

MESTRADO

CONTABILIDADE E CONTROLO DE GESTÃO

O impacto da pandemia COVID-19 nos determinantes da Estrutura de Capitais da indústria hoteleira em Portugal

Joana Filipa Rosas Rodrigues

M

2022



O impacto da pandemia COVID-19 nos determinantes da Estrutura de Capitais da indústria hoteleira em Portugal

Joana Filipa Rosas Rodrigues

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientado por:

Professor Doutor Júlio Manuel dos Santos Martins

2022

AGRADECIMENTOS

A realização desta dissertação assinala o encerramento de um dos momentos mais importantes do meu percurso académico, e apenas foi possível devido a um conjunto de pessoas que me apoiaram incondicionalmente ao longo dos últimos tempos.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao meu orientador, o Professor Doutor Júlio Manuel dos Santos Martins, pela sua total disponibilidade e partilha de conhecimento, assim como pelos seus comentários construtivos, que contribuíram para a elaboração desta dissertação.

Ao Professor Doutor João Pedro Figueiredo Ferreira de Carvalho Oliveira e ao Professor Doutor Manuel Emílio Mota de Almeida Delgado Castelo Branco, docentes da cadeira do Plano de Dissertação do Mestrado, por me terem dado todo o suporte inicial que precisava para escrever uma dissertação.

Agradeço a todos os docentes da Faculdade de Economia do Porto que cruzaram o meu caminho durante a Licenciatura e o Mestrado e contribuíram não só para o meu enriquecimento profissional, como também pessoal.

Aos meus Amigos que sempre me apoiaram com palavras encorajadoras e que, por essa razão, também contribuíram para a realização deste meu objetivo académico. Um especial agradecimento ao meu Amigo Filipe, por toda a ajuda e apoio ao longo do meu percurso académico. Todas as suas sugestões de melhoria foram de extrema importância.

Por último, um agradecimento especial aos meus Pais e à minha Irmã, pelo apoio incondicional, pela motivação, confiança, por toda a força e coragem que me deram. Aos três, agradeço de coração por serem sempre os meus pilares e por serem as pessoas que mais acreditam em mim. Obrigada.

RESUMO

A pandemia COVID-19 poderá ter levado a uma alteração na estrutura de capitais da indústria hotelaria. Assim, o objetivo deste trabalho é analisar o impacto dos determinantes da estrutura de capital nas empresas do setor da indústria hoteleira durante o período pandémico, comparativamente ao período anterior.

Realizou-se uma revisão de literatura baseada nas principais teorias sobre a Estrutura de Capital, iniciadas por Durand (1952), seguidas de Modigliani e Miller (1958), teoria do efeito fiscal (1963), teoria dos custos de agência (1976), teoria da sinalização (1977), teoria do *trade-off* (1984), teoria da *pecking order* (1984) e *market timing* (2002).

De acordo com a literatura, recorreu-se ao estudo de alguns determinantes da estrutura de capital: dimensão, rendibilidade, crescimento, tangibilidade, poupança fiscal não associada à dívida, liquidez geral, categoria dos estabelecimentos hoteleiros e longevidade que deram origem às hipóteses formuladas. Assim, realizou-se um estudo quantitativo, através de um modelo de regressão linear múltipla, de modo a analisar o impacto dos determinantes descritos anteriormente, para os diferentes anos de 2019 e 2020.

A amostra é constituída por pequenas e médias empresas, excluindo as microempresas, da indústria hoteleira do mercado português, obtida através da SABI. Como critérios de exclusão, teve-se em conta as empresas temporariamente inativas, em dissolução, em fusão, em insolvência, em liquidação, as empresas sem endividamento, com dados insuficientes para o apuramento das variáveis, as empresas com EBITDA negativo e as empresas com capitais próprios negativos, obtendo-se uma amostra final de 444 empresas para 2019 e de 400 empresas para 2020.

Durante a pandemia verificou-se que as variáveis crescimento e rendibilidade tiveram um impacto diferente no endividamento face a 2019. O comportamento dos determinantes estudados da estrutura de capitais mostra que a teoria da *pecking order* é a teoria que mais reflete o comportamento das empresas hoteleiras portuguesas.

Palavras-chave:

Estrutura de Capital; Endividamento; Determinantes; Indústria Hoteleira

ABSTRACT

The COVID-19 pandemic may have led to a change in the capital structure of the hospitality industry. Thus, the objective of this work is to analyze the impact of capital structure determinants on companies in the hotel industry sector during the pandemic period, compared to the previous period.

It was carried out a literature review based on the main theories on Capital Structure, initiated by Durand (1952), followed by Modigliani and Miller (1958), Modigliani and Miller (1963), agency theory (1976), signaling theory (1977), trade-off (1984), pecking order (1984) and market timing (2002).

Taking that literature under consideration, it was studied some determinants of the capital structure: firm size, profitability, growth opportunities, asset tangibility, the non-debt tax shield, liquidity ratio, hotels category and longevity, which gave rise to the formulated hypotheses. Thus, a quantitative study was carried out, using a multiple linear regression model, in order to analyze the impact of the determinants described above, for the different years of 2019 and 2020.

The sample is made up of small and medium-sized companies, excluding micro-companies, in the hotel industry in the portuguese market, obtained through SABI. As exclusion criteria, it was considered temporarily inactive companies, in dissolution, merger, insolvency and liquidation processes, no-debt companies, or companies with insufficient data to calculate the variables, companies with negative EBITDA and companies with negative equity, resulting in a final sample of 444 companies for 2019 and 400 companies for 2020.

During the pandemic it was found that growth opportunities and profitability variables had a different impact on indebtedness compared to 2019. The studied determinants behavior of capital structure shows that the pecking order theory is the one that best reflects the behavior of Portuguese hotel companies.

Keywords:

Capital structure; Debt; Determinants; Hotel industry

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	3
2.1 Teorias sobre a Estrutura de Capital.....	3
2.1.1 Abordagem Tradicional	3
2.1.2 Abordagem de Modigliani e Miller (1958)	4
2.1.3 Abordagem de Modigliani e Miller (1963)	5
2.1.4 Teoria do <i>Trade-Off</i>	6
2.1.5 Teoria dos Custos de Agência.....	7
2.1.6 Teoria da <i>Pecking Order</i>	8
2.1.7 Teoria da <i>Sinalização</i>	9
2.1.8 Teoria <i>Market Timing</i>	11
2.2 Os determinantes da Estrutura de Capitais.....	11
2.2.1 Estudos Empíricos	12
2.2.1.1 Dimensão.....	15
2.2.1.2 Rendibilidade.....	16
2.2.1.3 Valor de mercado sobre valor contabilístico	17
2.2.1.4 Crescimento.....	17
2.2.1.5 Tangibilidade	18
2.2.1.6 Risco	19
2.2.1.7 Poupança fiscal não associada à dívida.....	19
2.2.1.8 Liquidez geral	20
2.2.1.9 Categoria dos Estabelecimentos Hoteleiros	20
2.2.1.10 Longevidade	21
3. A INDÚSTRIA HOTELEIRA EM PORTUGAL.....	22
4. METODOLOGIA	24
4.1 Formulação de hipóteses	25
4.2 Modelo de Estimação.....	25
4.2.1 Variáveis dependentes	27
4.2.2 Variáveis independentes.....	27

4.3 Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlações	29
4.4 Apresentação dos resultados	31
5. CONCLUSÕES	37
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	39

LISTA DE ACRÓNIMOS E SIGLAS

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

CP – Curto prazo

EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*

EBITDA - *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

EUA – Estados Unidos da América

INE - Instituto Nacional de Estatística

MLP – Médio e longo prazo

MQO - Método dos mínimos quadrados ordinários

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS - *Ordinary Least Squares*

OMS - Organização Mundial da Saúde

OMT – Organização Mundial do Turismo

PIB - Produto interno bruto

PME – Pequenas e médias empresas

PMEi – Pequenas e médias empresas, excluindo as microempresas

ROE - *Return on Equity*

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Matriz das estatísticas 2019.....	29
Tabela 2 - Matriz das estatísticas 2020.....	30
Tabela 3 - Matriz de correlações 2019.....	30
Tabela 4 - Matriz de correlações 2020.....	31
Tabela 5 – Teste-T.....	31
Tabela 6 – Teste de Classificações por Wilcoxon.....	31
Tabela 7 – Resultados das Regressões para o Modelo para o 2019	32
Tabela 8 - Resultado das Regressões para o Modelo para o 2020.....	32
Tabela 9 - Resultado das Regressões para o Modelo conjunto para os anos 2019 e 2020 ...	35

1. INTRODUÇÃO

A estrutura de capitais corresponde à combinação entre as diferentes fontes de financiamento, internas ou externas, que uma empresa tem à sua disposição de forma a suprir as suas necessidades financeiras (Modigliani e Miller, 1958).

Este tema torna-se relevante na medida em que a combinação dos meios de financiamento, entre capital próprio e capital alheio influencia o valor da empresa (Brandão, 2012). Existem várias teorias sobre a estrutura de capital, destacando-se a teoria do *trade-off* (que defende a existência de uma estrutura ótima de capitais) e a teoria da *pecking order* (que afirma não existir nenhuma estrutura ótima, mas sim que a escolha das fontes de financiamento é feita seguindo uma hierarquia). Vários fatores têm sido estudados ao longo do tempo, de forma a perceber quais determinam a estrutura de capitais mais adequada das empresas, uma vez que estes fatores podem estar direta ou indiretamente relacionados com as suas características operacionais (Modigliani e Miller, 1958). Matarazzo (1998) define o endividamento como sendo um processo previsível nas empresas, contudo apresenta algumas limitações, uma vez que o recurso a endividamento apresenta risco para a saúde financeira da empresa.

Este estudo pretende aferir o impacto que a pandemia poderá ter tido nos principais determinantes da estrutura de capitais das pequenas e médias empresas da indústria hoteleira, uma vez que a pandemia COVID-19, que teve início em 2019, teve um grave impacto em todos os setores, destacando-se o setor do turismo (Yeh, 2021). Apesar do início ter sido em 2019, o impacto económico-social foi apenas visível no ano de 2020. A pandemia COVID-19 constituiu um entrave ao crescimento do turismo global, incluindo o subsector de hotelaria e toda a sua cadeia de valor (Duro *et al.*, 2021). Na tentativa de controlar a pandemia procedeu-se ao fecho de fronteiras e à colocação de restrições da mobilidade dos cidadãos, levando ao cancelamento de voos e eventos, incluindo viagens de lazer e corporativas, paralisando as atividades económicas (OCDE, 2020). Desta forma, o turismo global atravessou uma queda acentuada na atividade económica, levando muitas empresas do setor turístico a um elevado risco financeiro com a queda temporária no consumo social e consequentemente a problemas de liquidez, e também a um impacto na sua estrutura de capitais, dado o aumento do nível de endividamento da indústria hoteleira (McKibbin e Levine, 2020).

Baldwin e Mauro (2020) referem que o vírus tem uma capacidade de contágio para a saúde humana bem como para a saúde económica empresarial. Desta forma, e uma vez que o setor do turismo é um setor particularmente vulnerável a desastres ambientais, crises políticas e socioeconómicas, a COVID-19 veio gerar um impacto multidimensional sem precedentes e mudanças estruturais a longo prazo à escala global (Garcez *et al.*, 2021).

De acordo com Turner *et al.* (2003), a vulnerabilidade do turismo corresponde ao volume de danos que um destino pode sofrer resultante da sua exposição accidental ao risco, já Clark *et al.* (1998) definem a vulnerabilidade em função de duas características principais, o grau de exposição ao risco e a capacidade de resposta, que inclui resistência (a capacidade de reagir a impactos) e resiliência (capacidade de recuperação negativa após um impacto).

