



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Estrutura de Capital

Quais os determinantes que
afetam a estrutura de capital de
pequenas e médias empresas de
alojamento?

Maria Benedita de Sousa Guedes Mamede

Católica Porto Business School
Março 2019



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Estrutura de Capital

Quais os determinantes que afetam a estrutura
de capital de pequenas e médias empresas de
alojamento?

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Finanças

por

Maria Benedita de Sousa Guedes Mamede

sob orientação de
Professor Doutor João Novais
Professor Doutor Ricardo Ribeiro

Católica Porto Business School
Março 2019

Como forma de agradecimento, este trabalho é dedicado aos meus orientadores, Professor Doutor João Novais e Professor Doutor Ricardo Ribeiro, aos meus pais, Mafalda Sousa Guedes e João Mamede, e ao meu namorado, Frederico Ferreira.

Siglas e Abreviaturas

AFT – Ativo Fixo Tangível

AT – Ativo Total

A&D – Amortizações e Depreciações

CMV – Custo de Mercadorias Vendidas

CRESC – Crescimento

DIM – Dimensão

EBIT – Earnings Before Interests and Taxes

EUROSTAT – Gabinete de Estatísticas da União Europeia

INE – Instituto Nacional de Estatística

IRC – Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas

OBFNF – Outros Benefícios Fiscais Não Financeiros

OLS – Ordinary Least Squares

OMT – Organização Mundial do Turismo

PME – Pequenas e Médias Empresas

PWC – PricewaterhouseCoopers

RAI – Resultado Antes de Imposto

REND – Rendibilidade

R_ENDCP – Endividamento de Curto Prazo

R_ENDMLP – Endividamento de Médio e Longo Prazo

R_ENDTOT – Endividamento Total

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SING – Singularidade

TANG – Tangibilidade

TEI – Taxa Efetiva de Imposto

VIF – *Variance Inflation Factor*

Resumo

O objetivo desta dissertação é analisar quais os determinantes que influenciam o nível de endividamento total, de curto prazo e de médio e longo prazo, de pequenas e médias empresas de alojamento, com base nos estudos desenvolvidos acerca do tema estrutura de capital. O estudo é constituído por uma amostra de 724 empresas sediadas na cidade do Porto entre os anos 2012 e 2017. A análise é efetuada sob a forma de dados painel, através do modelo dos efeitos fixos, e os resultados são analisados de acordo com as previsões feitas pela teoria do *trade-off* e a teoria do *pecking order*.

Concluimos que a tangibilidade e a dimensão influenciam positivamente o endividamento total e que as variáveis rendibilidade e singularidade influenciam negativamente o endividamento total. As variáveis tangibilidade, dimensão e taxa efetiva de imposto influenciam positivamente o endividamento de médio e longo prazo e as variáveis rendibilidade e singularidade influenciam negativamente o endividamento de médio e longo prazo. Nenhuma das variáveis apresenta influência estatisticamente significativa sobre o endividamento de curto prazo.

Palavras-chave: Estrutura de Capital, Teoria do *Trade-Off*, Teoria do *Pecking Order*, Determinantes do Endividamento

Abstract

The purpose of this dissertation is to analyze the determinants that influence the level of total debt, of short term-debt and of medium and long term-debt of small and medium size enterprises of accommodation, based on studies about the theme capital structure. This study is based on a sample of 724 companies that have their headquarters in Porto, between 2012 and 2017. This analysis is performed in the form of panel data, through the fixed effects model, and the results are analyzed according to the forecasts made by the trade-off theory and the pecking order theory.

We concluded that the variables tangibility and size have a positive influence on total debt and the variables profitability and uniqueness have a negative effect on total debt. Regarding medium and long term-debt, the variables tangibility, size and effective tax rate have a positive effect, while the variables profitability and uniqueness have a negative influence on medium and long term-debt. It seems that none of the variables have an influence on short term-debt.

Keywords: Capital Structure, Trade-Off Theory, Pecking Order Theory, Determinants of Debt

Índice

<i>Siglas e Abreviaturas</i>	v
<i>Resumo</i>	vii
<i>Abstract</i>	ix
<i>Índice</i>	xi
<i>Índice de Tabelas</i>	xiv
<i>Introdução</i>	1
1. Revisão de Literatura	4
1.1. Conceito de PME	4
1.2. Caracterização do Setor	5
1.3. Estrutura de Capital.....	6
1.3.1. Custos de Agência e Insolvência.....	8
1.3.2. <i>Trade-Off</i>	10
1.3.3. <i>Pecking Order</i>	11
1.3.4. Determinantes do Endividamento	12
1.3.4.1. Dimensão	12
1.3.4.2. Rendibilidade	13
1.3.4.3. Tangibilidade do Ativo	13
1.3.4.4. Oportunidades de Crescimento.....	14
1.3.4.5. Outros Benefícios Fiscais não Financeiros.....	15
1.3.4.6. Risco	15
1.3.4.7. Idade.....	16
1.3.4.8. Taxa Efetiva de Imposto	16
1.3.4.9. Singularidade/ <i>Uniqueness</i>	17
2. Hipótese de Estudo	18
3. Metodologias de Investigação	23
3.1. Modelo de Regressão Linear.....	23
3.2. Método de Investigação	24
3.3. Definição das Variáveis	24
4. Análise Empírica	26
4.1. Descrição dos Dados	26
4.2. Análise Preliminar.....	28
4.3. Resultados da Estimação.....	31

Conclusão.....	39
Bibliografia.....	41
Anexos.....	45

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Relação prevista entre os fatores que influenciam a estrutura de capital e o nível de endividamento. Fonte: Elaboração própria com base nos estudos empíricos.	17
Tabela 2 - Relações esperadas entre os determinantes e o ENDACP e o ENDMLP. Fonte: Elaboração própria com base na literatura.....	22
Tabela 3 - Lista de Variáveis Dependentes. Fonte: Elaboração própria com base na literatura.	25
Tabela 4 - Lista de Variáveis Independentes. Fonte: Elaboração própria com base na literatura.....	25
Tabela 5 - Estatísticas realizadas para 1177 observações; Q1 corresponde a 25% da amostra considerada; Q2=Mediana; Q3 corresponde a 75% da amostra considerada. DP=Desvio Padrão. Fonte: elaboração própria a partir dos resultados obtidos por STATA 12.0.	27
Tabela 6 - Matriz de correlação entre as variáveis. Fonte: STATA 12.0.	28
Tabela 7 - Modelos de Regressão. Fonte: STATA 12.0.....	31
Tabela 8 - Teste VIF às variáveis independentes. Fonte: STATA 12.0.....	38

Introdução

Existem inúmeros estudos acerca da temática “Estrutura de Capital”, na tentativa de encontrar a melhor solução de nível de endividamento, que maximiza o valor de uma empresa. O presente trabalho tem como objetivo estudar quais os determinantes que podem ter impacto na estrutura de capital de uma empresa, analisando-os de acordo com as relações previstas pela teoria do *trade-off* e a teoria do *pecking order*. Os determinantes analisados neste estudo serão: Dimensão, Rendibilidade, Tangibilidade dos Ativos, Oportunidades de Crescimento, Outros Benefícios Fiscais não Financeiros, Risco, Idade, Taxa Efetiva de Imposto e Singularidade. Como não existe nenhum estudo que incida sobre pequenas e médias empresas de alojamento que estejam sediadas na cidade do Porto, é necessário perceber se as relações entre os determinantes e o endividamento podem ser explicadas pela teoria do *trade-off* e do *pecking order*, ou se são encontradas relações contrárias às esperadas por estas duas teorias. Atualmente, ainda não existe um consenso na literatura sobre qual das duas teorias é dominante e, neste estudo, acredita-se que a teoria do *trade-off* e do *pecking order* são complementares (e não opostas), na explicação da estrutura de capital de uma empresa e que existe uma combinação entre as duas teorias na decisão de endividamento de uma empresa. A teoria do *trade-off* prevê que os determinantes dimensão, rendibilidade, tangibilidade, idade e taxa efetiva de imposto estejam positivamente relacionados com o endividamento e que os determinantes oportunidades de crescimento, outros benefícios fiscais não financeiros, risco e singularidade estejam negativamente relacionados com o endividamento. A teoria do *pecking order* prevê que apenas as oportunidades de crescimento estejam positivamente relacionadas com o endividamento enquanto

que os determinantes dimensão, rendibilidade, tangibilidade, risco e idade estejam negativamente relacionados com o endividamento.

