram utilizados os dados em painel, duas variáveis dependentes distintas, e consideradas duas maneiras de calcular o risco. Para o efeito usou-se o modelo de regressão linear múltipla, os dados foram extraídos através da base de dados Thomson Reuters Eikon. A amostra é constituída pelas 50 maiores empresas europeias no

período de 2018 a 2021. Os resultados sugerem que a covid não influenciou diretamente o risco das empresas, o mesmo foi afetado pelo facto de as empresas apresentarem excesso de dívida, como está previsto com a teoria de *trade-off*, uma vez que o rácio de endividamento é maior que o seu nível ótimo, assume-se que o valor da empresa não se encontra no seu máximo.

Relativamente as variáveis de controlo como previsto na teoria de *pecking order*, a autora, sugere que quanto a variável tangibilidade como a variável crescimento têm uma relação negativa com o risco, significa que as empresas com mais ativos tangíveis e maiores oportunidades de crescimento dão primazia ao financiamento interno (Castro, 2022). Na Tabela 1 é apresentado um resumo dos principais artigos analisados.

Tabela 1. Resumo dos estudos realizados sobre a crise financeira e a estrutura de capital

Autores	Ano	Principais Objetivos	Conclusões
Iqbal e Kume	2014	Analisaram o impacto da crise nas decisões de financiamento das empresas europeias (Reino Unido, França e Alemanha)	Os rácios de endividamento aumentaram significativamente para as empresas do Reino Unido e Alemanha nos três períodos. As empresas francesas não revelaram significância em nenhum período.
Proença, Laureano e Laureano	2014	Analisaram os efeitos da crise financeira na estrutura de capitais das PME portuguesas	Verificou-se uma tendência decrescente nos rácios de endividamento das PME após o período de crise.
Alves e Francisco	2015	Investigaram o impacto de diferentes crises (bolha dot.com, crise subprime e a crise da dívida soberana) nas decisões de financiamento 43 empresas vários países.	A crise teve um impacto positivo no endividamento e a dívida de longo prazo foi substituída pela dívida de curto prazo.

Rebelo, Ana Filipa	2017	Verificou as variações nas proporções de capital próprio e capital alheio durante o maior período de contração económico-financeiro e como as variáveis independentes impactaram a variável dependente	As empresas menos endividadas não sofreram mudanças relevantes, no entanto tendem a usar mais o passivo tiveram uma redução no endividamento nos três primeiros anos de crise e um aumento no último ano.
Lopes, Ana Patrícia	2021	Procurou entender se a estrutura de capital das empresas do distrito de Bragança e Vila Real foram afetadas pela crise <i>subprime</i> em Portugal	As variáveis REND, TANG, DIM, OBF e a variável de controlo apresentam sinais distintos em época de crise face a época de não crise significa que a crise financeira apresenta impacto nas decisões de financiamento de tais empresas.
Castro, Maria	2022	Analizou o impacto da crise pandémica no risco das empresas europeias.	A pandemia não afetou de formas direta o risco das empresas o mesmo é afetado ao facto das empresas identificarem excesso de dívida

Fonte: Elaboração Própria

2 Objetivos e Metodologia

No capítulo anterior foi feita a revisão da literatura, onde foi descrita a crise financeira, as diversas teorias explicativas, assim, como os fatores determinantes da estrutura de capital. O que permitiu um melhor conhecimento sobre a temática, neste capítulo definem-se os objetivos e questões de investigação assim como a metodologia a ser usada.

2.1 Objetivos e Questões de Investigação

As várias crises que vão surgindo afetam a atividade das empresas, como tal é preciso perceber qual o seu real impacto. Neste âmbito, uma questão relevante é a forma como afeta a estrutura de capitais da empresa. O setor da hotelaria, devido às medidas implementadas, nomeadamente de confinamento, foi particularmente afetado pela crise provocada pela pandemia covid-19, razão pela qual, será o objeto de estudo desta dissertação. Posteriormente, a guerra na Ucrânia, veio agravar uma situação já bastante complicada. Mais concretamente, o estudo foca-se nas empresas do Distrito de setúbal.

Assim, o presente estudo tem como objetivo responder às seguintes questões:

- A crise económica e financeira afeta a estrutura de capitais das empresas portuguesas do setor da hotelaria, do Distrito de Setúbal?
- Em períodos de crise económica quais são as variáveis determinantes da estrutura de capitais das empresas portuguesas do setor da hotelaria?

Com base nos estudos sobre o impacto da crise na estrutura de capitais e nos determinantes da estrutura de capitais apresentados na revisão de literatura, são formuladas as seguintes questões de investigação:

Q1: Períodos de crise económica e financeira têm relação estatisticamente significativa e negativa com o endividamento total?

Q2: A rentabilidade da empresa tem relação estatisticamente significativa e negativa com o endividamento total?

Q3: A tangibilidade da empresa tem relação estatisticamente significativa e positiva com o endividamento total?

Q4: A dimensão da empresa tem relação estatisticamente significativa e positiva com o endividamento total?

Q5: A idade da empresa tem relação estatisticamente significativa e positiva com o endividamento total?