A questão de investigação presente neste estudo pretende verificar se os determinantes que caracterizam a estrutura de capitais em 2019, mantêm-se os mesmos após a pandemia, ou seja, no ano de 2020. A amostra será composta por pequenas e médias empresas do setor da indústria hoteleira, excluindo as microempresas. Apenas foram incluídos na amostra: hotéis com restaurante; hotéis-apartamentos com restaurante; apartamentos turísticos com restaurante; hotéis sem restaurante e apartamentos turísticos sem restaurante. Os dados serão recolhidos através dos relatórios anuais publicados na base de dados – SABI.

Após a análise das diversas teorias sobre o tema, foi possível identificar alguns determinantes que caracterizam a estrutura de capitais das empresas hoteleiras. Os determinantes da estrutura de capital estudados serão: dimensão, rendibilidade, crescimento, tangibilidade, poupança fiscal não associada à dívida, liquidez geral, categoria dos estabelecimentos hoteleiros e longevidade. De forma a explicar o impacto destes determinantes, foram consideradas como variáveis dependentes o endividamento total, o endividamento de MLP, e, por fim, o endividamento de CP.

A presente dissertação está dividida em 4 capítulos. Após este capítulo introdutório segue-se o capítulo 2, em que se procedeu à revisão da literatura sobre as teorias que estão relacionadas com o tema e serão também apresentados alguns estudos empíricos sobre o tema, através de uma revisão integrativa da literatura. No capítulo 3 será efetuado um enquadramento do setor da indústria hoteleira no tema. E, por fim no capítulo 4 serão apresentadas as hipóteses e a metodologia a seguir. Para isso, será efetuada uma análise estatística e econométrica, através de um modelo de regressão linear.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Teorias sobre a Estrutura de Capital

Schroeder *et al.* (2005) definem a estrutura de capital de uma empresa como um indicador do nível de risco do investimento dessa empresa, através da proporção da dívida, (uma empresa com maior nível de alavancagem poderá, *ceteris paribus*, significar um maior risco para o investidor). A estrutura de capital consiste, desta forma, na combinação das fontes de financiamento da empresa utilizadas para financiar os seus ativos, que podem ser de origem interna, sob a forma de lucros retidos ou então de origem externa, através do capital obtido dos acionistas ou credores.

A Estrutura de Capital é um tema de grande relevância na área financeira. Desta forma, são várias as teorias publicadas ao longo dos últimos anos, que pretendem explicar quais os fatores, e de que forma, influenciam a Estrutura de Capital de uma empresa. Seguem-se, por ordem cronológica, as principais teorias que assinalam o estudo da evolução da problemática da estrutura de capital.

2.1.1 Abordagem Tradicional

A primeira teoria fundamentada sobre a Estrutura de Capital remete ao ano de 1952 e foi David Durand o responsável pela introdução da abordagem tradicional com a publicação do artigo “*Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*”. Neste, sugere que cada empresa apresenta uma estrutura ótima de capital, sendo necessária a escolha adequada de uma combinação entre o capital próprio e o capital alheio de forma a alcançar-se a maximização de valor da empresa e ao mesmo tempo a minimização do CMPC. Defende ainda que a empresa deve recorrer a endividamento até atingir o menor custo de capital possível. A estrutura ótima de capital é atingida no momento em que o CMPC é minimizado, maximizando desta forma o valor da empresa (Durand, 1952).

Esta teoria apresenta duas abordagens, uma pelo lucro líquido e outra pelo lucro operacional líquido. A primeira abordagem defende que o valor de uma empresa varia positivamente com o nível de endividamento, uma vez que o custo da dívida é inferior ao custo da utilização de capital próprio, partindo do pressuposto que não existem riscos associados a um endividamento elevado. Esta metodologia defende uma estrutura de capitais constituída

100% por dívida. À medida que a empresa aumenta o uso de dívida, diminui o uso de capital próprio, gerando uma diminuição do CMPC, que se vai aproximando da dívida. A estrutura ótima de capital é então alcançada no momento em que o CMPC iguala o custo da dívida (Durand, 1952).

A abordagem pelo lucro operacional líquido defende que não existe uma estrutura de capital ótima, sendo esta irrelevante uma vez que a estrutura de capital não altera o valor da empresa. Esta abordagem elimina o pressuposto da inexistência de riscos associados ao endividamento, uma vez que estes riscos são considerados pelos acionistas, e acrescenta o fator do risco do endividamento. Existem vantagens no recurso ao endividamento, nomeadamente, maior rentabilidade da empresa, do valor das ações e da poupança fiscal inerente. Um elevado nível de capital alheio transmite ao mercado a imagem de um maior risco financeiro, levando à exigência por parte dos credores de uma maior rentabilidade, proporcional ao aumento do risco. Este aumento de rentabilidade corresponde também ao aumento do custo de capital próprio, que por sua vez conduz à diminuição do CMPC, referida pela abordagem anterior, seja ultrapassada pelo aumento proporcional do custo de capital próprio. Uma empresa deve então incrementar o nível de capital alheio apenas, até ao momento em que o CMPC alcance um nível mínimo, levando então à maximização do valor da empresa (Durand, 1952).

Brealey et al. (2003) acrescentam que esta teoria apresenta lacunas, uma vez que o risco de endividamento não é considerado pelos acionistas quando a empresa apresenta um nível de dívida moderado. Apenas no momento em que este risco se torna elevado é que os acionistas exigem maior rendimento.

2.1.2 Abordagem de Modigliani e Miller (1958)

Em 1958, Franco Modigliani e Merton Miller publicaram o artigo intitulado “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, que visava contradizer a abordagem tradicional (Modigliani e Miller, 1958).

Segundo Brandão (2012), a abordagem de Modigliani e Miller assenta num cenário de mercado de capitais perfeito onde existem condições de endividamento idênticas para empresas e investidores, baseando-se nos seguintes pressupostos:

- i. Os mercados de capitais são perfeitos;

- ii. Não existem fricções de mercado (inexistência de impostos, custos de agência, de falência e de transação) nem assimetrias de informação;
- iii. Os indivíduos podem contrair/ conceder empréstimos à taxa de juro sem risco;
- iv. As empresas só emitem dois tipos de títulos financeiros: obrigações (sem risco) ou ações (com risco). Sempre que há emissão de dívida (obrigações) é para recomprar ações ou sempre que há emissão de ações é para amortizar dívida. Ou seja, a estrutura financeira é afetada imediatamente;
- v. Os resultados gerados pelas empresas serão distribuídos na totalidade sob a forma de dividendos;
- vi. As empresas agrupam-se em classes conforme o grau de risco/rendibilidade;
- vii. Todos os *cash flows* são perpétuos e constantes, implicando que as depreciações sejam anualmente compensadas por um montante idêntico de investimento;
- viii. Todos os participantes no mercado antecipam os mesmos resultados operacionais para cada organização.

Com base nestes pressupostos, Modigliani e Miller (1958) defendem que a estrutura de capitais não afeta o valor da empresa. Assim, o valor das empresas é independente da estrutura financeira e o custo dos capitais próprios de uma empresa endividada é igual ao custo dos capitais próprios de uma empresa não endividada acrescido de um prémio de risco.

Tendo por base os pressupostos apresentados acima, Modigliani e Miller (1958) desenvolveram três proposições que pretendem demonstrar que o valor de mercado da empresa e o CMPC não são afetados pela estrutura de capitais da empresa.

2.1.3 Abordagem de Modigliani e Miller (1963)

O artigo publicado em 1958 por Modigliani e Miller foi alvo de inúmeras críticas e em 1963 os dois reformularam a sua abordagem ao tema, publicando o artigo "*Corporate Income taxes and the Cost of Capital: A Correction*", no qual têm em consideração uma economia com impostos, mantendo os restantes pressupostos. Desta forma, reconhecem que o endividamento das empresas aumenta o seu valor porque os juros dos empréstimos são dedutíveis fiscalmente, ao contrário dos dividendos pagos, constituindo isso uma vantagem fiscal para as empresas.

Assim, e mantendo os restantes pressupostos, os autores incentivam as empresas a financiarem-se externamente, sugerindo a existência de mais-valias na introdução de capital alheio. Contudo, as empresas devem colocar limites de endividamento decorrente do aumento de probabilidade de falência, no caso dos fluxos gerados pela empresa não serem suficientes para cobrirem as despesas de financiamento e investimento (Modigliani e Miller, 1963).

2.1.4 Teoria do *Trade-Off*

A teoria do *trade-off* surgiu no seguimento das lacunas existentes no primeiro modelo de Modigliani e Miller, uma vez que num cenário de inexistência de impostos sobre o rendimento das pessoas coletivas, existiria uma vantagem fiscal no recurso ao capital alheio face ao capital próprio, o que motivaria as empresas a recorrerem ao endividamento. Contudo, numa situação de excesso de endividamento estariam perante outro tipo de problema, os custos de falência (Modigliani e Miller, 1963).

Myers (1984) defende a existência de uma combinação ótima entre o valor de capitais próprios e o valor de capitais alheios, alcançado através de um *trade-off* entre os benefícios e os custos da utilização de capitais alheios. Esta combinação ótima depende de fatores como: risco de negócio (justificado pela volatilidade dos cash-flows operacionais), taxa marginal de impostos, conflitos entre acionistas e gestores e a dificuldade por parte dos credores em monitorizar os investimentos da empresa e a sua performance.

Por um lado, se o endividamento pode apresentar vantagens para as empresas, resultantes do seu benefício fiscal, por outro lado acarretam custos relacionados com a falência das empresas, uma vez que quanto maior for o endividamento da empresa, maior será a probabilidade da mesma incorrer em falência. Desta forma, a abordagem do *trade-off* sugere que a maximização do valor da empresa está interligada com a existência de um nível ótimo de endividamento, que será alcançado no ponto de equilíbrio entre os benefícios fiscais associados à utilização de dívida e os custos de falência. Neste ponto de equilíbrio, os benefícios marginais resultantes de uma unidade de endividamento adicional são iguais aos seus custos marginais e neste nível de endividamento, a probabilidade de falência é irrelevante. O valor dos benefícios e dos custos da dívida conduzirão então a uma estrutura ótima de capital, por meio da qual o valor da empresa é maximizado (Myers, 1984).

Segundo Myers (2001), as empresas financiam-se por capital alheio até ao ponto em que os benefícios fiscais já não superem os custos de falência. Os benefícios do capital alheio estão relacionados com a dedução fiscal existente no pagamento de encargos financeiros, uma vez que as despesas com juros são dedutíveis dos impostos, em detrimento da emissão de dividendos que não o são. O aumento do recurso a capital alheio conduz ao aumento do custo de falência esperado, uma vez que a empresa fica mais exposta à possibilidade de conflitos entre os acionistas e os credores, no que se refere à decisão sobre investimentos, financiamento e dividendos.

2.1.5 Teoria dos Custos de Agência

A teoria dos custos de agência, desenvolvida em 1976 por Jensen e Meckling, estuda os conflitos de interesse existentes entre os diversos *stakeholders* da empresa. Esses conflitos designados de problemas de agência originam diversos custos. Jensen e Meckling (1976) definem relação de agência como um contrato estabelecido entre o principal, que define os objetivos, e o agente, que corresponde a quem foi delegada a tomada de decisão. Uma vez que ambas as partes do contrato procuram maximizar a sua utilidade, o agente nem sempre irá agir de acordo com o melhor interesse do principal, estando então na presença de problemas de agência. Os problemas de agência verificam-se no momento em que ocorre o desalinhamento de interesses entre os acionistas e os gestores, conduzindo aos custos de agência do capital próprio, e entre os credores e os acionistas, conduzindo aos custos de agência da dívida. Contudo, os demais membros de uma organização impõem restrições que afetam as operações jurídicas da empresa, levando a custos de monitoramento e custos de eficiência mais elevados.