O presente estudo tem como objetivo analisar os determinantes que influenciam o nível de endividamento de pequenas e médias empresas do setor de alojamento, sediadas na cidade do Porto, entre os anos 2012 e 2017, de acordo com as previsões feitas pela teoria do *trade-off* e do *pecking order*. O endividamento total foi separado em endividamento de curto prazo e endividamento de médio e longo prazo, de forma a analisar se existem diferentes relações, para as PME's, entre os determinantes e os diferentes tipos de endividamento.

Optou-se por analisar este setor, visto que, após a cidade do Porto ter sido considerada três vezes como *European Best Destination*, o turismo aumentou consideravelmente nos últimos anos, o que fez com que inúmeras novas PME's de alojamento tenham sido criadas. Segundo o INE, em 2017, as PME's de alojamento detinham um maior peso em relação ao volume de negócios e ao número de pessoas ao serviço com 82,2%, face ao total de PME's. Visto que o aumento das empresas do setor de alojamento tem contribuído positivamente para a economia do país, considerou-se interessante analisar a estrutura de capital destas empresas.

Com recurso à base de dados SABI, foram extraídos dados para 724 empresas entre os anos 2012 e 2017 o que resultou numa amostra final de 1177 observações na forma de dados painel. Foram estimados três modelos que assumem como variáveis dependentes o endividamento total, o endividamento de curto prazo e o endividamento de médio e longo prazo e as variáveis independentes são a dimensão, a rendibilidade, a tangibilidade dos ativos, as oportunidades de crescimento, os outros benefícios fiscais não financeiros, o risco, a idade, a taxa efetiva de imposto e a singularidade. Estes modelos foram analisados pelo modelo dos mínimos quadrados e pelo modelo dos efeitos fixos.

Pela observação dos resultados do modelo dos efeitos fixos, podemos verificar que a tangibilidade e a dimensão influenciam positivamente o endividamento total e que as variáveis rendibilidade e singularidade influenciam negativamente o endividamento total. As variáveis tangibilidade, dimensão e taxa efetiva de imposto influenciam positivamente o endividamento de médio e longo prazo e as variáveis rendibilidade e singularidade influenciam negativamente o endividamento de médio e longo prazo. Nenhuma das variáveis apresenta influência estatisticamente significativa sobre o endividamento de curto prazo.

Este trabalho está dividido em 4 capítulos. No primeiro capítulo é feito um enquadramento teórico sobre o tema e é feita uma revisão de literatura desde os trabalhos pioneiros de Modigliani e Miller até estudos mais recentes sobre as pequenas e médias empresas e são descritos os determinantes que serão alvo de principal análise neste estudo, de acordo com as relações previstas pela teoria do *trade-off* e do *pecking order*. No segundo capítulo são definidas as hipóteses de estudo das relações entre os determinantes e os tipos de endividamento, que vão ser analisadas pelos resultados do capítulo subsequente, de acordo com as teorias do *trade-off* e do *pecking order* e de acordo com a principal literatura sobre PMEs. No terceiro capítulo é definido o cálculo das variáveis e os respetivos sinais esperados e é definida a metodologia de investigação onde são apresentados os modelos de regressão que irão testar as variáveis. No quarto capítulo serão analisados os resultados obtidos e, por fim, serão apresentadas as principais conclusões do estudo.

Capítulo 1

1. Revisão de Literatura

É necessário iniciar este capítulo com uma breve apresentação do conceito de PME, fazendo posteriormente uma análise ao setor de alojamento de forma a perceber a sua evolução entre os anos 2012-2017, tendo em consideração alguns indicadores disponibilizados por certas bases de dados. Este estudo vai incidir sobre empresas do setor que estejam sediadas na cidade do Porto, pelo que é essencial explorar mais detalhadamente a evolução do turismo, entre os anos propostos, nesta cidade.

Neste capítulo pretende-se, também, fazer uma análise dos determinantes que possam afetar as decisões de endividamento de PMEs. Para tal, é necessário fazer uma revisão de literatura aos principais estudos acerca da temática “estrutura de capital”, sobretudo aos estudos que tenham como foco as PMEs. Também é fundamental fazer uma análise às duas principais teorias, teoria do *pecking order* e teoria do *trade-off*, de forma a perceber de que modo é que cada determinante está relacionado com os diferentes tipos de endividamento (ver tabela 1 para o resumo das relações entre os determinantes e a teoria do *pecking order* e do *trade-off*)

1.1. Conceito de PME

De acordo com o Decreto-Lei n.º 372/2007 de 6 de Novembro (IAPMEI, 2007), as PME são empresas que não excedam 50 milhões de euros em volume de negócios anual, ou cujo total do ativo anual não exceda os 43 milhões de euros e que empreguem menos de 250 pessoas.

Para ser considerada uma PME, é necessário que se verifique o princípio da independência¹, ou seja, 25% do capital ou dos direitos de voto não devem ser propriedade de uma empresa ou, conjuntamente, de várias empresas que não se enquadrem na definição de PME, à exceção de:

Se a empresa for propriedade de sociedades públicas de investimento, sociedades de capital de risco ou investidores institucionais, desde que estes últimos não exerçam qualquer controlo efetivo sobre a empresa;

Se o capital se encontrar disperso, uma empresa pode legitimamente anunciar que não é propriedade, em 25% ou mais, de uma ou várias empresas que não se enquadrem na definição de pequena e média empresa.

1.2. Caracterização do Setor

A cidade do Porto tem vindo a receber cada vez mais projeção internacional como destino turístico, por exemplo, os *European Best Destination*, organizados e promovidos anualmente pela *European Consumers Choice*, elegeram em 2012, 2014 e 2017 o Porto como melhor destino Europeu (Público, 2017).

De acordo com o INE (Instituto Nacional de Estatística), em 2017, 9,8% das empresas em Portugal eram de alojamento ou restauração, num total de 38.329 sociedades o que faz com que o maior número de postos de trabalho em Portugal seja gerado por estes setores (Varzim, 2018). Em 2017, o turismo do Porto e do Norte de Portugal bateu recorde de dormidas que só se esperava em 2020 por ter atingido 7,4 milhões de dormidas, o que se traduz num aumento de 8,0% face a 2016 (JN, 2017). As empresas de alojamento e restauração atingiram máximos históricos evidenciando em 2017 aumentos de 16,5% no volume de negócios e de 20,4% no VAB (Bexiga, 2017). As PME, em 2017, detinham, em termos de volume

¹ Critério que não será considerado neste estudo.

de negócios e de número de pessoas ao serviço, um maior peso no alojamento e restauração, com 82,2% e 84,6%, respetivamente.

Dados divulgados pela EUROSTAT (Gabinete de Estatísticas da União Europeia) apontam que, em 2017, Portugal registou a quarta maior subida no número de dormidas em estabelecimentos turísticos na União Europeia relativamente a 2016 (Lusa, 2018a).