Q6: O crescimento da empresa tem relação estatisticamente significativa e positiva com a endividamento total?

Q7: Os outros benefícios fiscais têm relação estatisticamente significativa e negativa com o endividamento total?

Q8: O risco tem relação estatisticamente significativa e negativa com o endividamento total?

Q9: Os fatores determinantes da estrutura de capitais das empresas são diferentes em períodos de crise?

2.2 Metodologia

A metodologia de investigação é um aspeto fundamental a nível do estudo empírico por meio do qual facilita a recolha, análise e interpretação de dados para melhor elaboração e compreensão tema a investigar. Numa pesquisa quantitativa os dados podem ser quantificados e normalmente são considerados em grandes amostras representativas de uma determinada população Queirós et al. (2017). Face ao objetivo definido usou-se o método quantitativo, dado ser o mais adequado. Numa fase inicial, os dados obtidos foram trabalhados no software Excel, para obtenção dos indicadores selecionados para o estudo, que constituem as variáveis dependente e independente. Posteriormente serão analisadas através do software STATA 15, com base no modelo econométrico de dados em painel.

2.3 Recolha de Dados e Seleção da Amostra

A amostra será constituída pelas empresas portuguesas do setor hoteleiro, do Distrito de Setúbal, com o código de atividade económica (CAE) Rev.3, código 55. Os dados contabilísticos necessários ao estudo, serão recolhidos através da base de dados, Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI), uma base de dados com informação financeira de empresas portuguesas e espanholas.

Por forma a garantir a homogeneidade da amostra, foram excluídas as seguintes observações:

- Empresas que não tinham contas disponíveis com referência a 31-12-2023;
- As empresas com capital próprio negativo pois serão empresas com acesso restrito ao crédito e poderia desvirtuar os resultados do estudo;
- As empresas com endividamento nulo, por não permitirem analisar o objetivo do estudo;
- Empresas com data de constituição superior a 2017, dado que não possuem dados para todos os anos de análise;
- E por fim foram também excluídas as observações que não continham dados contabilísticos necessários para cálculo dos indicadores selecionados para análise;

Após efetuar os devidos ajustes, resultou uma amostra final de dados em painel, com 75 empresas e 450 observações.

Na presente dissertação são definidos como pré-crise o período compreendido entre 2018-2019, os anos de 2020-2021 representam a crise pandémica e os anos de 2022-2023 a crise causada pela guerra na Ucrânia.

2.4 A Indústria hoteleira em Portugal

A hotelaria e turismo é um setor crucial para o desenvolvimento económico e social de um país. Portugal tem mostrado um crescimento constante na área de hotelaria e turismo, por este motivo, tem atraído investimento nacional e internacional, promovendo a construção de novas infraestruturas turísticas para o benefício do país. A área de hotelaria é uma das maiores empregadoras em Portugal, dando resposta a diversas ofertas de trabalho, desde a administração, receção, limpezas entre outras.

Com o início da pandemia covid 19 em março de 2020 houve um decréscimo nas receitas, alguns hotéis foram forçados a encerrar, outros optaram pela digitalização dos serviços (menus online; encomendas por telefones e outros). Após um ano crítico de muitas incertezas, 2021 foi um ano de recuperação, marcado pela reabertura das fronteiras, aos poucos algumas empresas voltaram a normalidade. Para tal, o setor hoteleiro teve um registo de quase 22 milhões de hóspedes em 2019 e como era de se esperar em 2020 houve uma redução significativa

registrando apenas 8,3 milhões de hóspedes (Rodrigues, 2022).

A medida em que a confiança dos viajantes melhora, o setor do turismo teve uma recuperação de 10 milhões de empregos em 2021, e criou cerca de 22 milhões de empregos no primeiro trimestre 2022. Todavia, o conflito entre a Rússia e a Ucrânia teve um impacto significativo na recuperação das empresas, houve um déficit na economia, resultante do aumento do preço da energia e combustível (WTTC, 2022).

No que diz respeito ao setor do turismo, o Banco de Portugal (BP) teve em conta dois aspetos importantes, a dimensão e a idade. Quanto a dimensão: As microempresas representam 91%, as pequenas empresas 8%, as médias empresas 1% e as grandes empresas totalizam 12% do número de empresas. Desta feita as pequenas e médias empresas apresentam maior volume de negócios com cerca de 40% e são também as que mais recorrem ao endividamento. Quanto a idade: As empresas com mais de vinte anos estão no ranking dos negócios com 53% e por serem mais antigas têm maior acesso ao financiamento bancário, as empresas de 11 a 20 anos representam 19% ocupam a segunda posição, ocupando o último lugar estão as empresas de 1 a 10 anos com 14% (Banco de Portugal, 2022).

2.5 Variáveis

As variáveis selecionadas para incluir no modelo de estudo, resultam da revisão de literatura, previamente efetuada.

A variável dependente do modelo a estudar, será o endividamento total (ENDT), calculada pelo rácio entre o total do passivo e o total do ativo).