Segundo a teoria dos custos de agência, as empresas alcançam a estrutura de capital ótima, quando o montante dos custos de agência do capital próprio e da dívida alcançam o valor mínimo. Desta forma, segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência podem ter as seguintes causas:

- i. Custos provenientes do controlo da atividade dos gestores por parte dos acionistas, tais como auditorias, restrições orçamentais e implementação de sistemas de compensação de forma a alinhar os interesses entre os mesmos;

ii. Custos de oportunidade resultantes da limitação imposta aos gestores e da sua impossibilidade de não beneficiarem na totalidade de conjunturas de negócio que poderiam constituir mais-valias para a empresa;

iii. Custos de falência e de reestruturação que ocorrem quando a empresa não é capaz de liquidar as suas obrigações com fornecedores, colaboradores e investidores. A probabilidade de falência condiciona as receitas e os custos operacionais da empresa, pelo que, desta forma, os custos de falência têm impacto na estrutura de capitais da empresa.

Jensen e Meckling (1976), defendem então que uma empresa deve considerar o custo de agência para determinar o nível de dívida ótima, uma vez que neste ponto é possível apurar o nível de equilíbrio em que o custo marginal de agência iguala o benefício marginal da dívida.

2.1.6 Teoria da *Pecking Order*

Esta teoria foi desenvolvida por Donaldson (1961) e posteriormente por Myers e Majluf (1984). Estes procuraram refutar a teoria do *trade-off*. Os autores defendem que a escolha da estrutura de capital ótima deve ser feita através da hierarquização das fontes de financiamento, uma vez que a assimetria de informação existente entre os gestores e os investidores causa barreiras ao endividamento. Uma vez que os gestores detêm mais informação sobre a atividade da empresa face aos potenciais investidores, gerando desta forma inconvenientes financeiros prejudiciais para as empresas quando estas recorrerem a financiamento (Brandão, 2012).

A teoria da *pecking order* pressupõe que a estrutura de capital das empresas é escolhida seguindo uma hierarquização das fontes de financiamento, sendo que o grau de endividamento varia em função dos recursos internos disponíveis e não no alcance de uma estrutura ótima de capital como descrito pela teoria do *trade-off* (Myers, 1984).

Segundo Myers e Majluf (1984), a teoria da *pecking order* é relevante na tomada de decisões de investimento e de financiamento numa empresa. Assim, uma empresa deve financiar-se numa primeira fase por fundos gerados internamente, uma vez que estes apresentam menor risco.

Posteriormente através da emissão de instrumentos híbridos (produtos que têm as mesmas características do capital alheio e capital próprio), como por exemplo obrigações convertíveis

em ações, e por último com recurso à emissão de capital próprio, uma vez que é a que possui mais custos de informação (Fisher, 1962).

As empresas não apresentam metas de endividamento, pelo contrário espera-se que empresas com significativas oportunidades de investimentos tentem manter um reduzido nível de endividamento, de forma a financiarem-se com menor risco no futuro. Assim, quando os fluxos de caixa são positivos e suficientes para uma empresa financiar, com baixo risco, os futuros investimentos e esgotarem a sua capacidade de emitir dívida de baixo risco, as empresas optam por não aumentar o nível de endividamento, sendo então expectável que ocorra a redução do nível de endividamento quando os investimentos não excederem os lucros. Desta forma, as empresas mais rentáveis possuem maior folga financeira e podem utilizar recursos de terceiros como resposta aos custos de agência associados à manutenção da folga financeira (Myers, 1984).

Segundo Myers e Majluf (1984) geralmente é então melhor emitir dívida do que *equity*. As empresas devem ir aos mercados de títulos para obter dívida, uma vez que o financiamento emitido através de dívida é melhor do que a empresa recorrer a financiamento através de capital próprio. Empresas cujas oportunidades de investimento superem os fluxos de caixa operacionais e que esgotaram a sua capacidade de emitir dívida de baixo risco, podem renunciar a bons investimentos em detrimento de emitirem ações para financiá-los, indo de encontro ao interesse dos acionistas existentes. No entanto, os acionistas estão melhor quando a empresa apresenta folga financeira suficiente para empreender boas oportunidades de investimento à medida que elas surgem. O valor de uma empresa diminui à medida que aumenta a dimensão da emissão de ações, uma vez que aumenta o investimento necessário, reduzindo a folga disponível para este investimento. Esta perda é mínima, quando, no mercado, a incerteza sobre o valor dos ativos atualmente existentes é reduzida, ou quando o valor atual líquido esperado da oportunidade de investimento aumenta.

2.1.7 Teoria da Sinalização

No final da década de 70 surgiu a teoria de sinalização baseada nos problemas da informação assimétrica entre gestores e investidores. Os acionistas da empresa, detentores de informação interna privilegiada, beneficiavam na comunicação de informação positiva a investidores externos, de modo a conduzirem a um aumento propositado do preço das ações. A forma

como o mercado interpreta as decisões financeiras de uma empresa vai condicionar o valor dos títulos emitidos pela empresa. Os investidores externos interpretam estas decisões como um sinal capaz de transmitir informação sobre as projeções futuras da empresa, desta forma os sinais mais utilizados no domínio financeiro são: a sinalização pela política de distribuição de dividendos e a sinalização obtida pelo aumento do nível de capital alheio através da emissão de dívida (Ross, 1977).

O recurso à dívida por parte de uma empresa constitui um sinal positivo para o mercado, uma vez que a empresa, à partida, apresenta um bom desempenho financeiro, que lhe permitirá gerar fluxos futuros suficientes para pagar os juros e amortizar a dívida. Deste modo, espera-se uma relação positiva entre o capital alheio e o valor de mercado da empresa. Sendo que esta teoria será mais notória em empresas com maior dimensão, já que existe mais informação disponibilizada, diminuindo a assimetria de informação entre os diversos agentes económicos, possuindo assim maior facilidade em financiarem-se externamente, incorrendo em custos financeiros inferiores. Conclui-se que a variável dimensão constitui um estímulo ao endividamento (Ross, 1977).

Os dividendos também podem transmitir um sinal ao mercado, uma vez que, num contexto de assimetria de informação, os investidores têm em conta a política de distribuição de dividendos, já que esta pode refletir as expectativas dos gestores quanto ao desempenho futuro da empresa, permitindo aos investidores perceberem se existem oportunidades de rendimentos futuros da empresa. Deste modo, espera-se também uma relação positiva entre a variação positiva da distribuição de dividendos e o valor de mercado da empresa. Contudo, a teoria da sinalização pelo fator dos dividendos não é aconselhável a empresas com dificuldades financeiras, uma vez que podem não conseguir honrar com os seus compromissos e não cumprirem com o pagamento de dividendos na data acordada (Ross, 1977).

Esta teoria pode ajudar a compreender o motivo pelo qual as empresas com mais rentabilidade apresentam um nível reduzido de capital alheio, uma vez que uma empresa com maior capacidade para gerar fundos internamente, está associada a uma empresa com maior rentabilidade, tendo desta forma menor necessidade de recorrer ao endividamento. Quando os fundos gerados internamente não forem suficientes, as empresas com boas perspetivas futuras de evolução optarão por recorrer a financiamento através da emissão de dívida, o

que, pelo efeito de sinalização, causará uma reação positiva do mercado, conduzindo ao aumento do preço das suas ações (Myers, 2001).

2.1.8 Teoria *Market Timing*

A teoria *Market Timing* foi desenvolvida por Baker e Wurgler (2002). Esta teoria refere que no momento em que é feita a tomada de decisão de financiamento, o gestor analisa o mercado da dívida e das ações. Os autores definem a estrutura de capital de uma empresa como sendo o resultado acumulado das tentativas da empresa recorrerem às condições favoráveis no mercado de ações pelos seus gestores, uma vez que estes recorrem à emissão de ações quando percecionam que estas estão sobreavaliadas pelo mercado, ou seja quando o seu valor de mercado é superior ao seu valor intrínseco e recorrem à recompra de ações quando consideram que as mesmas se encontram subavaliadas, conduzindo à diminuição do custo do capital próprio, trazendo benefício aos atuais acionistas em detrimento dos futuros (Baker e Wurgler, 2002).

Desta forma, o rácio *price to book value*, que mede a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o seu valor contabilístico, transmite a perceção do erro de avaliação das ações da empresa. A empresa encontra-se então sobrevalorizada pelo mercado, quando os valores deste rácio são elevados e os gestores optam pela emissão de ações. Quando os valores desse rácio são baixos, as ações da empresa estão subvalorizadas pelo mercado e os gestores optam por recorrer a dívida (Baker e Wurgler, 2002).

2.2 Os determinantes da Estrutura de Capitais

A temática da estrutura de capitais é um tema de grande interesse na área financeira. Desta forma são muitos os estudos apresentados sobre o tema e sobre os principais determinantes. Assim, é importante conhecer outros estudos existentes sobre a estrutura de capitais e principalmente quais os resultados obtidos.

2.2.1 Estudos Empíricos

Upneja e Dalbor (2001) incidiram o seu estudo na estrutura de capital das empresas da indústria hoteleira nos EUA. Através de um modelo de regressão linear múltipla concluíram que a variável poupança fiscal não associada à dívida e a variável risco são as que mais influenciam a estrutura de capital das empresas. Por outro lado, não se verifica uma relação estatisticamente significativa entre a dimensão e as oportunidades de crescimento com o nível de endividamento das empresas hoteleiras dos EUA.

Baptista (2004) incidiu o seu estudo na estrutura de capitais das empresas hoteleiras portuguesas, tendo introduzido duas novas variáveis, o fator sazonalidade e a categoria dos estabelecimentos hoteleiros. No que se refere à sazonalidade, sobressai a sua importância no setor do turismo, uma vez que este setor se encontra sujeito à oscilação de procura durante as diferentes épocas do ano, e desta forma, é de esperar que as empresas sujeitas a uma maior sazonalidade recorram mais ao endividamento, em resultado do desequilíbrio existente na tesouraria, no período designado de época baixa. Neste seu estudo, aprofundou ainda a importância da categoria dos estabelecimentos hoteleiros, uma vez que é de esperar que empresas que apresentem uma categoria superior, tenham também um maior investimento em ativo fixo, e por sua vez maior necessidade de fundos a MLP.

Daskalakis e Psillaki (2005) debruçaram os seus estudos na estrutura de capitais das empresas gregas e francesas, de 1998 a 2002, através de um modelo de regressão linear, baseado em dados de painel¹. Os autores concluíram que a rentabilidade varia negativamente com o endividamento, ao contrário da dimensão e do crescimento que têm uma relação positiva. Estas conclusões são consistentes com o padrão de hierarquia previsto na teoria da *pecking order*.

Tang e Jang (2007) incidiram o seu estudo na estrutura de capital das empresas hoteleiras comparativamente às empresas de software e demonstraram que as oportunidades de crescimento influenciam positivamente a estrutura de capital das empresas hoteleiras. Nas empresas hoteleiras, também a rentabilidade e o valor da tangibilidade² dos ativos têm uma relação positiva com o nível de endividamento.

¹ Dados de painel combinam dados seccionais e temporais. A mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo.

² A tangibilidade corresponde ao rácio entre ativos fixos tangíveis e o total de ativos de uma empresa.

Vieira e Novo (2010) apresentaram um estudo sobre a estrutura de capitais das PME portuguesas para os anos entre 2000 e 2005. Baseando-se numa amostra constituída por 51 empresas, mostraram através de um modelo de regressão linear de dados em painel, a partir do modelo dos efeitos fixos, que as PME apresentam maior dificuldade no acesso ao crédito bancário. Desta forma, as PME recorrem mais ao financiamento de CP, uma vez que a dimensão da empresa é um fator decisivo na aprovação de financiamento de MLP, em conjugação com a assimetria de informação. Os autores concluem que a dimensão da empresa aumenta então a sua capacidade de endividamento global. Os autores partiram do estudo da teoria da *pecking order* e da teoria do *trade-off* e concluíram assim que a teoria da *pecking order* é a teoria que mais reflete o comportamento das PME, no que se refere à sua estrutura de capitais, uma vez que as empresas escolhem numa primeira fase recorrer ao autofinanciamento, e apenas numa fase seguinte optam pelo recurso ao endividamento, através de capital alheio. Apenas numa última fase, será avaliada a opção do recurso ao aumento de capital, como forma de financiamento, apesar desta opção não ser viável, dada a dificuldade de acesso das PME ao mercado de capitais e ao facto de serem maioritariamente empresas não cotadas.