De acordo com uma previsão feita pela *PricewaterhouseCoopers* (PWC), entre 2017 e 2018, o Porto seria uma das cinco cidades europeias que mais iriam crescer. Segundo o estudo *European Cities Forecast*, feito pela PWC, o Porto é a cidade europeia que lidera o Revpar (receita por quarto disponível), com um crescimento de mais de 10% no ano de 2018 (PWC, 2018).

Segundo a Organização Mundial do Turismo (OMT), Portugal obteve em 2017 cerca de 15 mil milhões de euros de receitas com o turismo, mais 4 mil milhões que em 2016, colocando o país no quarto lugar da tabela das maiores receitas turísticas do sul da Europa (Lusa, 2018b).

1.3. Estrutura de Capital

A estrutura de capital é o conceito de como uma empresa financia as suas atividades através de duas fontes de capital: capital próprio e capital alheio. O capital próprio resulta do financiamento assegurado pelos sócios e acionistas de uma empresa enquanto o capital alheio resulta do financiamento assegurado por entidades externas a uma empresa. O custo do capital próprio é, de forma geral, mais elevado que o custo do capital alheio porque o retorno dos sócios e acionistas é mais incerto que o retorno dos credores externos de uma empresa. Para compensar o risco, os sócios e acionistas exigem um maior retorno que os credores externos. Segundo a visão tradicional de Durand (1952), é possível alcançar uma estrutura ótima de capital, minimizando o custo médio ponderado do capital de forma a maximizar o valor da empresa. Uma vez que o custo do

capital próprio é maior que o custo do capital alheio, uma empresa deve aumentar o seu nível de endividamento de forma a reduzir o seu custo de capital. A partir de certo ponto, o aumento do endividamento fará com que o custo do capital próprio e do capital alheio aumentem, portanto, uma empresa terá de fazer um balanço entre as duas formas de financiamento de forma a minimizar o custo de capital, atingindo o ponto ótimo da estrutura de capital e maximizando o valor da empresa.

A primeira teoria de Modigliani & Miller (1958), considerava que a estrutura de capital era irrelevante para o valor de uma empresa, ou seja, duas empresas idênticas terão o mesmo valor seja qual for a estrutura de capital que adotem. Esta primeira abordagem tinha por base o pressuposto da existência de mercados perfeitos em que era ignorada a existência de impostos, existência de custos de agência e de insolvência e a existência de assimetrias de informação. Contudo, este modelo apresenta algumas limitações porque no mundo real existem imperfeições de mercado que são fatores determinantes nas decisões de financiamento de uma empresa.

Em Modigliani & Miller (1963), o efeito dos impostos passa a ser um fator determinante na decisão da estrutura de capital de uma empresa porque se reconheceu a existência de um ganho associado aos juros da dívida, visto que são fiscalmente dedutíveis, portanto, para estes autores, um maior nível de endividamento significa um aumento no valor de uma empresa. Nesta perspectiva então, sugere-se que uma empresa deve ser financiada quase na totalidade com recurso ao endividamento, de forma a maximizar o seu valor.

Baxter (1967) refere que existe um limite aceitável de endividamento a que uma empresa pode recorrer e, passando esse limite, a taxa de juro da dívida irá aumentar e conseqüentemente o custo de capital dessa empresa também irá aumentar, o que significa que, para este autor, um maior nível de endividamento

levará a um aumento no valor de uma empresa, mas só até certo ponto de endividamento.

1.3.1. Custos de Agência e Insolvência

Para Jensen & Meckling (1976), os conflitos de agência ocorrem quando um ou mais indivíduos (“*principal(s)*”) contratam outro indivíduo (“*agente*”) para a prestação de um serviço que envolve a delegação de alguma autoridade para a tomada de decisões. Os interesses dos agentes nem sempre atuam de acordo com os interesses dos “*principals*” e este conflito de interesse entre agentes vai dar origem a custos de agência. Segundo estes autores, existem dois tipos de conflitos de agência: conflitos entre acionistas e gestores e conflitos entre acionistas e credores.

Segundo Jensen (1986), os gestores e acionistas têm diferentes perspectivas relativamente ao uso do excesso de *cash flow* disponível. Para os acionistas, o excesso de *cash flow* deveria ser distribuído sob a forma de dividendos, mas os gestores preferem investir este excesso em projetos com custo de capital mais elevado ou desperdiçam-no de forma ineficiente para a empresa. Para Grossman & Hart (1982), o recurso ao endividamento pode constituir uma forma de mitigar o conflito entre os gestores e acionistas. O aumento do endividamento faz com que a probabilidade de insolvência também aumente, por essa razão, os gestores têm tendência a tomar melhores decisões de investimento para não terem de enfrentar possíveis custos de insolvência. O recurso à dívida pode constituir um incentivo e uma motivação para o trabalho dos gestores porque os custos relacionados com o endividamento podem fazer com que os gestores percam benefícios e reputação o que faz com que mudem o seu comportamento e deixem de tomar decisões atendendo aos seus próprios interesses de forma a reduzir a probabilidade de insolvência.

A dívida reduz os custos de agência do *cash flow* disponível, portanto os gestores terão menos *free cash flow* para gastarem discricionariamente. A ameaça causada pela falha no cumprimento da obrigação de pagar a dívida serve como uma eficiente motivação para os gestores.

O recurso ao endividamento pode ser uma forma para aumentar a eficiência do trabalho dos gestores e diminuir os custos de agência entre os acionistas e os gestores, mas, por outro lado, pode criar conflitos entre os acionistas e credores e aumentar os custos de agência. Segundo Junior (2012), de forma a obterem maiores taxas de retorno esperadas, os acionistas tendem a investir em projetos de maior risco. Em caso de sucesso do projeto, a empresa recebe um bom retorno sobre o seu investimento, mas, em caso de insucesso, quem incorre em maior risco são os credores porque podem não conseguir recuperar o valor investido. Quando a dívida aumenta e a empresa chega a um nível de endividamento no qual já não consegue fazer face aos seus compromissos, os custos de agência da dívida também aumentam, incluindo os custos de insolvência.

Warner (1977) faz uma distinção entre custos diretos de insolvência e custos indiretos de insolvência. Os custos diretos dizem respeito a custos legais relacionados com os honorários de advogados e auditores, assim como os custos relacionados com o tempo perdido dos gestores em administrar este tipo de processos. Os custos indiretos dizem respeito às perdas nas vendas, nos rendimentos e, possivelmente, na incapacidade de a empresa obter crédito ou emitir títulos. Os custos indiretos de insolvência são sobretudo oportunidades desperdiçadas e são quase impossíveis (ou até mesmo impossíveis) de quantificar.

Warner (1977) refere que podem existir duas empresas com exatamente as mesmas características mas uma das empresas encontra-se em insolvência e a outra não. Se existir uma ótima oportunidade de investimento para a empresa que não se encontra em insolvência, isso significa que, esta oportunidade

também é ótima para a empresa que se encontra em insolvência porque são duas empresas semelhantes. Neste caso parece indiferente que uma empresa se encontre em insolvência ou não. Na prática, estas duas empresas não podem ser consideradas semelhantes porque quando potenciais investidores perceberem que a probabilidade de insolvência é alta, estes não vão tratar as duas empresas da mesma maneira. As vendas e os rendimentos da empresa que se encontra em insolvência vão diminuir e, conseqüentemente, o seu valor de mercado também.

1.3.2. *Trade-Off*

De acordo com Myers (1984), a teoria do *trade-off* defende que existe uma estrutura ótima de capital e as empresas procuram a combinação ótima entre capitais próprios e capitais alheios de forma a maximizar o valor da empresa. É feito um balanço entre os benefícios fiscais dos juros e os custos de insolvência financeira de forma a encontrar essa estrutura ótima de capital. Esta teoria reconhece que existem benefícios fiscais e que o endividamento pode trazer vantagens para uma empresa, por outro lado, reconhece que o nível de endividamento só pode ser até certo ponto, em que os benefícios fiscais superem os custos associados ao endividamento que possam surgir.