De acordo com os determinantes da estrutura de capitais identificados anteriormente, na revisão de literatura, as variáveis independentes serão:

Tabela 2. Variáveis Independentes do Estudo

VARIÁVEIS	SIGLA	FÓRMULA	RELAÇÃO ESPERADA	ESTUDOS
Crise	CRIS	Variável dummy Assume o valor 1 para período de crise e 0 para período pré-Crise	H1 Negativa	Castro, (2022)

Rendibilidade	REND	Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA) EBIT /Total do Ativo	H2 Negativa	Myers, (1984a)
Tangibilidade	TANG	Peso dos Ativos Tangíveis Ativos Tangíveis/ Total do Ativo	H3 Positiva	Titman and Wessels (1988)
Dimensão	DIM	Logaritmo do Total do Ativo LN(Total do Ativo)	H4 Positiva	Mateev et al. (2013)
Idade	IDADE	Nº de anos de existência Ano atual – Ano de constituição	H5 Positiva	La Rocca et al., (2011)
Crescimento	CRES	Taxa de Crescimento do Ativo (Total Ativo N – Total Ativo N-1) / Total Ativo N	H6 Positiva	Frank and Goyal, (2009)
Outros Benefícios Fiscais	OBF	Benefícios que não derivam da dívida Depreciações/Total Ativo	H7 Negativa	DeAngelo and Masulis, (1980)
Risco	RISC	Coefficiente de variação do volume de negócios (VN) Desvio padrão VN / Média VN	H8 Negativa	Brito et al.,(2007)

Fonte: Elaboração própria

2.6 Modelo Econométrico

A fim de dar cumprimento ao objetivo, mais concretamente à primeira questão de investigação e testar as questões formuladas (Q1 a Q8), ou seja, para identificar as variáveis com maior impacto na criação de valor das empresas da amostra durante o período de referência, foi construído o seguinte modelo de regressão de dados em painel:

$$ENDT = \beta_0 + \beta_1 CRIS_{it} + \beta_2 REND_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 DIM_{it} + \beta_5 CRESC_{it} + \beta_6 IDADE_{it} + \beta_7 OBF_{it} + \beta_8 RISC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde: $ENDT$ = Endividamento total; β_0 = constante; β = coeficientes de regressão estimados; $CRIS$ = Variável Dummy; $REND$ = Rendibilidade; $TANG$ = Tangibilidade; DIM = Dimensão; $CRESC$ = Crescimento; $IDADE$ = Idade da empresa; OBF = Outros benefícios fiscais; $RISC$ = Risco; ε_{it} = o termo de erro; i = a empresa e t = o período. A explicação das variáveis encontra-se na tabela 2.

Para testar a questão 9, ou seja, se os fatores determinantes da estrutura de capitais das empresas são diferentes em períodos de crise, dividiu-se a amostra em 3 períodos: período pré-crise de 2018 a 2019, período da pandemia de 2020 a 2021 e período que engloba o efeito da guerra na Ucrânia de 2022 a 2023.

O modelo utilizado para analisar cada um dos períodos, tem a seguinte equação:

$$ENDT = \beta_0 + \beta_1 REND_i + \beta_2 TANG_i + \beta_3 DIM_i + \beta_4 CRESC_i + \beta_5 IDADE_i + \beta_6 OBF_i + \beta_7 RISC_i + \varepsilon_i$$

Onde: $ENDT$ = Endividamento total; β_0 = constante; β = coeficientes de regressão estimados; $REND$ = Rendibilidade; $TANG$ = Tangibilidade; DIM = Dimensão; $CRESC$ = Crescimento; $IDADE$ = Idade da empresa; OBF = Outros benefícios fiscais; $RISC$ = Risco; ε_i = o termo de erro; $i = n$ conjuntos de observações, $i=1, \dots, n$. A explicação das variáveis encontra-se na tabela 1.

Os modelos foram estimados com recurso ao software STATA 15, software de análise estatística habitualmente utilizado na análise econométrica.

3 Discussão dos Resultados

Neste capítulo são apresentados os resultados e a sua discussão. Na tabela 3, são apresentadas as principais estatísticas descritivas que permitem a caracterização da amostra.

Tabela 3. Estatísticas descritivas – de 2018 a 2023

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
ENDT	450	0.5542	0.2917	0.0112	0.9953
REND	450	0.0674	0.1813	-1.1996	0.9351
TANG	450	0.4914	0.3430	0.0000	0.9861
CRESC	450	0.0563	0.2812	-2.3501	0.7850
IDADE	450	16.5481	12.6088	2.0110	61.1480
DIM	450	13.2107	1.5364	9.0687	17.0684
OBF	450	0.0367	0.0416	0.0000	0.3408
CRIS	450	0.6667	0.4719	0.0000	1.0000
RISC	445	0.2338	0.2593	0.0000	1.0000

Fonte: Elaboração própria

A amostra tem uma dimensão total de 450 observações, todas consideradas válidas para análise, sendo constituída por 75 empresas pertencentes ao setor hoteleiro, com sede no Distrito de Setúbal, e seis anos de análise, de 2018 a 2023.