Vieira e Novo (2010) encontraram evidência que a rentabilidade do ativo varia negativamente com todos os rácios de endividamento, uma vez que à medida que aumenta a capacidade de autofinanciamento da empresa, via maior rentabilidade, as empresas diminuem o recurso ao endividamento. Contudo o seu estudo também apresenta limitações, uma vez que não conseguiram mostrar a relação esperada entre o endividamento e os outros benefícios fiscais para além da dívida, não tendo encontrado evidência suficiente para suportar esta hipótese.

Carrão (2012) baseou o seu estudo na estrutura de capitais das empresas hoteleiras portuguesas comparativamente às da União Europeia e também concluiu que os determinantes com maior poder explicativo na estrutura de capitais são a tangibilidade do ativo, rentabilidade e dimensão. O autor atribui também grande importância ao risco de negócio, uma vez que especificamente na indústria hoteleira, as empresas com maior risco de negócio tendem a reduzir o peso do endividamento na sua estrutura de financiamento.

Gago (2013) incidiu o seu estudo numa amostra de 87 hotéis localizados no Algarve, no ano de 2009, tendo verificado que o endividamento médio destes é cerca de 80%, apresentando os hotéis de maior dimensão, maior nível de endividamento. O autor apresenta os seus resultados, com base nas teorias do *trade-off*, teoria da agência e a teoria da *pecking order*.

Verifica-se uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento total, estando em concordância com a teoria do *trade-off*. O investimento constitui um determinante da estrutura de capital das unidades hoteleiras estudadas, tendo uma relação positiva com o endividamento.

Correa *et al.* (2013) procuraram analisar a estrutura de capital das maiores empresas do Brasil, seguindo uma metodologia de dados em painel. Concluíram que existe uma relação inversa entre o nível de endividamento das empresas e a rentabilidade. Por outro lado, verificaram que o endividamento varia positivamente com o risco.

Dalwai *et al.* (2020), através de um caso de estudo aplicado às empresas de Omã, concluíram que a estrutura de capital das empresas de turismo é influenciada pela dimensão da empresa, crescimento, reputação e risco. A variável reputação, que se refere à opinião pública da empresa destaca-se, uma vez que esta contribui para a notoriedade da empresa. Se a empresa conseguir sobreviver às diversas crises que lhe surgem, terá maior capacidade para honrar os seus compromissos, contribuindo desta forma para um acesso mais fácil ao financiamento, o que resulta numa relação positiva entre a variável reputação e o endividamento.

Com o objetivo de explicar as diferenças nos níveis de endividamento das empresas e consequentemente na sua estrutura de capitais, surgiram diferentes teorias ao longo dos anos que sugerem que as empresas escolhem a sua estrutura de capitais tendo por base os atributos que determinam os custos e benefícios do endividamento e do financiamento de capitais (Titman e Wessels, 1988).

Existem então certos fatores que determinam qual a estrutura de capitais mais adequada das empresas. Estes fatores podem estar direta ou indiretamente relacionados com as suas características operacionais (Modigliani e Miller, 1958; Modigliani e Miller, 1963).

Para Rajan e Zingales (1995), existem quatro determinantes principais a ter em consideração na estrutura de capital relacionados com as características das empresas: dimensão, tangibilidade, rentabilidade e valor de mercado sobre valor contabilístico (*Market-to-Book Equity*)³.

³ O Market-to-Book Equity refere-se ao quociente entre o valor de mercado de uma empresa e o seu valor contabilístico, expressando a valorização da empresa em relação ao seu valor contabilístico.

De acordo com Mackay e Phillips (2005), para além dos quatro principais determinantes acima referidos, o setor é um fator que potencialmente pode ter efeito na estrutura de capitais de uma empresa. Em setores competitivos, a alavancagem financeira de uma empresa depende de seu *hedge natural*⁴ e das ações de outras empresas no setor. A alavancagem financeira é maior e menos dispersa em setores concentrados, onde as interações de dívida estratégica também são mais fortes, mas o *hedge natural* de uma empresa não é significativo.

2.2.1.1 Dimensão

A teoria que a dimensão de uma empresa varia positivamente com a alavancagem está prevista nas teorias do *trade-off* e da *pecking order* (Dalwai *et al.*, 2020). Segundo a teoria do *trade-off* as grandes empresas são mais diversificadas e enfrentam assim menor risco de falência, já a teoria da *pecking order* refere que as grandes empresas estão sujeitas a uma menor assimetria de informação, conduzindo a um aumento de endividamento (Chen *et al.*, 2021).

Para Titman e Wessels (1988) também é expectável que as empresas com maior dimensão, tenham maior necessidade no recurso ao endividamento, uma vez que apresentam maior diversificação de atividades, apresentando, estas, menores custos de insolvência financeira. Alguns investidores consideram a dimensão como um indicador importante para medir a capacidade da empresa assumir obrigações, esperando-se consequentemente uma relação positiva entre a dimensão e o seu endividamento, uma vez que é menos provável empresas com maior dimensão incorrerem em custos de insolvência, maximizando os benefícios fiscais da dívida e possuindo desta forma menor assimetria de informação. Desta forma, a dimensão pode também ser considerada como uma forma de sinalização ao mercado.

Bhaird e Lucey (2010) estudaram a relação positiva entre a dimensão e a alavancagem, verificando também que a dimensão da empresa influencia o seu valor, uma vez que as grandes empresas evidenciam melhor retorno para os investidores. O aumento do preço das ações, provocado pela lei da oferta e da procura, conduz também ao incremento do valor da empresa. De outra forma, a dimensão da empresa fornecerá aos credores uma descrição preliminar sobre a reputação da empresa, e desta forma uma posição quanto ao pagamento

⁴ Um *hedge natural* é uma estratégia de gestão que procura mitigar o risco investindo em ativos cujos desempenhos estão inerentemente correlacionados de forma negativa.

de recursos de empréstimos a serem utilizados pelas empresas no financiamento de seus novos projetos.

Rajan e Zingales (1995) referem ainda que para as grandes empresas, verifica-se uma menor assimetria de informação entre os *insiders* de uma empresa e os mercados de capitais. Desta forma, as grandes empresas devem ser mais capazes de emitir títulos sensíveis às informações, como ações, e devem recorrer menos a endividamento.

2.2.1.2 Rendibilidade

No que diz respeito à rendibilidade, Chibber e Majumdar (1999) referem que esta é um dos fatores mais importantes na determinação da estrutura de capital de uma empresa. Contudo, a teoria do *trade-off* e a teoria da *pecking order* têm visões diferentes relativamente à relação entre rendibilidade e alavancagem. A primeira sugere que ambas mantêm uma relação positiva, uma vez que empresas com elevado nível de rendibilidade conseguem cumprir com as suas obrigações e aumentar o nível de endividamento. A rendibilidade é considerada como um sinal para o mercado, pois à medida que a rendibilidade aumenta, os credores apresentam maior confiança e alargam as facilidades ao recurso a endividamento, uma vez que os credores preferem financiar empresas com maior rendibilidade.

Perante a existência de uma crise financeira, Deesomsak *et al.* (2004) sugerem que a rendibilidade e a dívida são negativas antes e depois da crise financeira. Enquanto que Zhang e Mirza (2015) afirmam que existe uma relação positiva entre rendibilidade e alavancagem antes e durante a crise.

Já a teoria da *pecking order* prevê uma relação negativa, uma vez que as empresas privilegiam o financiamento interno em detrimento do externo. As empresas com elevado nível de rendibilidade preferem primeiro financiar-se com os capitais internos e só depois, caso os fundos internos não sejam suficientes, recorrerem ao endividamento. Desta forma, empresas com maiores níveis de rendibilidade interna, apresentam menor necessidade de se financiarem com capital alheio (Dalwai *et al.*, 2020).

2.2.1.3 Valor de mercado sobre valor contabilístico

Rajan e Zingales (1995) prevêm que empresas com elevado índice de *market-to-book equity* têm maiores dificuldades financeiras, motivo pela qual se espera uma relação negativa com a alavancagem. Fama e French (1992) sugerem que as ações de empresas com elevada alavancagem e com dificuldades financeiras podem ser descontadas a uma taxa mais alta.

Rajan e Zingales (1995) defendem que para empresas com elevado índice de *market-to-book equity*, a relação negativa com a alavancagem deve ser impulsionada em grande parte por empresas com índices reduzidos de valor de mercado. Contudo, também referem que, na verdade, a correlação negativa parece ser impulsionada por empresas com altos índices de *market-to-book equity*, juntando o facto das empresas emitirem ações quando o preço das suas ações for alto comparativamente ao valor contabilístico, Rajan e Zingales (1995) partem então do pressuposto que a relação entre o índice *market-to-book equity* e a alavancagem é impulsionada por empresas que emitam um grande numero de ações.

Rajan e Zingales (1995) assumem ainda o pressuposto que se o índice *market-to-book equity* aproximar os custos de sub-investimento associados ao elevando nível de alavancagem, então as empresas com altos índices *market-to-book equity* deveriam ter um nível reduzido de endividamento, independentemente de aumentarem o património internamente por meio de lucros retidos ou externamente. As empresas tentam sincronizar o mercado emitindo ações quando o seu preço é alto, relativamente ao valor contabilístico. Desta forma Rajan e Zingales (1995) concluem que essas empresas têm uma alavancagem temporariamente baixa.

2.2.1.4 Crescimento

As oportunidades de crescimento de uma empresa devem ser acompanhadas com um aumento de financiamento de capital, uma vez que negócios com elevada alavancagem apresentam maior probabilidade de transmitir oportunidades lucrativas de investimento (Myers, 1984).

As empresas com boas projeções de oportunidades de crescimento tendem a apresentar alguma relutância no recurso ao endividamento, de modo a não proporcionar a sua probabilidade de falência, acarretando custos de falência e de agência mais elevados (Myers, 1984). Desta forma, empresas com oportunidades de crescimento altas vão deixar o

endividamento para o último recurso de financiamento, e assim, é então expectável uma relação negativa entre o endividamento e as oportunidades de crescimento, de acordo com a teoria do *trade-off*.

Contudo, Baskin (1989) vem refutar esta conclusão, referindo que o crescimento varia no mesmo sentido que o endividamento, seguindo a teoria da *pecking order*, uma vez que as empresas que apresentam uma boa capacidade de investimento vão aumentar o endividamento quando se verificar escassez de fundos internos. A teoria da agência considera que as empresas que possuem boas oportunidades de crescimento apresentam maior flexibilidade na escolha dos seus investimentos, conduzindo a maiores custos de agência. As empresas com maiores oportunidades de crescimento possuem também maiores custos de falência, já que parte substancial do seu valor está relacionada com expectativas futuras de lucro e não com ativos que possam ser liquidados, no caso de verificarem-se dificuldades financeiras. Assim quando os fundos internos forem insuficientes e quando as oportunidades de crescimento forem elevadas, o endividamento pode ser recomendável.

2.2.1.5 Tangibilidade

Para Titman e Wessels (1988), os ativos tangíveis de uma empresa podem ser utilizados como uma garantia da dívida na contratação de empréstimos, reduzindo desta forma os custos de financiamento relacionados com a assimetria de informação e os custos de agência, indo de encontro ao previsto pela teoria do *trade-off*.

Berger e Udell (1994) defendem que a tangibilidade tem um nível diferente nos países desenvolvidos em relação aos países em desenvolvimento. Pois, os países e empresas que apresentam uma relação mais forte com as instituições bancárias deveriam prestar um papel menor para a tangibilidade, já que empresas com melhor relacionamento com credores, precisam fornecer menos garantias, substituindo a garantia física. Desta forma, o autor defende que a tangibilidade tem menos impacto nos países com maior proximidade do setor bancário.