Segundo Myers (2001), uma empresa pedirá empréstimos até ao ponto em que o valor marginal dos benefícios fiscais sobre a dívida adicional é superado pelo aumento do valor atual de possíveis custos relacionados com o endividamento. Se esta teoria estiver correta, uma empresa que tem como objetivo maximizar o seu valor, nunca deveria deixar passar a oportunidade de obter benefícios fiscais dos juros se a probabilidade de existirem custos associados ao endividamento for relativamente baixa. Nesta teoria, as empresas têm um nível de endividamento alvo para o qual se vão ajustando gradualmente.

1.3.3. *Pecking Order*

A teoria do *pecking order* defende que existe uma hierarquia das fontes de financiamento escolhidas por uma empresa. O financiamento deve, em primeiro lugar, ser feito por autofinanciamento. Quando os recursos internos se encontram esgotados, a empresa deve recorrer ao endividamento. Só em último lugar é que uma empresa deve recorrer à emissão de novas ações para obter capital. Esta teoria assenta no pressuposto que existe assimetria de informação entre gestores e investidores.

Myers & Majluf (1984) defendem que os investidores acreditam que os gestores só irão emitir novas ações se a empresa se encontrar sobreavaliada porque existe assimetria de informação entre as duas partes (os gestores vão sempre saber mais sobre as condições da empresa do que os investidores).

Segundo Frank & Goyal (2003), uma empresa faz uma hierarquização em relação às suas preferências nas fontes de financiamento possíveis, de forma a evitar problemas de assimetria de informação. Quando os projetos de investimento são financiados com os recursos próprios de uma empresa, os gestores têm tendência a aplicá-los de forma mais eficiente. O recurso ao autofinanciamento reduz os custos de agência que poderiam existir se uma empresa optasse por recorrer ao endividamento ou à emissão de capital próprio. O capital próprio é mais arriscado que a dívida porque enfrenta sérios problemas de seleção adversa. Ambos têm um prémio de risco de seleção adversa, mas o prémio é maior para o capital próprio porque tem um perfil de risco maior. Em caso de insolvência o retorno é incerto e os acionistas são pagos em último lugar porque têm direitos subordinados, portanto, um investidor externo exigirá uma taxa de retorno mais alta sobre o capital próprio do que sobre a dívida.

1.3.4. Determinantes do Endividamento

Nesta secção serão apresentados os determinantes do endividamento, popularizados pela literatura, considerados mais relevantes para explicar a estrutura de capital de uma empresa, relacionando cada um deles com a teoria do *pecking order* e do *trade-off* (ver tabela 1).

1.3.4.1. Dimensão

Segundo Titman & Wessels (1988), existe uma relação positiva entre a dimensão de uma empresa e o endividamento. As empresas de grande dimensão tendem a ser mais diversificadas e menos propensas à insolvência, o que sugere que possam ter mais endividamento. As empresas de menor dimensão tendem a usar significativamente mais dívida de curto prazo comparativamente às empresas de maior dimensão porque enfrentam custos mais elevados para emitir novas ações e dívida de longo prazo, portanto, devido aos menores custos fixos associados a esta alternativa, preferem emitir empréstimos de curto prazo em vez de emitir dívida de longo prazo. Para Hall, Hutchinson & Michaelas (2004) existe um maior risco para os bancos em conceder empréstimos a empresas de pequena dimensão porque a qualidade da informação que estas empresas fornecem aos bancos nem sempre é suficiente o que levará a maiores custos de assimetrias de informação. Como as empresas de maior dimensão têm uma menor probabilidade de entrar em insolvência, os credores têm mais propensão a conceder empréstimos a este tipo de empresas. Segundo Michaelas et al. (1999), as empresas de menor dimensão costumam apresentar, geralmente, menores níveis de endividamento em relação a empresas de maior dimensão porque os custos de insolvência, de agência e de assimetrias de informação são maiores para estas empresas. Esta perspectiva vai ao encontro da teoria do *trade-off* que sugere que a dimensão e o endividamento estão positivamente relacionados.

Para Rajan & Zingales (1995), as assimetrias de informação entre os *insiders* de uma empresa e os mercados são menores para grandes empresas, por isso, as empresas de maior dimensão deveriam ser capazes de emitir títulos mais sensíveis à informação, como capital próprio, e deveriam ter uma dívida menor. Este ponto de vista vai ao encontro da teoria do *pecking order* onde é considerada uma relação negativa entre a dimensão e o endividamento.

1.3.4.2. Rendibilidade

De acordo com Myers (1984), a relação entre a rendibilidade e o endividamento é negativa porque, seguindo a teoria do *pecking order*, no caso de existir uma necessidade de financiamento, as empresas vão primeiro esgotar os seus lucros retidos antes de recorrerem ao endividamento. Quanto mais lucros retidos existirem numa empresa, menor será a necessidade de recorrer ao endividamento. Esta teoria é corroborada por Titman & Wessels (1988) e Rajan & Zingales (1995). Segundo Hall, Hutchinson & Michaelas (2004), a rendibilidade estará negativamente relacionada, tanto com o endividamento de curto prazo como com o endividamento de médio e longo prazo.

Por outro lado, segundo Frank & Goyal (2009) e na perspetiva do *trade-off*, uma empresa com elevada rendibilidade que valorize os benefícios fiscais decorrentes da dívida, poderá obter melhores condições de financiamento perante os credores porque espera-se que estas empresas tenham menos custos associados à dívida, o que significa que poderá existir uma relação positiva entre a rendibilidade e o nível de endividamento em certos casos.

1.3.4.3. Tangibilidade do Ativo

Segundo Rajan & Zingales (1995), a tangibilidade dos ativos parece ser um fator importante para explicar a estrutura de capital de uma empresa porque estes ativos são fáceis de medir o que garante uma segurança maior aos credores

e diminui os custos de agência da dívida. Segundo Michaelas et al. (1999), quantos mais ativos tangíveis uma empresa tiver, mais confiança e segurança terão os credores para emprestar dinheiro a uma empresa e existirá, provavelmente, um nível mais alto de endividamento. Esta perspectiva vai ao encontro da teoria do *trade-off* onde se considera a existência de uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento.

De acordo com outra perspectiva, se uma empresa tiver mais ativos tangíveis, isto significa que as assimetrias de informação sejam menores o que faz com que a emissão de novas ações seja menos cara. Por esta razão, segundo Frank & Goyal (2009), a teoria do *pecking order* prevê uma relação negativa entre a tangibilidade do ativo e o endividamento.

1.3.4.4. Oportunidades de Crescimento

Para Michaelas et al. (1999) e de acordo com a teoria do *pecking order*, existe uma relação positiva entre crescimento e endividamento. As empresas com maiores oportunidades de crescimento recorrem ao financiamento externo já que estas empresas têm maior probabilidade de esgotar os seus recursos internos. Uma empresa que esteja em fase de crescimento ainda não terá muitos recursos internos disponíveis para se financiar o que a levará a recorrer ao endividamento mais rapidamente que uma empresa que se encontre no mercado há mais tempo. A teoria do *trade-off* prevê uma relação negativa entre o endividamento e o crescimento. Segundo Titman & Wessels (1988), as empresas em crescimento não possuem tantos ativos, e no caso de dificuldades financeiras, não têm ativos suficientes que possam ser vendidos, o que faz com que estas empresas tenham custos de insolvência superiores. Segundo Hall, Hutchinson & Michaelas (2004), as oportunidades de crescimento estão positivamente relacionadas com o endividamento de curto prazo e negativamente com o endividamento de médio e longo prazo porque à luz da teoria de Myers (1977), as empresas com maior

potencial de crescimento tendem a assumir mais riscos o que traz problemas de assimetria de informação para os credores. Estas empresas são consideradas mais arriscadas e enfrentam maiores dificuldades em obter empréstimos de longo prazo em condições favoráveis.