Da análise da tabela 3, pode-se concluir que a variável dependente, ou seja, o nível de endividamento das empresas da amostra é em média cerca de 55%. O seu valor mínimo é de cerca de 1% e o máximo cerca de 99,5%, esta diferença indica uma grande amplitude dos dados analisados. Existe também um desvio padrão de 29,17%, o que indica uma forte dispersão relativamente à média. Também se verifica que a amostra é constituída por empresas com dimensões muito diferentes, atendendo ao valor máximo e mínimo da variável dimensão.

Seguidamente, estimou-se o modelo de regressão com dados em painel, seccionais e temporais. O painel de dados utilizado é fortemente equilibrado, ou seja, as observações de todas as empresas estão disponíveis para todos os períodos.

A análise iniciou com a seleção do modelo mais adequado. Dada a existência de efeitos fixos, foram estimados dois modelos, utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários

agrupados para decidir qual o mais adequado aos dados: um modelo com efeitos fixos e um modelo com efeitos aleatórios. O teste utilizado para decidir qual o modelo mais adequado, foi o teste de Hausman (1978), cujo resultado revelou que o modelo mais adequado é o modelo de efeitos fixos.

De seguida validaram-se os pressupostos do modelo. A normalidade da amostra foi validada pela análise da Assimetria e Curtose cujos valores são próximos de 1 e 3 respetivamente.

A heterocedasticidade foi analisada com o teste de Breusch-Pagan (Breusch e Pagan (1979) Considerando o resultado do teste F, o teste de significância global, a hipótese nula não foi rejeitada para qualquer nível de significância, ou seja, a homocedasticidade não foi rejeitada, logo o modelo não tem problemas de heterocedasticidade. O modelo final de efeitos fixos foi estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários agrupados com erros padrão robustos, para permitira correta inferência estatística, cujos resultados se apresentam na tabela 4.

Tabela 4. Resultados da estimação do modelo de efeitos fixos - Variável dependente: Endividamento

ENDT	Coef.	Robust Std.Err.	T	P> t
REND	-0.2188	0.0839	-2.6100	0.0110 **
TANG	0.0218	0.0901	0.2400	0.8090
CRESC	0.1180	0.0556	2.1200	0.0370 **
IDADE	-0.0284	0.0067	-4.2700	0.0000 ***
DIM	0.0609	0.0448	1.3600	0.1780
OBF	0.0518	0.4264	0.1200	0.9040
RISC	-0.0680	0.0381	-1.7800	0.0790 *
CRIS	0.0464	0.0172	2.7000	0.0090 ***
_cons	0.1996	0.5576	0.3600	0.7210

$R^2 = 6.08\%$
$N = 450$

Nota: *, **, ***, significativo a 10%, 5% e 1%, respectivamente

Fonte: Elaboração própria

O modelo tem um R^2 muito baixo, de apenas 7%, no entanto, o seu objetivo não é explicar a variável dependente na sua totalidade, e sim, testar a significância das variáveis incluídas no modelo.

Com base no valor estimado dos coeficientes e no respetivo *p-value*, apenas as variáveis rendibilidades, crescimento, idade, risco e a crise, são estatisticamente significativas, tendo a rendibilidade o coeficiente com maior peso, ou seja, é a variável que tem mais impacto no endividamento.

De seguida, analisa-se cada uma das variáveis, face às questões formuladas, com base no modelo estimado que tem a seguinte equação:

$$ENDT = 0.1996 + 0.0464 CRIS_{it} - 0.2188 REND_{it} + 0.0218 TANG_{it} + 0.0609 DIM_{it} + 0.1180 CRESC_{it} - 0.0284 IDADE_{it} + 0.0518 OBF_{it} - 0.0680 RISC_{it} + \varepsilon_{it}$$

A questão 1 é validada, dado que, pela análise da tabela 3, conclui-se que existe relação estatisticamente significativa e negativa, com o endividamento total, a um nível de 5%. Em média, no período de crise, o endividamento total, das empresas da amostra aparenta ser maior em 0.046 p.p do que no período pré-crise, mantendo-se tudo o resto constante. Este resultado confirma a teoria de *pecking order* proposta por Myers (1984).

Quanto à questão 2, relativamente à rendibilidade, também é validada. A variável rendibilidade é estatisticamente significativa a um nível de 5%, apresentando relação negativa com o endividamento. Ou seja, um aumento de 1 pp na rendibilidade leva à diminuição do endividamento em cerca de 0,218 pp, mantendo-se tudo o resto constante.

A idade (questão 5) apresenta uma relação significativa estatisticamente e inversa com o endividamento, a um nível de 1%. O coeficiente estimado é de 0,028, o que significa que, em média, por cada ano adicional de existência da empresa, o rácio de endividamento tende a

diminuir cerca de 0.0284 pp, mantendo-se tudo o resto constante. O resultado é contrário ao esperado.

O crescimento (questão 6), apresenta relação direta, estatisticamente significativa a um nível de 5%. Apresenta um coeficiente de 0.118, portanto o aumento de 1 pp no rácio do crescimento leva a um aumento, em média, no rácio do endividamento de 0.118 pp, mantendo tudo o resto constante. Portanto, a questão 6 é validada.