A literatura defende que a tangibilidade está positivamente relacionada com o endividamento, uma vez que numa situação de falência as empresas com ativos tangíveis terão um valor de liquidação mais alto e menor assimetria de informação, derivado dos ativos tangíveis serem

utilizados como uma garantia da dívida externa, reduzindo o risco de sobreavaliação e complicações de perdas financeiras (Jordan *et al.*, 1998).

As teorias do *trade-off* e da *pecking order* defendem uma relação positiva entre o nível de alavancagem do tamanho da empresa e a tangibilidade (Dinc e Bilgin, 2019).

Dalwai *et al.* (2020), baseando-se na teoria do *trade-off*, defende que o potencial de dívida aumentaria na mesma proporção do aumento dos ativos tangíveis.

2.2.1.6 Risco

Dalwai *et al.* (2020) consideram o risco como um determinante fundamental no estudo da estrutura de capitais. O risco de uma empresa pode-se dividir em risco financeiro (dívida de promessa de obrigações) e risco de negócio (determinado por flutuações de receita e incerteza de lucro) (Ward, 1993 cit. por Dalwai *et al.*, 2020). O aumento do risco de negócio é proporcional ao aumento do risco financeiro (Perison *et al.*, 1990 cit. por Dalwai *et al.*, 2020). As empresas em situação de risco devem reduzir o endividamento, de forma a reduzir o risco de negócio, e, consequentemente, o risco de falência.

2.2.1.7 Poupança fiscal não associada à dívida

DeAngelo e Masulis (1980) defendem uma relação negativa entre a poupança fiscal não associada à dívida e o nível de endividamento, para que a empresa possa aproveitar a totalidade dos benefícios fiscais a que tem acesso. Os autores sugerem que outros benefícios fiscais poderiam complementar a função da poupança fiscal facultada pela dívida, nomeadamente as deduções fiscais associadas às amortizações e créditos fiscais dos investimentos. No entanto, uma empresa com um grande volume de outros benefícios fiscais para além da dívida apresenta um grau de endividamento inferior a uma empresa que tenha um volume reduzido de outros benefícios fiscais para além da dívida. Desta forma, é de esperar uma relação negativa entre a variável outros benefícios fiscais para além da dívida e o nível de endividamento das empresas.

Alguns autores tentaram demonstrar o oposto. Por exemplo Bradley *et al.* (1984) encontraram uma relação positiva entre o endividamento e a poupança fiscal, uma vez que

as empresas ao obterem maiores benefícios fiscais não associados ao endividamento, estão a investir num maior número de ativos tangíveis. Desta forma, o valor elevado de ativos tangíveis, permite-lhes apresentar garantias no caso de necessitarem de recorrerem a endividamento, permitindo-lhes também beneficiar de taxas de juro mais baixas.

2.2.1.8 Liquidez geral

A liquidez geral permite avaliar a capacidade da empresa cumprir com as suas responsabilidades a CP. Segundo a teoria da *pecking order*, quanto maior a liquidez geral das empresas, maior solvabilidade de CP a empresa possui, e maior será a sua capacidade em autofinanciar-se, conduzindo desta forma a uma menor utilização de dívida, uma vez que existindo essa possibilidade, as empresas preferem reter resultados do que recorrerem ao endividamento. Por outro lado, quanto menor a liquidez geral de CP, maior vulnerabilidade a empresa apresenta. A preferência pelo autofinanciamento influenciará os gestores a reterem resultados para financiar investimentos futuros, incrementando assim o ativo da empresa. Desta forma, a CP as empresas que apresentam ativos líquidos suficientes, não precisam recorrer a endividamento. É então expectável que quanto maior for a liquidez de uma empresa, menor será a utilização da dívida (Antoniou *et al.*, 2006).

2.2.1.9 Categoria dos Estabelecimentos Hoteleiros

A categoria dos estabelecimentos hoteleiros, também designada como reputação, é mensurada pelo número de estrelas que o estabelecimento possui. Esta classificação é feita pelo Turismo de Portugal e depende do cumprimento de determinados requisitos mínimos e de um conjunto de requisitos opcionais. Sendo esta categoria alvo de auditorias e revista a cada cinco anos (WTTC, 2021).

De forma a alcançarem uma melhor avaliação, as empresas têm que apresentar uma maior qualidade no serviço prestado, nomeadamente espaços mais sofisticados e quartos mais cómodos, pelo que é expectável que empresas com maior número de estrelas possuam um maior investimento em ativo fixo. Espera-se então uma relação positiva entre a categoria dos estabelecimentos e o endividamento (Chen *et al.*, 2021).

2.2.1.10 Longevidade

Wijst (1993) introduziu um novo determinante capaz de explicar a estrutura de capitais de uma empresa, a longevidade, que corresponde ao número de anos de vida de uma empresa. Este determinante assume um papel importante, pois é através da longevidade que as empresas conseguem criar uma imagem de notoriedade no mercado. Se uma empresa conseguir ultrapassar as diversas crises desde o início da sua atividade, apresentará maior capacidade para honrar os seus compromissos, facilitando desta forma o acesso ao financiamento. Numa primeira fase de atividade da empresa, o endividamento é reduzido, uma vez que a maioria das empresas no início da sua atividade recorrem às poupanças pessoais dos sócios e apenas nos anos seguintes, quando a empresa estiver numa fase de crescimento, é que o valor de endividamento começa a aumentar, até alcançar uma dimensão suficiente, para que a empresa se financie através da emissão de capital próprio.

Berger e Udell (1994) também defendem esta teoria uma vez que as empresas em início de atividade possuem maior dificuldade em obter crédito bancário, derivado sobretudo da falta de informação. O nível de endividamento varia com o modelo do ciclo de vida de crescimento financeiro, atingindo um maior valor durante a fase de crescimento.

De acordo com a teoria do *trade-off*, as empresas vão ajustando a sua estrutura de capital ao longo do tempo, resultante do equilíbrio entre custos e benefícios associados à dívida. As empresas com maior longevidade têm maior informação divulgada junto do mercado, o que facilita a capacidade de obterem empréstimos mais baratos e melhores benefícios fiscais, sem descuidar os custos de falência que aumentam, à medida que se verifica um incremento do endividamento. Desta forma, a teoria do *trade-off* prevê uma relação positiva entre a longevidade de uma empresa com o seu grau de alavancagem (Myers, 1984).

3. A INDÚSTRIA HOTELEIRA EM PORTUGAL

O turismo é considerado um dos setores mais dinâmicos e prósperos a nível mundial, tendo apresentado um crescimento muito elevado nas últimas décadas. O crescimento atual do turismo deve-se à crescente globalização, nomeadamente: crescimento do rendimento disponível das famílias (devido especialmente aos mercados emergentes, onde a China se assume com o maior potencial); redução dos custos dos meios de transporte, potenciado pelo grande crescimento das companhias aéreas de baixo custo; e o uso intensivo das tecnologias de informação, causando uma alteração profunda nos hábitos de compra e consumo (OCDE, 2010).

Contudo, o ano de 2020 marcou o início de uma trajetória descendente, assistindo-se a uma crise sem precedentes no turismo europeu causadas pela pandemia por COVID -19 (WTTC, 2021).

Desta forma, o turismo global atravessou uma queda acentuada na atividade económica, levando muitas empresas do setor turístico a um elevado risco financeiro com a queda temporária no consumo social e consequentemente a problemas de liquidez, e também a um impacto na sua estrutura de capitais, dado o aumento do nível de endividamento da indústria hoteleira (McKibbin e Levine, 2020).

Segundo o INE (2021), Portugal registou 27,1 milhões de hóspedes em 2019 (tendo em conta o tipo de alojamento como: hotelaria; alojamento local e turismo no espaço rural e de habitação), e como seria de esperar 2020 registou uma quebra acentuada, registando apenas 10,4 milhões de hóspedes. No que se refere apenas à hotelaria, este setor corresponde a uma proporção de 80% no total do setor. Desta forma, para o setor de hotelaria, em 2019 registou-se 21,6 milhões de hóspedes e em 2020, 8,3 milhões de hóspedes.

De acordo com o relatório do *World Travel e Tourism Council*, no ano de 2019, Portugal era o 5º do país da União Europeia com maior contribuição do turismo para o PIB do país, registando 17,10% do total do PIB, já em 2020 esta proporção caiu para apenas 8,1%. Desta forma e segundo a OMT, Portugal está no top 10 dos países europeus que mais dependem do turismo estrangeiro (WTTC, 2021).

No que se refere à estrutura do setor do Turismo, o alojamento e restauração representam 67% do número total de empresas do setor do turismo em 2020 e a sua receita ultrapassa

50% da receita total obtida no setor do turismo (Banco de Portugal, 2021). Pode-se então considerar a indústria hoteleira uma das principais componentes inseridas no setor do turismo.

Outro aspeto importante a ter em consideração é a dimensão das empresas ligadas ao setor do Turismo. As microempresas representam 91,4%, as pequenas e médias empresas 8,5% e as grandes empresas 0,10%. Contudo, são as pequenas e médias empresas que possuem maior percentagem do volume de negócios, quase 40% do mesmo. São também as pequenas e médias empresas que se destacam no ranking das empresas com maior endividamento e maior rentabilidade de capitais próprios (Banco de Portugal, 2021).

Desta forma, o presente trabalho pretende dar resposta ao estudo dos determinantes da estrutura de capital próprio para a indústria hoteleira para as pequenas e médias empresas do setor, excluindo as microempresas, daqui em diante denominadas de PMEi.

4. METODOLOGIA

O objetivo deste estudo consiste em analisar os determinantes da estrutura de capital, abordando o caso específico das PMEi da indústria hoteleira, assim como perceber o impacto dos determinantes apresentados anteriormente, em particular pelas teorias da *pecking order* e do *trade-off*. Serão estudados os principais determinantes da estrutura de capitais no período pandémico (2020) e pré pandémico (2019), e desta forma perceber se houve alteração do comportamento dos determinantes. Para isso, será efetuada uma análise econométrica, através de um modelo de regressão linear.

A amostra será composta por PMEi setor da indústria hoteleira, excluindo as microempresas, com código de atividade 55111 (Hotéis com Restaurante), 55116 (Hotéis-Apartamentos com Restaurante), 55118 (Apartamentos turísticos com Restaurante), 55121 (Hotéis sem Restaurante) e 55123 (Apartamentos turísticos sem Restaurante). Os dados serão recolhidos através dos relatórios anuais publicados na base de dados – SABI (uma base de dados com informação financeira de empresas portuguesas e espanholas).

A amostra obtida inicialmente era constituída por 2140 empresas. Contudo deste universo, de modo a não enviesar os resultados finais, procedeu-se à exclusão das empresas que em 31/dez/2019 e em 31/dez/2020 apresentavam-se com a situação financeira temporariamente inativa, em dissolução, em fusão, em insolvência/tramites de composição e em liquidação, correspondendo à exclusão de 511 movimentos. Foram também excluídas as empresas relativamente às quais não se dispunha de informação para o cálculo de todas as variáveis durante o período 2019 e 2020, correspondendo à exclusão de 737 empresas. Por fim, foram excluídas empresas que apresentavam um EBITDA negativo e as que apresentavam capitais próprios negativos. Apesar de se encontrarem em situação ativa, estes resultados mostram que a empresa apresentava uma situação de fragilidade e muito provavelmente entrará em situação de insolvência. Tendo em conta os pressupostos acima, o presente trabalho tem como objetivo incidir o seu estudo numa amostra final de 444 empresas relativamente ao ano de 2019 e uma amostra final de 400 empresas relativamente ao ano de 2020. Da amostra estudada destaca-se que 28% das empresas pertencem ao distrito de Lisboa, 15% ao distrito de Faro e 14% ao distrito do Porto. Os outros distritos não apresentam representatividade significativa.