1.3.4.5. Outros Benefícios Fiscais não Financeiros

Para Frank & Goyal (2009), quanto maior a taxa de imposto, maiores os benefícios fiscais decorrentes da dívida e indo ao encontro da teoria do *trade-off*, para obter o máximo de benefícios fiscais decorrentes da dívida, as empresas vão pedir mais empréstimos quando as taxas de imposto forem mais elevadas. Portanto, de acordo com a teoria do *trade-off*, os benefícios fiscais não financeiros encontram-se negativamente relacionados com o endividamento.

1.3.4.6. Risco

Segundo Titman & Wessels (1988), muitos autores sugerem como indicador para medir o risco, a volatilidade dos resultados de uma empresa, e consideram que o nível ótimo de endividamento é uma função decrescente dessa volatilidade. Para Frank & Goyal (2009), as empresas com resultados mais voláteis esperam maiores custos de insolvência e, por essa razão, deveriam usar menos endividamento. Portanto, quanto maior o risco, ou seja, quanto maior a volatilidade dos resultados, menor o nível de endividamento.

Para Psillaki & Daskalakis (2009), as empresas que têm elevado risco conseguem reduzir a volatilidade dos seus resultados reduzindo o nível de endividamento. É esperada uma relação negativa entre o risco e o endividamento pelo ponto de vista do *pecking order* porque, segundo esta perspectiva, as empresas com maior risco têm maiores dificuldades na obtenção de empréstimos devido às maiores assimetrias de informação, portanto, estas empresas tendem a acumular *cash flow* durante os “bons anos” para evitar problemas relacionados com

oportunidades de investimentos no futuro. De acordo com a teoria do *trade-off*, as empresas com maior risco enfrentam maiores custos relacionados com dificuldades financeiras e, portanto, tendem a ter níveis de endividamento menores.

1.3.4.7. Idade

Segundo Michaelas et al. (1999), as empresas mais jovens recorrem mais ao financiamento externo enquanto as mais antigas tendem a acumular resultados, o que vai ao encontro da teoria do *pecking order*, onde as empresas só após esgotar os seus recursos internos é que recorrem ao endividamento. Segundo Hall, Hutchinson & Michaelas (2004), as empresas mais antigas não terão tanta necessidade de recorrer ao endividamento como as mais jovens, tanto no curto prazo como no longo prazo, e por essa razão, é prevista uma relação negativa entre a idade e o endividamento.

Por outro lado, Vieira & Novo (2010), consideram que uma empresa que esteja em atividade há mais tempo, terá em princípio melhor reputação no mercado e será mais credível e diversificada, o que fará com que tenha menor probabilidade de insolvência financeira, levando a que o acesso ao endividamento seja facilitado. À luz da teoria do *trade-off*, a idade de uma empresa e o endividamento estão positivamente relacionados.

1.3.4.8. Taxa Efetiva de Imposto

De acordo com Modigliani & Miller (1963), uma empresa preferirá o endividamento em relação a outros meios de financiamento já que os juros são fiscalmente dedutíveis.

Segundo a teoria do *trade-off*, de forma a obterem benefícios fiscais, as empresas têm tendência a aumentar o nível de endividamento.

Para Sogorb-Mira (2005), não existirá nenhuma relação entre o endividamento e os impostos no caso das PMEs. Como não é provável que as PMEs obtenham benefícios fiscais abundantes através do uso do endividamento, certamente não se irão endividar com o objetivo de obter esses benefícios.

1.3.4.9. Singularidade/*Uniqueness*

De acordo com Titman & Wessels (1988), espera-se que a singularidade seja negativamente relacionada com o nível de endividamento porque uma empresa que produza produtos específicos e únicos tem mais probabilidade de enfrentar grandes custos no caso de insolvência financeira.

Segundo Kim, Heshmati & Aoun (2006), em caso de insolvência financeira, é mais difícil para uma empresa com maior especificidade encontrar um mercado secundário competitivo para os seus inventários e equipamentos, e por essa razão, e indo ao encontro da teoria do *trade-off*, estas empresas apresentam um menor nível de endividamento.

Variável	<i>Pecking Order</i>	<i>Trade-Off</i>
Dimensão	–	+
Rendibilidade	–	+
Tangibilidade	–	+
Oportunidades de Crescimento	+	–
Outros Benefícios Fiscais Não Financeiros		–
Risco	–	–
Idade	–	+
Taxa Efetiva de Imposto		+
Singularidade		–

Tabela 1 - Relação prevista entre os fatores que influenciam a estrutura de capital e o nível de endividamento. Fonte: Elaboração própria com base nos estudos empíricos.

Capítulo 2

2. Hipótese de Estudo

Neste capítulo são formuladas as hipóteses das relações esperadas entre os determinantes e o endividamento de curto prazo e de médio e longo prazo de acordo com a teoria do *pecking order* e do *trade-off* e de acordo com a revisão de literatura apresentada no capítulo 1 (ver tabela 2 com resumo dos sinais esperados). As relações foram selecionadas sobretudo de acordo com os estudos que investigam as PMEs e que analisam se existem diferentes relações entre os determinantes e os dois tipos de endividamento (de curto prazo e de médio e longo prazo), de forma a poder aplicar essas análises neste estudo concreto sobre as PMEs de alojamento.

Para a variável dimensão, é esperada que a relação com o endividamento de curto prazo seja negativa, seguindo a teoria do *pecking order*, e que a relação com o endividamento de médio e longo prazo seja positiva, seguindo a teoria do *trade-off*. Segundo Michaelas et al. (1999), uma empresa de maior dimensão tem menor probabilidade de insolvência, portanto, terá maior facilidade na obtenção de empréstimos de médio e longo prazo que uma empresa de menor dimensão. Uma empresa de menor dimensão paga um custo mais elevado para emitir dívida de longo prazo, por essa razão, segundo Titman & Wessels (1988), as empresas de menor dimensão utilizam, como alternativa, dívida de curto prazo devido aos menores custos fixos associados.

H1a: “Quanto maior a dimensão, menor o endividamento de CP”

H1b: “Quanto maior a dimensão, maior o endividamento de MLP”

Para a variável rendibilidade, é esperada que a relação com o endividamento de curto prazo e de médio e longo prazo seja negativa, seguindo a teoria do *pecking order*. Segundo Myers (1984), as empresas com elevada rendibilidade, esgotam em primeiro lugar os seus lucros retidos antes de terem a necessidade de recorrer ao endividamento. De acordo com Hall, Hutchinson e Michaelas (2004), quanto maior a rendibilidade, menor o endividamento tanto de curto como de médio e longo prazo.

H2a: “Quanto maior a rendibilidade, menor o endividamento de CP”

H2b: “Quanto maior a rendibilidade, menor o endividamento de MLP”

Para a variável tangibilidade, é esperada uma relação positiva com o endividamento de curto prazo e de médio e longo prazo, seguindo a teoria do *trade-off*. Como os ativos fixos tangíveis são fáceis de medir, segundo Rajan & Zingales (1995), quantos mais ativos fixos tangíveis uma empresa tiver, maior segurança os credores terão para conceder empréstimos pelo facto de existirem menores assimetrias de informação.