Relativamente ao risco, a questão 8 também é validada, uma vez que, a variável é significativa, se bem que apenas a um nível de 10%, e apresenta relação negativa com o endividamento. O que significa um aumento de 1 pp no risco leva à diminuição do rácio de endividamento, em média, de cerca de 0.068 pp. As empresas com maior risco têm maior dificuldade de recorrer ao crédito, logo o endividamento será menor.

Relativamente à tangibilidade, dimensão e outros benefícios fiscais, as variáveis não são estatisticamente significativas. Não sendo significativas, sugere que não são relevantes para explicar a variável dependente, portanto não aparentam ser fatores determinantes do endividamento. Assim, para as questões 3, 4 e 7 a resposta é negativa.

Quanto à questão 9, os resultados dos modelos estimados apresentam-se na tabela 5, 6 e 7. Foram utilizados modelos de regressão linear, uma vez que, os modelos de efeitos fixos e aleatórios não se conseguiram aplicar, provavelmente por se analisar um período pequeno. Verificaram-se os pressupostos base da regressão linear, a normalidade dos resíduos, a heterocedasticidade, a multicolinearidade e a autocorrelação. A estimação foi efetuada utilizando erros padrão robustos para garantir a validade das inferências dos coeficientes do modelo.

Tabela 5. Resultados da estimação do modelo de regressão - Variável dependente: Endividamento, subperíodo de 2018 a 2019.

Período pré-crise de 2018 a 2019				
ENDT	Coef.	Robust Std.Err.	T	P> t
REND	-0.0985	0.1032	-0.9500	0.3420
TANG	0.2729	0.0824	3.3100	0.0010 ***
CRESC	0.1247	0.0784	1.5900	0.1140

IDADE	-0.0050	0.0021	-2.4300	0.0160 **
DIM	0.0300	0.0174	1.7200	0.0870 *
RISC	-0.0328	0.0848	-0.3900	0.6990
OBF	-0.4587	0.4045	-1.1300	0.2590
_cons	0.1392	0.2154	0.6500	0.5190
N = 150				
$R^2 = 0.2257$				

Nota: *, **, ***, significativo a 10%, 5% e 1%, respetivamente

Fonte: Elaboração própria

No período que antecede as pandemias foram consideradas determinantes do endividamento, as variáveis tangibilidade, idade e dimensão.

Tabela 6. Resultados da estimação do modelo de regressão - Variável dependente: Endividamento, subperíodo de 2020 a 2021.

Período da pandemia de 2020 a 2021				
ENDT	Coef.	Robust Std.Err.	T	P> t
REND	-0.5337	0.1715	-3.1100	0.0020 ***
TANG	0.2487	0.0798	3.1200	0.0020 ***
CRESC	-0.0041	0.0877	-0.0500	0.9630
IDADE	-0.0062	0.0019	-3.1800	0.0020 ***
DIM	0.0140	0.0178	0.7800	0.4340
RISC	0.0301	0.0898	0.3300	0.7380
OBF	-0.3076	0.4809	-0.6400	0.5230
_cons	0.3970	0.2196	1.8100	0.0730
N = 150				
$R^2 = 0.2508$				

Nota: *, **, ***, significativo a 10%, 5% e 1%, respetivamente

Fonte: Elaboração própria

No período da pandemia foram consideradas determinantes do endividamento, as variáveis rendibilidade, tangibilidade e idade.

Tabela 7. Resultados da estimação do modelo de regressão - Variável dependente: Endividamento, subperíodo de 2022 a 2023.

Período da guerra Ucrânia de 2022 a 2023				
ENDT	Coef.	Robust Std.Err.	T	P> t
REND	-0.4012	0.1736	-2.3100	0.0220 **
TANG	0.1149	0.0800	1.4400	0.1530
CRESC	0.2414	0.1366	1.7700	0.0790 *
IDADE	-0.0056	0.0018	-3.1200	0.0020 ***
DIM	0.0467	0.0187	2.4900	0.0140 **
RISC	-0.0824	0.0948	-0.8700	0.3860
OBF	0.4732	0.8195	0.5800	0.5650
_cons	-0.0381	0.2385	-0.1600	0.8730
N = 150				
$R^2 = 0.1809$				

*Nota: *, **, ***, significativo a 10%, 5% e 1%, respetivamente*

Fonte: Elaboração própria

No período da guerra foram consideradas determinantes do endividamento, as variáveis rendibilidade, crescimento, idade e dimensão

Para facilitar a análise, apresenta-se na tabela 8 um resumo com as variáveis estatisticamente significativas, por período.

Tabela 8. Resumo das variáveis significativos nos três subperíodos

ENDT	Período pré-crise de 2018 a 2019			Período da pandemia de 2020 a 2021			Período da guerra Ucrânia de 2022 a 2023		
	Coef.	P> t		Coef.	P> t		Coef.	P> t	
REND				-0.5337	0.0020	***	-0.4012	0.0220	**
TANG	0.2729	0.0010	***	0.2487	0.0020	***			
CRESC							0.2414	0.0790	*
IDADE	-0.0050	0.0160	**	-0.0062	0.0020	***	-0.0056	0.0020	***
DIM	0.0300	0.0870	*				0.0467	0.0140	**

Nota: *, **, ***, significativo a 10%, 5% e 1%, respectivamente-

Fonte: Elaboração própria

A rentabilidade no período pré-crise não apresenta relação significativa estatisticamente, o que poderá indicar que em períodos tranquilos a empresa terá menos preocupação em se financiar com meios gerados na atividade. crise pandémica apresenta relação negativa e um nível de significância de 1% e no período da guerra da Ucrânia a um nível de 5%.