Contudo, apesar de serem os distritos de Lisboa, Faro e Porto que apresentam uma representatividade mais notória no número de empresas hoteleiras existentes, as empresas hoteleiras do distrito de Bragança são as que apresentam maior peso do passivo relativamente ao ativo.

4.1 Formulação de hipóteses

Através dos determinantes já identificados anteriormente, foram formuladas as seguintes hipóteses de estudo:

H1: O nível endividamento varia positivamente com a dimensão;

H2: O nível de endividamento está positivamente relacionado com a tangibilidade do ativo;

H3: O nível endividamento varia com a rendibilidade;

H4: O nível de endividamento está positivamente relacionado com as oportunidades de crescimento;

H5: O nível de endividamento está negativamente relacionado com a poupança fiscal não associada ao endividamento;

H6: O endividamento varia de forma negativa com a liquidez geral;

H7: O endividamento varia positivamente com a reputação;

H8: Existe uma relação negativa entre a longevidade e o endividamento.

4.2 Modelo de Estimação

O modelo empírico que será utilizado para testar os fatores descritos anteriormente teve como base um modelo de regressão linear múltipla e será definido por:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i$$

Sendo:

$i = 1, 2, \dots, n$ observações

Y_i = Variável dependente ou explicada;

X = Variáveis independentes ou explicativas;

β = Coeficientes de regressão a estimar;

ε_i = Variável aleatória residual.

Os coeficientes acima serão estimados através do método de mínimos quadrados ordinários, MQO, também conhecido por OLS, uma vez que partindo de alguns pressupostos, que serão

apresentados mais abaixo, este modelo permite proporcionar estimadores que possuem propriedades ótimas, nomeadamente quanto à centricidade e à eficiência. Um estimador diz-se cêntrico quando a sua distribuição tem por média o valor do parâmetro que se pretende estimar. Outra propriedade fundamental para um estimador é que seja consistente, uma vez que a consistência garante que a regra de cálculo incorporada no estimador, e que, por necessidade se é obrigado a utilizar meramente com uma amostra, não deixaria de determinar o valor correto do parâmetro se fosse aplicada a toda a população (Mendes de Oliveira *et al.*, 2018).

O modelo de regressão linear múltipla exige a verificação de alguns pressupostos, nomeadamente a normalidade, homocedasticidade, a ausência de autocorrelação dos resíduos e a ausência de multicolinearidade. Uma vez que se verificam estes pressupostos, as variáveis independentes são adequadas para serem analisadas através deste modelo.

Uma vez que se verificam os pressupostos acima, foram estimados os seguintes modelos:

$$ET_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIM_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 REND_{it} + \beta_4 CRESCVN_{it} + \beta_5 PFNAD_{it} + \beta_6 LIQGER_{it} + \beta_7 REP_{it} + \beta_8 LONG_{it} + \varepsilon_i$$

$$EMLP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIM_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 REND_{it} + \beta_4 CRESCVN_{it} + \beta_5 PFNAD_{it} + \beta_6 LIQGER_{it} + \beta_7 REP_{it} + \beta_8 LONG_{it} + \varepsilon_i$$

$$ECP_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIM_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 REND_{it} + \beta_4 CRESCVN_{it} + \beta_5 PFNAD_{it} + \beta_6 LIQGER_{it} + \beta_7 REP_{it} + \beta_8 LONG_{it} + \varepsilon_i$$

Sendo que i representa cada uma das empresas da amostra, t representa cada um dos anos em estudo e ε representa o termo de erro.

$i = 1, \dots, 444$ e 400 – Número de empresas;

$t = 2019$ e 2020 - Período de tempo;

β_0 – Erro subjacente;

Desta forma serão estimados 9 modelos econométricos, uma vez que este estudo tem como objetivo estimar os modelos acima individualmente para os anos 2019 e 2020 e posteriormente para os dois anos em conjunto, de forma a avaliar se as variáveis das características das empresas hoteleiras explicam a sua estrutura de capital.

4.2.1 Variáveis dependentes

A variável dependente a estudar será o endividamento total (rácio entre o passivo total e o ativo total), analisando a ótica do endividamento de CP (rácio entre o passivo de CP e o ativo total) e o endividamento de MLP (rácio entre o passivo de MLP e o ativo total), de forma a verificar se o comportamento adotado pelas empresas é o mesmo. As variáveis serão obtidas através das seguintes fórmulas:

$$ET_{i,t} = \frac{\text{Passivo total}}{\text{Ativo total}};$$

$$ECP_{i,t} = \frac{\text{Passivo CP}^5}{\text{Ativo total}};$$

$$EMLP_{i,t} = \frac{\text{Passivo MLP}}{\text{Ativo total}}.$$

4.2.2 Variáveis independentes

Em conformidade com os determinantes da estrutura de capitais referidos anteriormente, as variáveis independentes a estudar serão:

-Dimensão: esta variável será obtida através do logaritmo do ativo total líquido, conforme a seguinte fórmula:

$$DIM_{i,t} = \text{Log} (\text{Ativo total})$$

-Tangibilidade do ativo: será calculada através do quociente entre os ativos tangíveis e o ativo total líquido, conforme a seguinte fórmula:

$$TANG_{i,t} = \frac{\text{Ativo Fixo Tangível}}{\text{Ativo total líquido}}$$

-Rendibilidade: resulta do quociente entre o EBITDA e o ativo total líquido, conforme a seguinte fórmula:

⁵ Apenas inclui a dívida financeira.

$$REND_{i,t} = \frac{EBITDA}{Ativo\ total\ líquido}$$

-Crescimento: será calculado através da taxa de crescimento do volume de negócios:

$$CRESCVN_{i,t} = \frac{VN_t - VN_{t-1}}{VN_{t-1}}$$

-Poupança fiscal não associada ao endividamento: calculada através do quociente entre as amortizações e o ativo total líquido, conforme a seguinte fórmula:

$$PFNAD_{i,t} = \frac{Amortizações\ e\ Depreciações}{Ativo\ total\ líquido}$$

-Liquidez Geral: será calculado através do quociente entre o Ativo Corrente e o Passivo, Corrente conforme a seguinte fórmula:

$$Liq\ Ger_{i,t} = \frac{Ativo\ Corrente}{Passivo\ Corrente}$$

-Reputação: medido pelo número de estrelas que o estabelecimento tem (informação obtida pelo Turismo de Portugal):

$$REP_{i,t} = N^o\ estrelas$$

-Longevidade: obtido pelo número de anos de vida de uma empresa, conforme a seguinte fórmula:

$$LONG_{i,t} = Ano\ atual - Ano\ de\ Constituição$$

-Variável *Dummy*: no modelo incluiu-se a variável *dummy* de ano com o objetivo de captar possíveis alterações macroeconómicas no espaço temporal que influenciam as empresas:

$$Dummy_ano = 0, \text{ para o ano 2019;}$$

$$Dummy_ano=1, \text{ para o ano 2020.}$$

4.3 Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlações

Neste capítulo serão apresentadas as principais estatísticas (médias, mínimos, máximos, medianas e o desvio padrão) relativamente aos dados da amostra nos anos de 2019 e 2020.

Tabela 1 - Matriz das estatísticas 2019

Variáveis	Média	Std dev	Min	Mediana	Max
ET_{i,t}	0,47	0,25	0,03	0,46	0,99
ECP_{i,t}	0,22	0,19	0,01	0,15	0,98
EMLP_{i,t}	0,25	0,23	0,00	0,20	0,97
DIM_{i,t}	8,48	1,29	4,66	8,46	11,90
TANG_{i,t}	0,69	0,28	0,01	0,77	1,00
REND_{i,t}	0,16	0,14	0,00	0,13	1,62
CRESCVN_{i,t}	9,00	22,92	-49,35	4,84	203,08
PFNAD_{i,t}	0,05	0,04	0,00	0,04	0,54
Liq Geral_{i,t}	3,48	3,71	1,01	2,19	30,78
REP_{i,t}	3,64	0,72	2,00	4,00	5,00
LONG_{i,t}	28,98	18,88	3,61	25,90	122,36

No ano de 2019, o endividamento de MLP representava, em média, cerca de 25% do ativo das empresas hoteleiras e 47% de endividamento total, tendo em 2020 estes valores aumentado em média, respetivamente para 33% e 52%, podendo os mesmos serem justificados pelo impacto da pandemia na economia das empresas hoteleiras, uma vez que a pandemia originou a uma interrupção quase total da atividade.

Relativamente à longevidade, pode-se verificar que as empresas hoteleiras em estudo apresentam uma idade média de cerca de 30 anos, sendo que a empresa mais antiga de Portugal tem 122 anos e a mais jovem tem cerca de 3 anos.

Tabela 2 - Matriz das estatísticas 2020

Variáveis	Média	Std dev	Min	Mediana	Max
ET_{i,t}	0,52	0,26	0,02	0,51	0,99
ECP_{i,t}	0,19	0,19	0,00	0,12	0,93
EMLP_{i,t}	0,33	0,25	0,00	0,30	0,93
DIM_{i,t}	8,43	1,30	4,29	8,41	11,92
TANG_{i,t}	0,69	0,27	0,01	0,76	0,99
REND_{i,t}	-0,04	0,14	-1,03	-0,01	0,21
CRESCVN_{i,t}	-0,62	0,18	-1,00	-0,65	0,32
PFNAD_{i,t}	0,04	0,03	0,00	0,04	0,22
Liq Geral_{i,t}	3,41	4,77	1,01	1,96	54,35
REP_{i,t}	3,62	0,72	2,00	4,00	5,00
LONG_{i,t}	29,71	19,04	3,61	27,29	122,36

De seguida, serão apresentadas as tabelas das correlações das variáveis estudadas, de modo a verificar-se eventuais problemas de correlação e potencial multicolinearidade entre elas.

Tabela 3 - Matriz de correlações 2019

Variáveis	ET _{i,t}	ECP _{i,t}	EMLP _{i,t}	DIM _{i,t}	TANG _{i,t}	REND _{i,t}	CRESCVN _{i,t}	PFNAD _{i,t}	Liq Ger _{i,t}	REP _{i,t}	LONG _{i,t}
ET_{i,t}	1										
ECP_{i,t}	0,45***	1									
EMLP_{i,t}	0,69***	-0,33***	1								
DIM_{i,t}	0,06	-0,24***	0,25***	1							
TANG_{i,t}	0,12***	-0,33***	0,39***	0,40***	1						
REND_{i,t}	-0,23***	0,04	-0,28***	-0,25***	-0,23***	1					
CRESCVN_{i,t}	0,17***	0,06	0,13***	0,08*	0,03	-0,04	1				
PFNAD_{i,t}	-0,04	-0,01	-0,04	-0,23***	0,09**	0,59***	-0,01	1			
Liq Ger_{i,t}	-0,70***	-0,34***	-0,47***	-0,11**	-0,17***	0,11**	-0,12***	0,01	1		
REP_{i,t}	0,15***	-0,01	0,17***	0,41***	0,09**	-0,10**	0,12***	-0,05	-0,14***	1	
LONG_{i,t}	-0,32***	-0,23***	-0,15***	0,15***	0,10**	0,03	-0,05	-0,06	0,23***	-0,10**	1

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

Tabela 4 - Matriz de correlações 2020

Variáveis	ET _{i,t}	ECP _{i,t}	EMLP _{i,t}	DIM _{i,t}	TANG _{i,t}	REND _{i,t}	CRESCVN _{i,t}	PFNAD _{i,t}	Liq Ger _{i,t}	REP _{i,t}	LONG _{i,t}
ET _{i,t}	1										
ECP _{i,t}	0,45***	1									
EMLP _{i,t}	0,72***	-0,30***	1								
DIM _{i,t}	0,01	-0,20***	0,16***	1							
TANG _{i,t}	0,00	-0,32***	0,25***	0,39***	1						
REND _{i,t}	-0,13***	-0,29***	0,08*	0,25***	0,20***	1					
CRESCVN _{i,t}	0,07	0,05	0,03	-0,19***	-0,03	0,37***	1				
PFNAD _{i,t}	-0,08	-0,03	-0,06	-0,33***	0,10**	-0,07	0,03	1			
Liq Ger _{i,t}	-0,62***	-0,26***	-0,46***	-0,07	-0,08	0,03	-0,03	0,09*	1		
REP _{i,t}	0,13***	0,02	0,13***	0,43***	0,10**	-0,03	-0,06	-0,15***	-0,10**	1	
LONG _{i,t}	-0,33***	-0,22***	-0,18***	0,14***	0,12**	0,01	-0,18***	-0,01	0,25***	-0,10**	1

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

A análise às tabelas anteriores permite verificar que os coeficientes estimados são reduzidos, pelo que as variáveis não apresentam problemas de multicolinearidade.