H3a: “Quanto maior a tangibilidade, maior o endividamento de CP”

H3b: “Quanto maior a tangibilidade, maior o endividamento de MLP”

Para a variável crescimento, é esperada uma relação positiva com o endividamento de curto prazo, seguindo a teoria do *pecking order*, e é esperada uma relação negativa com o endividamento de médio e longo prazo, seguindo a teoria de *trade-off*. Segundo Michaelas et al. (1999), uma empresa que se encontre em fase de crescimento terá uma maior necessidade de recorrer ao endividamento por ainda não dispor de recursos internos suficientes mas, de acordo com Titman & Wessels (1988), como uma empresa em crescimento ainda

não tem um número suficiente de ativos que possam ser vendidos em caso de insolvência, o seu acesso à obtenção de empréstimos, principalmente de médio e longo prazo, é dificultado.

H4a: “Quanto maior forem as oportunidades de crescimento, maior o endividamento de CP”

H4b: “Quanto maior forem as oportunidades de crescimento, menor o endividamento de MLP”

Para a variável outros benefícios fiscais não financeiros é esperada uma relação negativa com o endividamento de curto prazo e o endividamento de médio e longo prazo, seguindo a teoria do *trade-off*. Segundo Frank & Goyal (2009), se uma empresa tiver mais benefícios fiscais não financeiros então terá menor necessidade de aumentar o endividamento com vista a obter mais benefícios fiscais decorrentes da dívida.

H5a: “Quanto maior forem os outros benefícios fiscais não financeiros, menor o endividamento de CP”

H5b: “Quanto maior forem os outros benefícios fiscais não financeiros, menor o endividamento de MLP”

Para a variável risco, é esperada uma relação negativa com o endividamento de curto prazo e de médio e longo prazo, seguindo a teoria do *pecking order* e do *trade-off*. Para Psillaki & Daskalakis (2009), uma empresa com um elevado risco de negócio reduz o seu nível de endividamento de forma a reduzir a volatilidade dos seus resultados. Como existem maiores assimetrias de informação entre as empresas com elevado risco de negócio e os credores, essas empresas têm maior dificuldades na obtenção de empréstimos.

H6a: “Quanto maior for o risco, menor o endividamento de CP”

H6b: “Quanto maior for o risco, menor o endividamento de MLP”

Para a variável idade, é esperada uma relação negativa com o endividamento de curto prazo e o endividamento de médio e longo prazo, seguindo a teoria do *pecking order*. Segundo Hall, Hutchinson & Michaelas (2004), é provável que uma empresa que se encontra estabelecida no mercado há mais anos, tenha mais recursos internos disponíveis e tenha menor necessidade de recorrer ao endividamento.

H7a: “Quanto maior a idade, menor o endividamento de CP”

H7b: “Quanto maior a idade, menor o endividamento de MLP”

Para a variável taxa efetiva de imposto, é esperado que não exista nenhuma relação com o endividamento de curto prazo e o endividamento de médio e longo prazo. A teoria do *trade-off* defende que existe uma relação positiva entre esta variável e o endividamento porque, segundo Modigliani & Miller (1963), uma empresa aumenta o seu nível de endividamento, de forma a uma empresa obter mais benefícios fiscais mas segundo Sogorb-Mira (2005) não é provável que uma PME se endivide com o objetivo de obter benefícios fiscais do endividamento.

H8a: “Não existirá nenhuma relação entre a taxa efetiva de imposto e o endividamento de CP”

H8b: “Não existirá nenhuma relação entre a taxa efetiva de imposto e o endividamento de MLP”

Para a variável singularidade, é esperada uma relação negativa com o endividamento de curto prazo e o endividamento de médio e longo prazo, seguindo a teoria do *trade-off*. Caracteriza-se uma empresa como singular uma empresa que produza produtos únicos e específicos. Segundo Kim, Heshmati & Aoun (2006), em caso de insolvência financeira, uma empresa com maior singularidade poderá enfrentar maiores dificuldades em encontrar um mercado para vender os seus produtos, desta forma, o nível de endividamento tende a ser menor de forma a reduzir os custos que poderá enfrentar em caso de insolvência.

H9a: “Quanto maior a singularidade, menor o endividamento de CP”

H9b: “Quanto maior a singularidade, menor o endividamento de MLP”

Variável	Sinal Esperado - ENDACP	Sinal Esperado - ENDMLP
<i>DIM</i>	-	+
<i>REND</i>	-	-
<i>TANG</i>	+	+
<i>CRESC</i>	+	-
<i>OBFNF</i>	-	-
<i>RISCO</i>	-	-
<i>IDADE</i>	-	-
<i>TEI</i>	sem impacto	sem impacto
<i>SING</i>	-	-

Tabela 2 - Relações esperadas entre os determinantes e o ENDACP e o ENDMLP. Fonte: Elaboração própria com base na literatura.

Capítulo 3

3. Metodologias de Investigação

3.1. Modelo de Regressão Linear

Os modelos definem-se da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIM_{it} + \beta_2 REND_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 CRESC_{it} + \beta_5 OBFNF_{it} \\ + \beta_6 RISCO_{it} + \beta_7 IDADE_{it} + \beta_8 TEI_{it} + \beta_9 SING_{it} + u_i + v_t + \varepsilon_{it}$$

As variáveis dependentes, Y_{it} , correspondem ao endividamento total (R_ENDTOT_{it}), endividamento de curto prazo (R_ENDCP_{it}) e ao endividamento de médio e longo prazo (R_ENDMLP_{it}) da empresa i no ano t .

A variável independente DIM_{it} corresponde à dimensão da empresa i no ano t ; $REND_{it}$ corresponde à rendibilidade da empresa i no ano t ; $TANG_{it}$ corresponde à tangibilidade da empresa i no ano t ; $CRESC_{it}$ corresponde ao crescimento da empresa i no ano t ; $OBFNF_{it}$ corresponde aos outros benefícios fiscais não financeiros da empresa i no ano t ; $RISCO_{it}$ corresponde ao risco da empresa i no ano t ; $IDADE_{it}$ corresponde à idade da empresa i no ano t ; TEI_{it} corresponde à taxa efetiva de imposto da empresa i no ano t ; $SING_{it}$ corresponde à singularidade da empresa i no ano t ; u_i representa o impacto das variáveis não observadas que só variam por empresa e que irá ser capturada por efeitos fixos de empresa; v_t representa o impacto das variáveis não observadas que só variam por ano e que irá ser capturada por efeitos fixos de ano; ε_{it} corresponde ao termo de erro da empresa i no ano t .

3.2. Método de Investigação

O método utilizado para estimar os coeficientes do modelo de regressão será o modelo de estimação OLS (modelo dos mínimos quadrados) e o modelo dos efeitos fixos (utilizando *dummies* relativamente às empresas e *dummies* relativamente aos anos).

Nesta secção é descrito o cálculo das variáveis utilizadas como *proxies* para o estudo dos determinantes da estrutura de capital de empresas de alojamento.

3.3. Definição das Variáveis

Na tabela 3 é apresentada a definição e fórmula de cálculo das variáveis (baseadas em certo autor, definido também na tabela 3) dependentes do modelo, que são: o endividamento total, o endividamento de curto prazo e o endividamento de médio e longo prazo.

Na tabela 4 é apresentada a definição e a fórmula de cálculo das variáveis (baseadas em certo autor, definido também na tabela 4) independentes do modelo, que são: a Dimensão, a Rendibilidade, a Tangibilidade, as Oportunidades de Crescimento, os Outros Benefícios Fiscais Não Financeiros, o Risco, a Idade, a Taxa Efetiva de Imposto e a Singularidade.