Segundo Myers e Majiuf (1984) as empresas com maior rentabilidade têm maior capacidade de gerar os seus fundos internamente esses resultados vão de encontro com a teoria da hierarquia das fontes.

No que toca a variável tangibilidade (TANG) apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa (a nível de significância 1%) para os período pré-crise e o período pandémico, o que sinaliza que um aumento no volume de ativos tangíveis está relacionado a aumento dos níveis de dívida. Quanto ao período de guerra não apresenta significância estatística. Este resultado vai de encontro ao previsto na teoria de *trade-off*, quanto maior for o valor dos ativos usados como garantia, maior será a capacidade da empresa recorrer ao endividamento (Titman & Wessels, 1988). No entanto, no período completo a tangibilidade não apresentou significância estatística.

A variável crescimento (CRES) evidencia uma relação positiva estatisticamente significativa apenas (10%) para o período guerra na o Ucrânia, tal como no período completo. Significa que as empresas em crescimento em termos de ativo necessitam de mais fundos para financiarem as suas atividades, uma vez que esgotados os fundos internos são obrigados a recorrer ao financiamento externo. Essas conclusões vão de encontro com os resultados obtidos por Brito

et al. (2007) e a teoria de *trade-off*.

A idade apresenta um sinal negativo com endividamento, e estatisticamente significativa para os três períodos completos. Sendo 5% para o período pré-crise e 1% para os períodos de pandemia e guerra na Ucrânia. Para tal as empresas mais antigas dispõem de fundos acumulados ao longo dos anos, por esta razão, têm menos necessidade de recorrer ao endividamento. Este resultado vai de encontro com os resultados obtidos por (Mac An Bhaird & Lucey, 2007; Barbosa e Pinho 2016) e a teoria de *peking order*.

A dimensão (DIM) apresenta um nível de significância de 10% para o período anterior à crise, e 5% para o período de guerra. No que respeita o período de pandemia a dimensão não teve impacto significativo na estrutura de capital das empresas. Esta variável assume uma relação positiva que vai de encontro com as conclusões de Frank e Goyal (2009), Mateev et al. (2013). As empresas maiores em termos do valor do seu ativo possuem elevados níveis de endividamento. Neste sentido, segundo a teoria de *trade off* quanto maior for a dimensão maior será a capacidade de endividamento da empresa e menor será o risco de falência.

Em épocas de crise pandémica os fatores determinantes que impactaram significativamente a estrutura de capital das empresas foram: Rendibilidade, tangibilidade e a Idade (questão 9). Quanto crescimento, dimensão, risco e outros benefícios fiscais não associados a dívida não mostraram diferenças significativas para responder à questão 9.

Assim os resultados sugerem que as variáveis rendibilidades, idade, crescimento e dimensão são os fatores estatisticamente significativos na estrutura de capital das empresas durante a crise originada pela guerra. Relativamente a tangibilidade, risco e outros benefícios fiscais não relacionados a dívida não apresentaram significância estatística para responder a Q9.

De acordo com os resultados obtidos, para o período pré-crise os determinantes estatisticamente significativos foram a tangibilidade e a idade e a dimensão da empresa. No que diz respeito as variáveis tangibilidades, crescimento, risco e outros benefícios fiscais não relacionados a dívidas não mostraram evidencias significativas no período de estabilidade económica.

4 Conclusão

O principal objetivo desta dissertação é perceber qual o real impacto da crise financeira na estrutura de capital das empresas hoteleiras em Portugal concretamente do distrito de Setúbal. Para o efeito foi utilizada uma amostra constituída por 75 empresas, obtida através da base de dados Sabi, no período compreendido entre 2018 e 2023.

Para verificar o impacto causado pela crise na estrutura das empresas, foram selecionadas variáveis independentes á luz das diversas teorias relativas a estrutura de capital desde a visão tradicional passando por Modigliani Miller, *trade-off*, custos de agência, *pecking order* e mais recentemente *market timing*. Foram utilizadas como variáveis independentes: Dimensão, tangibilidade, rendibilidade, crescimento idade, risco e outros benefícios fiscais para além da dívida e ainda uma variável *Dummy* Crise. Estas variáveis tentaram explicar o comportamento da variável dependente sendo o endividamento total.

Usou-se ao modelo econométrico de regressão linear com vista a analisar a relação entre o endividamento total e os fatores determinantes da estrutura de capital já citados anteriormente.