Tabela 5 – Teste-T

Variáveis	t	p
ET _{i,t}	-2,642	0,004
ECP _{i,t}	2,027	0,022
EMLP _{i,t}	-4,402	0,000
DIM _{i,t}	2,848	0,002
TANG _{i,t}	0,057	0,477
REND _{i,t}	19,850	0,000
CRESCVN _{i,t}	8,621	0,000
PFNAD _{i,t}	2,584	0,005
Liq Ger _{i,t}	0,259	0,398
REP _{i,t}	1,255	0,105
LONG _{i,t}	-0,716	0,237

Tabela 6 – Teste de Classificações por Wilcoxon

Variáveis	ET _{i,t}	ECP _{i,t}	EMLP _{i,t}	DIM _{i,t}	TANG _{i,t}	REND _{i,t}	CRESCVN _{i,t}	PFNAD _{i,t}	Liq Ger _{i,t}	REP _{i,t}	LONG _{i,t}
Z	-2,498	-2,383	-4,575	-3,116	-0,687	-17,098	-12,116	-2,872	-1,740	-1,123	-0,839
Significância Sig.	0,012	0,017	0,000	0,002	0,493	0,000	0,000	0,004	0,082	0,261	0,401

Verificam-se assim os pressupostos necessários para proceder-se ao estudo através de um modelo de regressão linear múltipla.

4.4 Apresentação dos resultados

Tabela 7 – Resultados das Regressões para o Modelo para o 2019

Determinantes	End. Total			End. MLP			End. CP		
	Sinal esperado	β	p	Sinal esperado	β	p	Sinal esperado	β	p
DIM_{i,t}	+	0,052780	0,0000	+	0,021885	0,021	+	0,028906	0,0001
TANG_{i,t}	+	-0,034301	0,3839	+	0,208160	0,0000	+	-0,239700	0,0000
REND_{i,t}	+/-	-0,272404	0,0016	+/-	-0,342374	0,0001	+/-	0,097615	0,2254
CRESCVN_{i,t}	+	0,000740	0,0584	+	0,000555	0,1621	+	0,000195	0,6010
PFNAD_{i,t}	-	0,984499	0,0006	-	0,538757	0,0613	-	0,436192	0,1443
LIQGER_{i,t}	-	-0,038441	0,0000	-	-0,022444	0,0000	-	-0,015280	0,0000
REP_{i,t}	+	0,057033	0,0000	+	0,014781	0,2633	+	0,043695	0,0004
LONG_{i,t}	-	-0,001823	0,0003	-	-0,001029	0,0419	-	-0,000647	0,2298
R²		42,95%			36,48%			11,99%	
R² ajust		41,90%			35,46%			10,37%	
F-statistic		279,49			121,30			87,46	
Estatística Durbin-Watson		2,028			1,921			2,001	

Tabela 8 - Resultado das Regressões para o Modelo para o 2020

Determinantes	End. Total			End. MLP			End. CP		
	Sinal esperado	β	p	Sinal esperado	β	p	Sinal esperado	β	p
DIM_{i,t}	+	0,052177	0,0000	+	0,022718	0,0171	+	0,029459	0,0002
TANG_{i,t}	+	-0,015468	0,7388	+	0,184410	0,0001	+	-0,199878	0,0000
REND_{i,t}	+/-	-0,343847	0,0002	+/-	0,061365	0,4983	+/-	-0,405212	0,0000
CRESCVN_{i,t}	+	0,019981	0,7707	+	-0,039201	0,5640	+	0,059183	0,2859
PFNAD_{i,t}	-	0,918775	0,0071	-	0,156397	0,6421	-	0,762378	0,0057

LIQGER_{i,t}	-	-0,028989	0,0000	-	-0,020547	0,0000	-	-0,008443	0,0000
REP_{i,t}	+	0,056041	0,0007	+	0,024715	0,1292	+	0,031326	0,0186
LONG_{i,t}	-	-0,002177	0,0004	-	-0,001324	0,0292	-	-0,000852	0,0849
R2		33,99%			26,08%			17,53%	
R		32,82%			24,76%			16,06%	
F-statistic		314,96			136,13			69,56	
Estatística Durbin-Watson		1,844			1,942			1,910	

Para o ano de 2019, as variáveis independentes apresentadas explicam no seu conjunto 41,90% da variância do endividamento total, enquanto que para 2020 apenas explicam 32,82% da variância do endividamento total.

A variável dimensão apresenta um coeficiente positivo relativamente ao endividamento de MLP e endividamento de CP para os anos de 2019 e 2020. Estes resultados vão de encontro às teorias do *trade-off* e da *pecking order*. A relação entre o endividamento total e a variável dimensão não é estatisticamente significativa. A dimensão pode ser considerada como uma forma de sinalização para o mercado, uma vez que uma vez que as empresas com maior dimensão apresentam maior diversificação de atividades, apresentando assim menores problemas de assimetria e desta forma maior facilidade no acesso ao endividamento.

A variável rendibilidade em 2019 apresenta um coeficiente negativo face ao endividamento total e endividamento de MLP. Esta relação vai de encontro ao esperado, uma vez que as empresas que apresentam maior nível de rendibilidade tendem a financiar-se com níveis de capital alheio mais reduzidos, conforme previsto na teoria da *pecking order*. Esta relação não é estatisticamente significativa, face ao endividamento de CP. Desta forma, pode-se então encontrar indícios de hipótese da teoria da *pecking order*, uma vez que as empresas preferem financiar-se numa primeira fase com recursos próprios e apenas numa fase seguinte com capitais alheios.

Já para 2020, a rendibilidade apresenta um coeficiente negativo face ao endividamento total e endividamento de CP. De realçar um coeficiente positivo para o endividamento de MLP, contudo esta relação positiva não seria de esperar para o endividamento de MLP, mas a pandemia trouxe um cenário de incerteza e mesmo as empresas com maior rendibilidade

poderão ter optado por recorrer a maior endividamento, de forma a proporcionarem outros benefícios às empresas e de modo a colmatarem possíveis necessidades futuras.

A tangibilidade apenas apresenta relação positiva para 2019 e 2020 com o endividamento de MLP, indo de encontro às teorias do *trade-off* e da *pecking order*, uma vez que as empresas com um maior volume de ativos tangíveis têm maior alavancagem financeira, apresentando assim maior capacidade para resolver os problemas de agência verificados entre os proprietários e os gestores, diminuindo deste a modo o problema de assimetria de informação. Já para os anos de 2019 e 2020, os ativos tangíveis têm um impacto negativo no endividamento total e o no endividamento de CP.

A relação entre a poupança fiscal não associada ao endividamento e o endividamento não é estatisticamente significativa para nenhum dos níveis de endividamento apresentados, quer para 2019, como para 2020. Nas empresas estudadas parece não se ter em conta as fontes alternativas ao benefício fiscal dos juros nas suas decisões sobre a estrutura de capital.

O crescimento apresenta um impacto positivo no endividamento total e endividamento de MLP para o ano de 2019. Contudo, face ao endividamento de CP não é estatisticamente significativo. A expansão da empresa implica uma maior necessidade de capital alheio para financiar os respetivos investimentos. As empresas com maior taxa de crescimento de ativos tendem a financiar-se mais com endividamento de MLP e menos com endividamento de CP, contribuindo para o seu equilíbrio financeiro.

Já para 2020, esta variável não tem grande significância, tal como é justificado pela situação pandémica, uma vez que dada a estagnação que se verificou no setor do turismo, as empresas hoteleiras apresentaram em média um decréscimo no volume de negócios face a 2019.

A longevidade apresenta um impacto negativo para os 3 níveis de endividamento, quer para 2019 e 2020. Pode-se concluir que as empresas mais antigas muito provavelmente acumulam um maior nível de fundos próprios e possuem menor necessidades de endividamento, conforme previsto pela teoria da *pecking order*.

A relação entre a liquidez geral e o endividamento é nos dois anos negativa e estatisticamente significativa, o que vai de encontro à teoria, empresas com ativos mais líquidos registam uma menor necessidade de endividamento.

Relativamente à reputação, verifica-se um impacto positivo significativo para o endividamento total e endividamento MLP. As empresas hoteleiras ambicionam por um maior número de estrelas associado ao seu estabelecimento, o que acarreta um maior investimento em ativo, conduzindo desta forma a um maior nível de endividamento. As empresas com melhor reputação apresentam maior notoriedade no mercado, gerando mais confiança nos credores, facilitando a concessão de crédito.

Tabela 9 - Resultado das Regressões para o Modelo conjunto para os anos 2019 e 2020

Determinantes	End. Total			End. MLP			End. CP		
	Sinal esperado	β	p	Sinal esperado	β	p	Sinal esperado	β	p
DIM_{i,t}	+	0,047282	0,0000	+	0,020046	0,0003	+	0,027090	0,0000
TANG_{i,t}	+	-0,012812	0,6617	+	0,222740	0,0000	+	-0,235465	0,0000
REND_{i,t}	+/-	-0,241732	0,0000	+/-	-0,102014	0,0592	+/-	-0,139080	0,0041
CRESCVN_i	+	0,000993	0,0190	+	0,000638	0,1293	+	0,000357	0,3426
PFNAD_{i,t}	-	0,935317	0,0000	-	0,005295	0,9787	-	0,929900	0,0000
LIQGER_{i,t}	-	-0,032444	0,0000	-	-0,021520	0,0000	-	-0,010908	0,0000
REP_{i,t}	+	0,058031	0,0000	+	0,013855	0,1785	+	0,044351	0,0000
LONG_{i,t}	-	-0,001916	0,0000	-	-0,001303	0,0008	-	-0,000608	0,0795
DUMMY_Ano	+	0,037830	0,0337	+	0,065530	0,0002	+	-0,027470	0,0829
R²		38,15%			32,25%			11,38%	
R		37,55%			31,60%			10,53%	
F-statistic		364,99			133,95			93,70	

Para a análise do modelo conjunto para os anos 2019 e 2020 adicionaram-se as variáveis dummy de ano, sendo estas mais significativas relativamente ao endividamento MLP, resultado do impacto da pandemia nos determinantes da estrutura de capital.

Pode-se verificar uma melhoria considerável do coeficiente reputação no ano de 2020, o que permite concluir que este determinante assume um papel importante na estrutura de capitais das empresas hoteleiras, pois conforme seria de esperar com o impacto da pandemia, as

empresas com maior número de estrelas tiveram maior facilidade na concessão de crédito bancário.

A teoria que melhor explica o comportamento das PMEi hoteleiras, no que se refere à sua estrutura de capital é a teoria da *pecking order*, uma vez que numa primeira fase, as empresas recorrem ao autofinanciamento, e apenas numa fase seguinte recorrem ao endividamento bancário. As empresas apresentam fraco acesso ao mercado de capitais.

5. CONCLUSÕES

O presente estudo teve como objetivo verificar o impacto da pandemia nos principais determinantes da estrutura de capitais das empresas hoteleiras, de acordo com as teorias do *trade-off* e da *pecking order*.