Variável Dependente	Definição	Autor	Fórmula
Endividamento total	Variável definida pelo rácio entre os financiamentos obtidos correntes e não correntes e o ativo total	Shyam-Sunder e Myers (1999)	$R_ENDTOT = \frac{ENDTOT}{AT}$
Endividamento de curto prazo	Variável definida pelo rácio entre os financiamentos obtidos correntes e o total do ativo	Titman & Wessels (1988)	$R_ENDCP = \frac{ENDCP}{AT}$
Endividamento de médio e longo prazo	Variável definida pelo rácio entre os financiamentos obtidos não correntes e o total do ativo	Titman & Wessels (1988)	$R_ENDMLP = \frac{ENDMLP}{AT}$

Tabela 3 - Lista de Variáveis Dependentes. Fonte: Elaboração própria com base na literatura.

Variável Independente	Definição	Autor	Fórmula
Dimensão	Variável obtida pelo logaritmo do ativo total	Frank & Goyal (2009)	$DIM = \text{Log}(AT)$
Rentabilidade	Variável obtida pelo rácio entre EBIT e o total do ativo	Marsh (1982)	$REND = \frac{EBIT}{AT}$
Tangibilidade	Variável obtida pelo rácio entre os ativos fixos tangíveis e o ativo total.	Titman & Wessels (1988)	$TANG = \frac{AFT}{AT}$
Oportunidades de Crescimento	Variável obtida pela taxa de crescimento das vendas.	Shyam-Sunder & Myers (1999)	$CRESC = \text{Taxa de Variação das Vendas}$
Outros Benefícios Fiscais não Financeiros	Variável obtida pelo rácio entre as amortizações e as depreciações e o total do ativo.	Titman & Wessels (1988)	$OBFNF = \frac{A\&D}{AT}$
Risco	Variável obtida pela variação do EBIT.	Titman & Wessels (1988)	$RISCO = \text{Taxa de Variação do EBIT}$
Idade	Variável obtida pelo logaritmo do número de anos de existência.	Serrasqueiro & Caetano (2013)	$IDADE = \text{Log}(n^\circ \text{ de anos de atividade})$
Taxa Efetiva de Impostos	Variável obtida pelo rácio entre o IRC e o Resultado antes de imposto.	Titman & Wessels (1988)	$TEI = \frac{IRC}{\text{Resultado Antes de Imposto}}$
Singularidade	Variável obtida pelo rácio entre as despesas com vendas (CMV) e as vendas.	Titman & Wessels (1988)	$SING = \frac{\text{Despesas com Vendas}}{\text{Vendas}}$

Tabela 4 - Lista de Variáveis Independentes. Fonte: Elaboração própria com base na literatura.

Capítulo 4

4. Análise Empírica

4.1. Descrição dos Dados

Os dados foram recolhidos recorrendo à base de dados SABI, que disponibiliza dados económico-financeiros de diversos setores de atividade em Portugal. A amostra é composta por 724 PME's do setor de alojamento, para o período compreendido entre 2012-2017, que estejam sediadas na cidade do Porto, o que corresponde a um total de 5068 observações (ver anexo 1).

Procedeu-se à eliminação de observações para as quais não foi possível obter todas as variáveis que o estudo exige e de observações que tivessem um ativo fixo tangível e um nível endividamento maior que o total do ativo. De seguida, foram excluídas as observações extremas, tendo apenas sido consideradas as 95% observações intermédias relativamente a cada uma das variáveis consideradas. Após este tratamento de dados o número final considerado foi de 1177 observações para 380 empresas entre o ano 2013 e 2017. As unidades das variáveis base encontram-se em milhares de euros.

Variável	Média	DP	Mínimo	Q1	Q2	Q3	p90	Máximo
R_ENDTOT	0,2396	0,2930	0,0000	0,0000	0,0748	0,4890	0,7280	0,9785
R_ENDCP	0,0334	0,1257	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0600	0,8871
R_ENDMLP	0,2061	0,2806	0,0000	0,0000	0,0022	0,3920	0,7070	0,9785
TANG	0,4214	0,3386	0,0000	0,0772	0,3806	0,7440	0,9110	0,9988
DIM	5,2094	1,8380	-0,1413	3,9477	5,0214	6,3430	7,8430	9,8017
REND	0,0245	0,5996	-7,8558	-0,0010	0,0579	0,1690	0,3390	1,6535
RISCO	0,1640	9,5701	-100,9887	-0,8846	-0,0919	0,8310	3,2790	137,8030
OBFNF	0,0524	0,0563	0,0000	0,0121	0,0354	0,0750	0,1230	0,4111
CRESC	1,1008	5,4792	-0,9888	0,0120	0,1682	0,4350	1,5730	89,4114
IDADE	2,3810	1,0473	0,6931	1,3863	2,3979	3,3320	3,6380	4,3438
TEI	0,1630	0,2931	-0,9581	0,0000	0,1357	0,2230	0,3050	3,2162
SING	0,0627	0,1375	0,0000	0,0000	0,0029	0,0660	0,1400	0,9388

Tabela 5 - Estatísticas realizadas para 1177 observações; Q1 corresponde a 25% da amostra considerada; Q2=Mediana; Q3 corresponde a 75% da amostra considerada. DP=Desvio Padrão. Fonte: elaboração própria a partir dos resultados obtidos por STATA 12.0.

A tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas da amostra de investigação do presente estudo. A estatística descritiva demonstra que, em média, o endividamento total das empresas de alojamento é de 23,96% do total do ativo, e ao contrário do esperado pela literatura, as PMEs de alojamento endividam-se mais com recursos de médio e longo prazo (20,61% do total do ativo) e não tanto com recursos de curto prazo (3,34% do total do ativo).

Em relação às variáveis independentes, o crescimento das empresas é a variável que mais se destaca, com uma taxa de variação das vendas, em média, de 110,08%.

A variável tangibilidade apresenta um valor médio de 42,14% de ativos fixos tangíveis em relação ao total do ativo, a variável risco apresenta um valor médio de 16,40% da taxa de variação do EBIT e a variável taxa efetiva de imposto apresenta um valor médio de 16,30%.

A variável singularidade apresenta um valor médio de 6,27% em relação aos custos de venda sobre o total das vendas, a variável outros benefícios fiscais não financeiros apresenta um valor de 5,24% ao total de amortizações e depreciações sobre o total do ativo, e a variável rendibilidade apresenta um valor médio de 2,45% em relação ao total do EBIT sobre o total do ativo.

A dimensão das empresas, representada pelo logaritmo do total do ativo, é em média, aproximadamente 183 milhares de euros e as empresas têm em média, aproximadamente 10 anos de idade.

4.2. Análise Preliminar

Coluna1	R_ENDTOT	R_ENDCP	R_ENDMLP
TANG	0,3466***	0,0853***	0,3239***
DIM	0,2932***	0,0643**	0,2774***
REND	0,0375	0,0087	0,0353
RISCO	0,0106	0,0108	0,0062
OBFNF	0,0436	0,0252	0,0342
CRESC	-0,0042	-0,0362	0,0118
IDADE	-0,0356	-0,0051	-0,0350
TEI	-0,0304	0,0137	-0,0379
SING	0,0733***	0,0957***	0,0358

Tabela 6 - Matriz de correlação entre as variáveis. Fonte: STATA 12.0.

A matriz de correlações apresentada na tabela 6, sugere que as variáveis tangibilidade, dimensão e singularidade estão positivamente correlacionadas de forma estatisticamente significativa com o endividamento total. A correlação

entre as variáveis tangibilidade e dimensão vai ao encontro das previsões feitas pela teoria do *trade-off* e a correlação do endividamento total com a singularidade vai contra o esperado pela teoria do *trade-off*.