Os resultados sugerem que a estrutura de capital das empresas é determinada por vários fatores e varia de acordo ao contexto atual. Com base nos dados obtidos, os níveis de endividamento são explicados por diferentes variáveis nos períodos em análise, assim, destacam-se: a rendibilidade como sendo a variável com maior impacto no endividamento, apresenta uma relação negativa e significativa para os períodos de crise; a idade da empresa revela-se um fator interessante , com uma relação significativa em todos os períodos de análise. Relativamente à tangibilidade verificou-se significativa para época anterior assim como a época pandémica, mantendo-se indiferente para os reflexos da guerra. A variável crescimento mostrou significância apenas no período de guerra, sugerindo que as empresas em crescimento podem aumentar o seu nível de endividamento durante a crise e finalmente a dimensão da empresa mostrou significância em alguns contextos. Todavia a variável risco e outros benefícios fiscais não relacionados á dívida mostraram-se indiferentes para os três períodos em análise, uma vez que não apresentaram significância estatística, não são fatores determinantes para estrutura das empresas. Conclui-se que os períodos afetados pelos reflexos da crise tiveram impacto significativo nas decisões de financiamento das empresas hoteleiras em Portugal.

Assim, a estrutura de capitais das empresas hoteleiras é explicada pelas teorias de *trade-off* e *pecking order*. A primeira sugere uma estrutura ótima de capital tem como objetivo a criação do valor da empresa e a segunda sugere que as empresas adotam uma ordem de preferências relativamente as fontes de financiamento disponíveis.

Apesar da contribuição que este trabalho possa oferecer a literatura, existem sempre limitações, a amostra foi feita apenas no Distrito de Setúbal, focando-se num único setor de atividade. Em investigações futuras sugere-se uma amostra alargada para mais distrito, incluindo mais empresas e um horizonte temporal maior. Neste sentido sugere-se a importância de alargar o painel de amostra para além dos anos 2018 e 2023. Seria interessante perceber qual a reação das empresas em períodos posteriores.

Referências

- Abreu, M., Afonso, A., Escária, V., & Ferreira, C. (2022). *Economia Monetária e Financeira* (4ª Edição).
- Alves, P. F. P., & Francisco, P. (2015). The Impact of Institutional Environment in Firms' Capital Structure During the Recent Financial Crises: The Quarterly Review of Economics and Finance. *SSRN Electronic Journal*, 57, 129–146. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.qref.2014.12.001>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. *The Journal of Finance*, 57(1). <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Banco de Portugal. (2022). *Análise do Setor do Turismo - Evolução dos Indicadores Económicos e Financeiros*.
- Barbosa, L., & Pinho, P. S. de. (2016). “Estrutura de financiamento das empresas”, *Revista de Estudos Económicos, Banco de Portugal, Vol. 2, Nº1*.
- Bontempi, M. E. (2002). The dynamic specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy. *Empirical Economics*, 27(1), 1–22. <https://doi.org/10.1007/s181-002-8356-9>
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance* Vol. 39 Nº3. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 39, Issue 3). <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2327950>
- Breusch, Trevor S, e Adrian R Pagan. 1979. «A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation». *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1287–94.
- Brito, A., Corrar, L., & Batistella, F. (2007). *Fatores determinante da estrutura de capital das maiores empresas brasileiras*. *Revista Contabilidade e Finanças* (Vol. 43). <https://doi.org/https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>
- Castro, M. J. B. (2022). *Impacto da Covid 19 na Estrutura de Capital: Faculdade de Economia do Porto. Dissertação de Mestrado*.
- Coyne, C. J. (2011). *Constitutions and Crisis*.

<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jebo.2011.05.011>

Cunha, R. (2023). *Padrões de Consumo dos Portugueses em Ambiente de Guerra no Espaço Europeu: Universidade Católica Portuguesa, Católica Porto Business School. Dissertação de Mestrado.*

DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, Vol.8. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 8). [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)9001-7](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)9001-7)

Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of cocorporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Harvard Business School, Boston, 1 (5).*

Dudley, E. (2007). Testing Models of Dynamic Trade Off Theory. *SSRN Electronic Journal*6, 46. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1030119>

Durand, D. (1952). *Costs of debt and equity funds for business:Trends and problems of Measurement.National Bureau of Economic Research. Disponível em <http://www.nber.org/books/univ52-1>.*

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*. Vol. 15, N° 1. In *The Review of Financial Studies Spring* (Vol. 15, Issue 1).

Fortuna, M. (2012). *Universidade dos Açores Universidade da Madeira Economia da Crise.* <http://hdl.handle.net/10400.3/5041>

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management. Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>

González, V. M. (2014). *The Financial Crisis and Corporate Debt Maturity. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=2502798>.*
<https://ssrn.com/abstract=2502798>Electroniccopyavailableat:<https://ssrn.com/abstract=2502798>Electroniccopyavailableat:<http://ssrn.com/abstract=2502798>

Goyal, F. (2008). *HANDBOOK OF CORPORATE FINANCE: EMPIRICAL CORPORATE FINANCE VOLUME 2.* <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/8978-0-444-7.50004-4>