A teoria do *trade-off* prevê a existência de uma estrutura de capital ótima entre o volume de capitais próprios e capital alheio, maximizando o valor da empresa. Neste nível ótimo, a empresa procura alcançar o equilíbrio entre os custos em que incorreria no caso de falência e os benefícios de emissão de dívida. Esta teoria defende que existem benefícios fiscais na utilização de dívida, pois este permite as empresas diminuírem a sua carga fiscal. Assim, espera-se que empresas numa primeira fase privilegiem o recurso a endividamento, já que obtém benefícios fiscais na sua utilização, fazendo com que o seu custo efetivo seja menor.

A teoria da *pecking order* defende a existência de uma hierarquia nas fontes de financiamento à disposição de uma empresa, sendo que as empresas mais rentáveis privilegiam numa primeira fase financiar-se por fundos gerados internamente, posteriormente por dívida e apenas numa última fase através da emissão de capital próprio.

A análise aos dados obtidos permite concluir que os três níveis de endividamento não são explicados pelas mesmas variáveis. Para 2019, as variáveis com maior significância sobre o endividamento total são: a rentabilidade, crescimento, liquidez geral, reputação e longevidade, enquanto que para o endividamento de MLP são: dimensão, tangibilidade, rentabilidade, crescimento, liquidez geral, reputação e longevidade. Enquanto que para 2020, comparativamente ao endividamento total, destacam-se a rentabilidade, liquidez geral, reputação e longevidade. Face ao endividamento de MLP destacam-se a dimensão, tangibilidade, liquidez geral, reputação e longevidade. Pode-se então concluir, que se verificou uma pequena alteração nos determinantes de capitais que marcam a estrutura de capitais, justificada pela variável do crescimento que assumia diferentes níveis comparativamente ao ano de 2019 e 2020, assim como a variável rentabilidade que comparativamente ao endividamento de MLP também assumia níveis diferentes para o ano de 2019 e de 2020.

Pode-se ainda concluir que a estrutura de capital das empresas hoteleiras portuguesas é explicada pela teoria de *pecking order*, uma vez que numa primeira fase, as empresas privilegiam

o autofinanciamento, e apenas numa fase seguinte recorrem ao endividamento bancário, tendo-se verificado também que a variável longevidade tem um impacto negativo no endividamento, já que as empresas mais antigas muito provavelmente acumulam um maior nível de fundos próprios e possuem menores necessidades de endividamento, ao mesmo tempo que se verificou também um impacto negativo da variável rentabilidade em 2019 face ao endividamento total e endividamento de MLP, uma vez que as empresas que apresentam maior nível de rentabilidade tendem a financiar-se com níveis de capital alheio mais reduzidos.

Em futuras investigações, seria interessante incluir como variável independente a sazonalidade, medido pelo coeficiente de variação distribuição mensal das vendas, para obtermos modelos com maior poder explicativo do comportamento da estrutura de capital das empresas hoteleiras portuguesas. Por fim, sugere-se a importância de alargar o painel temporal da amostra. Além dos anos 2019 e 2020, seria interessante compreender como reagiram estas empresas para o ano de 2021 e seguintes, analisando o impacto dos determinantes estudados neste trabalho.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2006) The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2), 161-194. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00315.x>
- Baker, M. & Wurgler, M. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Baldwin, R. & Mauro, B. W. (2020). *Economics in the Time of COVID-19*. London: Centre for Economic Policy Research
- Banco de Portugal (2021). *Análise do Setor do Turismo – Evolução dos Indicadores Económicos e Financeiros*. Obtido a 18 de novembro de 2021. Retirado de URL: <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/publicacoes/1312>
- Baptista, C. (2004). *Estudos I - Faculdade de Economia da Universidade do Algarve*. Faro: Faculdade de Economia da Universidade do Algarve. Retirado de URL: https://sapientia.ualg.pt/bitstream/10400.1/4851/1/Baptista_Determinantes.pdf
- Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, 18 (1), 26-35. <http://dx.doi.org/10.2307/3665695>
- Berger, A.N. & Udell, G.F. (1994) Did Risk-Based Capital Allocate Bank Credit and Cause a Credit Crunch in the United States? *JCMB*, 26(3), 585-628. <https://doi.org/10.2307/2077994>
- Bhaird, C. M. & Lucey, B. M. (2007). Determinants of the Capital Structure of SMEs: A Seemingly Unrelated Regression Approach. *SSRN*, 1-21. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1018383>
- 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(3), 857-878. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x>
- Brandão, E. (2012). *Finanças*. 7ª edição. Lisboa: Publidisa
- Brealey, R., Myers, S.C. & Marcus, A.J. (2003). *Fundamentos da Administração Financeira*. 3ª Edição. USA: McGraw-Hill

Carrão, P. (2012). *A estrutura financeira das empresas hoteleiras portuguesas vs europeias*. Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa, Portugal. Dissertação de Mestrado

Chen Y., Sensini L. & Vazquez M. (2021). Determinants of Leverage in Emerging Markets: Empirical Evidence. *IJEFI*, 11(2), 40-46. <https://doi.org/10.32479/ijefi.10997>

Chhibber, P. & Majumdar, S. (1999). Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry*. *Journal of Law and Economics*, 42 (1), 209-328. <https://doi.org/10.1086/467423>

Clark, G. E., Moser, S. C., Ratick, S. J., Kirstin, D., Meyer, W., Emani, S., ... & Schwarz, H. E. (1998). Assessing the Vulnerability of Coastal Communities to Extreme Storms: The Case of Revere, MA., USA. *Mitigation and Adaptation Strategies for Global Chang*, 3, 59–82. <http://doi.org/10.1023/A:1009609710795>

Correa, C. A., Basso, L. F. C. & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de Pecking Order e Trade-Off usando panel data. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 106-133. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000400005>

Dalwai, T., Mohammadi, S.S., Najaf, D. & Al-Yaarubi, A.S. (2020). Determinants of capital structure: an empirical evaluation of Oman's tourism companies. *Journal of Tourism & Hospitality Reviews*, 7(1), 1-10. <https://doi.org/10.18510/ijthr.2020.711>

Daskalakis, N. & Psillaki, M. (2009). Do Country or Firm Factors Explain Capital Structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Financial Economics*, 18(2), 87-97. <https://doi.org/10.1080/09603100601018864>

DeAngelo, H. & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)

Deesomsak, R., Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004) The determinants of capital structure: evidence from Asia Pacific region. *Journal of multinational financial management*, 14(4-5), 387-405. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001>

- Dinc, Y. & Bilgin, R. (2019). Factoring as a determinant of capital structure for large firms: Theoretical and empirical analysis. *Borsa Istanbul Review*, 19(3), 273-281. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.05.001>
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Harvard University, Boston: Graduate School of Business
- Durand, D. (1952). *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*. New York: National Bureau of Economic Research
- Duro, J. A., Perez-Laborda, A., Turrion-Prats, J. & Fernández-Fernández, M. (2021). Covid-19 and tourism vulnerability. *Tourism Management Perspectives*, 38, 2211-9736. <https://doi.org/10.1016/j.tmp.2021.100819>
- Fama, E. F. & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465. <https://doi.org/10.2307/2329112>
- Fisher, A.J. (1962). Corporate debt capacity; a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity by Gordon Donaldson. *The Journal of Finance*, 17(3), 554-555. <https://doi.org/10.2307/2977084>
- Gago, V. (2013). *Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira no Algarve – O caso dos hotéis de 4 e 5 estrelas*. Universidade do Algarve – Faculdade de Economia, Portugal. Dissertação de Mestrado
- Garcez, A., Franco, J. & Correia, R. (2021). Tourism and COVID-19: impacts and implications on the tourist consumer behavior. In *16th Iberian Conference on Information Systems and Technologies (CISTI)*, 1-6. <https://doi.org/10.23919/CISTI52073.2021.9476405>
- INE (2021). *Base de Dados*. Instituto Nacional de Estatística. Obtido a 15 de novembro de 2021. Retirado de URL: https://ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&contecto=pi&indOcorrCod=0009808&selTab=tab0
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jordan, J., Lowe, J. & Taylor, P. (1998). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(1-2), 1-27. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00176>
- Kanji, G.K. (2006). *100 Statistical Tests*. 3ª Edição. London: SAGE Publications
- MacKay, P. & Phillips, G. (2005). How Does Industry Affect Firm Financial Structure? *Review of Financial Studies*, 18(4), 1433-1466. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi032>
- McKibbin, W. & Levine, D. (2020). Time to invest in basic safeguards against contagion. *Australian Financial Review*. Obtido a 13 de novembro de 2021. Retirado de URL: <https://www.afr.com/world/asia/time-to-invest-in-basic-safeguards-against-contagion-20200218-p541uh>
- Matarazzo, D.C. (1998). *Análise financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial*. 5ª Edição. São Paulo: Editora Atlas
- Mendes de Oliveira, M., Santos, L. D. & Fortuna, N. (2018). *Econometria*. 2ª Edição. Lisboa: Escolar Editora
- Miller, M. (1977). Debt and taxes. *Journal of finance*, 32(2), 261-276. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>
- 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. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investments Decisions When Firms Have Information That Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. <http://www.jstor.org/stable/2696593>
- OCDE (2010). Revenue Statistics 2010, *OECD Publishing*, 2010(1). https://doi.org/10.1787/rev_stats-2010-en-fr.
- OCDE (2020). OECD Tourism Trends and Policies 2020. *OECD Publishing*, 2020(1). <https://doi.org/10.1787/6b47b985-en>.
- OCDE (2021). Portugal, dans OECD Economic Outlook. *OECD Publishing*, 2021(1). <https://doi.org/10.1787/edfbca02-en>
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Schroeder, R.G., Clark, M.W., & Cathey, J.M (2005). *Financial Accounting Theory and Analysis : Text Readings and Cases*. 11^a Edição. USA: Wiley
- Silva, S. A. (2013). *Determinantes da Estrutura de Capitais: evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*. Universidade do Porto - Faculdade de Economia do Porto, Portugal. Dissertação de Mestrado
- Tang, C. & Jang S. (2007). Revisit to the Determinants of Capital Structure: A Comparison between Lodging Firms and Software Firms. *International Journal of Hospitality Management*, 26(1), 175-187. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijhm.2005.08.002>
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure choice. *The journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Turner, B. L. II, Kasperson, R. E., Matson, P. A., Mc Carthy, J. J., Corell, R. W., Chirstensen, L., ... & Schiller, A. (2003). A framework for vulnerability analysis in sustainability science. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 100(14), 8074-8079. <https://doi.org/10.1073/pnas.1231335100>

- Upneja, A. & Dalbor, M. (2001). The Choice of Long-Term Debt in the Hotel Industry. *The Journal of Hospitality Financial Management*, 9(1), 82-83. <https://doi.org/10.1080/10913211.2001.10653752>
- Vieira, E. & Novo, A. (2010). A Estrutura de capital das PME: evidência no mercado Português. *Estudos do ISCA*, Série IV(2), 2-13. <https://doi.org/10.34624/ei.v0i2.6505>
- Wijst, N.V.D. & Thurik, R. (1993). Determinants of Small Firm Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data. *Small Business Economics*, 5(1), 55-65. <https://doi.org/10.1007/BF01539318>
- WTTC. (2021). *Government policies enabling travel & tourism recovery during covid-19*. Oxford: WTTC. Retirado de URL: <https://wttc.org/Portals/0/Documents/Reports/2021/Government-Travel-Policies-COVID-19.pdf?ver=2021-08-23-092839-753>
- Yeh, S. (2021). Tourism recovery strategy against COVID-19 pandemic. *Tourism Recreation Research*, 46(2), 188-194. <http://10.1080/02508281.2020.1805933>
- Zhang, X. & Mirza, S. S. (2015). Determinants of Capital Structure of Firms in Pre-Post Financial Crises: Evidence from China. *Journal of Finance and Accounting*, 6(12), 33-51. <https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/23364/24234>