- Hausman, Jerry A. 1978. «Specification tests in econometrics». *Econometrica: Journal of the econometric society*, 1251–71.
- Huang, H., & Ye, Y. (2021). Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19. *Accounting and Finance*, 61(3), 4757–4788. <https://doi.org/10.1111/acfi.12740>
- Iqbal, A., & Kume, O. (2014). Impact of Financial Crisis on Firms' Capital Structure in UK, France, and Germany: Multinational Finance Journal. *Multinational Finance Journal*, 18(3/4), 249–280. <https://doi.org/10.17578/18-3/4-3>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. In *American Economic Review* (Vol. 76, Issue 2). <http://papers.ssrn.com/abstract=99580>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Also published in Foundations of Organizational Strategy. In *Journal of Financial Economics* (Issue 4). Harvard University Press. <http://ssrn.com/abstract=94043> Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=94043> <http://hupress.harvard.edu/catalog/JENTHF.html>
- Kirch, G. (2008). *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. ConTexto- Contabilidade em Texto, Porto Alegre, Vol.8, nº 13, 2009. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/=ConTexto/article/view/11100>*.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A State- Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28 (4). 911–922.
- La Rocca, M. L., La Rocca, T. L., & Cariola, A. (2011). Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle. *Small Business Economics*, 37(1), 107–130. <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9229-z>
- Lopes, A. P. B. (2021). *Impacto da crise financeira na estrutura de capitais das Empresas portuguesas: Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. Dissertação de Mestrado*.
- Lussuamo, J. M. (2021). “Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda-Angola.” <https://doi.org/http://hdl.handle.net/10400.6/12037>

- Mac An Bhaird, C., & Lucey, B. (2007). *Determinants of the Capital Structure of SMEs: A Seemingly Unrelated Regression Approach*.
<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1018383>
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). *On the Determinants of SME Capital Structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis*. *International Business and Finance*, Vol.27 N°. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2012.05.002>
- Meira, A. (2014). *A Estrutura de Capitais das Empresas Portuguesas Pré e pós--crise 2008*. Dissertação de Mestrado, Universidade Católica de Portuguesa.
- Mira, F. S. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish Data Panel, Small Business. *Small Business Economics*, 25(5), 447–457.
<https://doi.org/10.1007/s11187-004-6486-8>
- Modigliani, F., & e Miller Merton. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. *The American Economic Review*, vol 53, N° 3.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cos of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48 (3). In *Journal of Economic Perspectives* (Vol. 2).
- Mohammadi, S. S., Dalwai, T., Najaf, D., & Saif Al-Yaarubi, A. (2020). Determinants Of Capital Structure: An Empirical Evaluation Of Oman's Tourims Companies. *International Journal of Tourism & Hospitality Reviews*, 7(1), 01–10.
<https://doi.org/10.18510/ijthr.2020.711>
- Myers, S. C. (1984a). "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol . 39, N° 3.
- Myers, S. C. (2001). "Capital Structure", *Journal Of Economic Perspectives*, Vol. 15, N° 2.
- Myers, S. C., & Majiuf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That -Investors do Not Have*. *Journal of Financial Economics*, Vol 13, N° 2.
- Nakamura, W., Martin, D., Filho, A., Costa, A., & Amaral, A. (2007). *Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: Revista Contabilidade e Finanças*.

- Peixoto, A. F. S. (2017). *DISSERTAÇÃO DE MESTRADO A ESTRUTURA DE CAPITAL DA INDÚSTRIA HOTELEIRA EM PORTUGAL: HOTÉIS DE 4 E 5 ESTRELAS*.
- Proença, P., Laureano, R. M. S., & Laureano, L. M. S. (2014). Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 172–181. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.027>
- Queirós, A., Faria, D., & Almeida, F. (2017). *STRENGTHS AND LIMITATIONS OF QUALITATIVE AND QUANTITATIVE RESEARCH METHODS*. *European Journal of Education Studies*, 3(9)3. <https://doi.org/10.5281/zenodo.887089>
- Rebello, A. F. C. (2017). *INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO*. <https://doi.org/http://hdl.handle.net/10400.21/7261>
- Rodrigues, J. (2022). *O impacto da pandemia COVID-19 nos determinantes da Estrutura de Capitais da indústria hoteleira em Portugal*. Porto: Faculdade de Economia do Porto. *Dissertação de Mestrado*.
- Sánchez, M. J. P., Herrera, R., Luis M., & Pietro, F. di. (2013). Capital Structure of SMEs in Spanish Regions ,Small Business Economics, Vol.41, Nº 2. *Small Business Economics*, 41(2), 503–519. <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9439-7>
- Santos, S. (2022). *Percepções do serviço social em contexto emergencial: O caso das pessoas refugiadas oriundas da Ucrânia em Sisnes- Portugal: Instituto Superior Politécnico de Beja* .*Dissertação de Mestrado*.
- Semedo, I. G. (2015). *Teorias da Estrutura de Capital das Empresas: Uma Aplicação às Empresas Portuguesas Cotadas na Euronext Lisboa*. ISG *Dissertação de Mestrado* Disponível em: <http://hdl.handle.net/10400-26/11108>.
- Terra, S., & Paulo, R. (2008). *The cost of capital,corporation finance and the theory of investment*.*Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*,5 (2). <https://doi.org/https://doi.org/10.4013/base.20082.07>.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal*

of Finance, Vol 43. In *The Journal of Finance* (Vol. 43, Issue 1).

WTTC. (2022). *Government Travel Policies Covid 19*. <https://wttc.org>