Quanto ao endividamento de curto prazo, podemos verificar pela tabela 6, que as variáveis dimensão, tangibilidade e singularidade também se encontram positivamente correlacionadas de forma estatisticamente significativa com o endividamento de curto prazo. A correlação com a variável dimensão não vai ao encontro do esperado e rejeita-se a hipótese 1a, onde é previsto que quanto maior a dimensão da empresa, menor será a utilização de endividamento de curto prazo porque esta necessidade de endividamento é substituída por endividamento de médio e longo prazo. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com a rentabilidade, portanto, rejeita-se a hipótese 2a. A correlação com a variável tangibilidade vai ao encontro do esperado e verifica-se a hipótese 3a apresentada no capítulo 2, onde é previsto que a relação entre a tangibilidade e o endividamento seja positiva, o que sugere que, quantos mais ativos tangíveis uma empresa tiver, mantendo o resto do ativo constante, maior tende a ser o nível de endividamento. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com as oportunidades de crescimento, portanto, rejeita-se a hipótese 4a. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com os outros benefícios fiscais não financeiros, desta forma, rejeita-se a hipótese 5a. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com o risco, portanto, rejeita-se a hipótese 6a. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com a idade, desta forma, rejeita-se a hipótese 7a. Como não existe uma correlação estatisticamente significativa entre a taxa efetiva de imposto e o endividamento de curto prazo, verifica-se a hipótese 8a. A correlação entre a variável singularidade e o endividamento de curto prazo não vai de encontro ao esperado e rejeita-se a hipótese 9a, onde é previsto que a singularidade de uma empresa tenha um efeito negativo na utilização de

endividamento de curto prazo. A relação encontrada entre a singularidade e o endividamento não vai ao encontro dos estudos de Titman e Wessels (1988) e de Kim, Heshmati & Aoun (2006), onde é esperada uma relação negativa entre a singularidade e o nível de endividamento. Isto sugere que, quanto mais despesas com vendas uma empresa tiver, mantendo as vendas constantes, maior o nível de endividamento.

Quanto ao endividamento de médio e longo prazo, podemos observar na tabela 6 que apenas a dimensão e a tangibilidade se encontram correlacionadas de forma estatisticamente significativa com este tipo de endividamento. A relação encontrada entre a dimensão e o endividamento é positiva, o que sugere que, uma empresa que tenha um maior número de ativos totais, tende a ter maiores níveis de endividamento e podemos aceitar a hipótese 1b. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com a rentabilidade, portanto, rejeita-se a hipótese 2b. A relação encontrada com a tangibilidade é positiva, o que significa que, uma empresa que tenha um maior de número ativos fixos tangíveis, tenha um maior nível de endividamento de médio e longo prazo, aceitando-se a hipótese 3b. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com as oportunidades de crescimento, portanto, rejeita-se a hipótese 4b. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com os outros benefícios fiscais não financeiros, desta forma, rejeita-se a hipótese 5b. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com o risco, portanto, rejeita-se a hipótese 6b. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com a idade, desta forma, rejeita-se a hipótese 7b. Como não existe uma correlação estatisticamente significativa entre a taxa efetiva de imposto e o endividamento de médio e longo prazo, verifica-se a hipótese 8b. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com a singularidade, portanto, rejeita-se a hipótese 9b.

4.3. Resultados da Estimação

A regressão que se segue, na tabela 7, apresenta os resultados obtidos pelo modelo dos mínimos quadrados e o modelo dos efeitos fixos.

Variáveis	R_ENDTOT		R_ENDCP		R_ENDMLP	
	(A)	(B)	(A)	(B)	(A)	(B)
Constante	0,0138	-0,4768***	0,0105	-0,0127	0,0033	-0,4641***
	(0,0313)	(0,0731)	(0,0189)	(0,0350)	(0,0283)	(0,0742)
TANG	0,2342***	0,1944***	0,0257*	0,0051	0,2085***	0,1893***
	(0,0301)	(0,0448)	(0,0153)	(0,0184)	(0,0288)	(0,0455)
DIM	0,0285***	0,1296***	0,0013	0,0107	0,0272***	0,1189***
	(0,0050)	(0,0194)	(0,0033)	(0,0122)	(0,0045)	(0,0186)
REND	0,0005	-0,0303***	0,0015	-0,0035	-0,0010	-0,0268***
	(0,0072)	(0,0100)	(0,0046)	(0,0040)	(0,0059)	(0,0094)
RISCO	0,0004	0,0007	0,0001	-0,0002	0,0003	0,0009
	(0,0007)	(0,0007)	(0,0002)	(0,0002)	(0,0006)	(0,0007)
OBFNF	-0,0524	-0,0769	0,0346	0,1445	-0,0870	-0,2213
	(0,1404)	(0,1735)	(0,0919)	(0,1275)	(0,1299)	(0,1816)
CRESC	0,0002	0,0012	-0,0009***	0,0001	0,0011	0,0011
	(0,0022)	(0,0008)	(0,0003)	(0,0003)	(0,0022)	(0,0008)
IDADE	-0,0091	0,0280	-0,0009	-0,0208	-0,0082	0,0488
	(0,0075)	(0,0505)	(0,0041)	(0,0325)	(0,0071)	(0,0528)
TEI	-0,0149	0,0136	0,0067	-0,0184	-0,0216	0,0319*
	(0,0249)	(0,0179)	(0,0102)	(0,0178)	(0,0239)	(0,0175)
SING	0,0787	-0,2115***	0,0861**	-0,0689	-0,0074	-0,1426*
	(0,0636)	(0,0815)	(0,0419)	(0,0526)	(0,0564)	(0,0768)
R-quadrado	0,1501	0,8439	0,0185	0,6929	0,1321	0,8361
Teste F	22,5000***		3,2500***		19,4800***	
Dummy Empresas	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Dummy Anos	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim

Tabela 7 - Modelos de Regressão. Fonte: STATA 12.0.

Os resultados foram estimados através de 1177 observações. O erro-padrão robusto encontra-se entre parêntesis (pelo que não existirão problemas de heteroscedasticidade). (A): Modelo dos Mínimos Quadrados; (B): Modelo dos Efeitos Fixos. *** para um nível de significância de 1%; ** para um nível de significância de 5% e * para um nível de significância de 10%. Não existe um elevado grau de correlação entre as variáveis independentes, uma vez que o máximo de correlação encontrado é de 41,37% e o mínimo é de -21,61%.

Na tabela 7, a coluna (A) apresenta os resultados estimados pelo modelo dos mínimos quadrados e a coluna (B) apresenta os resultados estimados pelo modelo dos efeitos fixos. No modelo dos efeitos fixos foram incluídas *dummies* relativamente às empresas e aos anos considerados na amostra, de forma a tornar os resultados mais fidedignos e de forma a diminuir os problemas de endogeneidade que possam existir na coluna (A). Estas *dummies* captam fatores importantes que possam explicar o impacto das variáveis sobre o nível de endividamento, que poderiam estar correlacionadas com as variáveis do modelo. Também podemos observar, pelos resultados da tabela 7, que o R-quadrado é significativamente mais elevado nas três regressões da coluna (B), o que significa que as variáveis desta coluna têm um maior poder explicativo sobre os níveis de endividamento. Desta forma, a análise do impacto das variáveis independentes sobre as variáveis dependentes incidirá sobretudo sobre os resultados estimados pelo modelo dos efeitos fixos.

Na coluna (A) do modelo dos mínimos quadrados, verificamos que as variáveis tangibilidade e dimensão têm um impacto positivo no endividamento total com um nível de significância estatística de 1%, indo ao encontro da teoria do *trade-off*.

Em relação ao endividamento de curto prazo, as variáveis tangibilidade, crescimento e singularidade têm impacto com significância estatística de 10%, 1% e 5%, respetivamente. A variável dimensão não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 1a. A variável rendibilidade não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 2a. A variável tangibilidade apresenta um impacto positivo no endividamento de curto prazo, indo ao encontro da teoria do *trade-off* e aceita-se a hipótese 3a que assume uma relação positiva entre esta variável e o endividamento de curto prazo. A variável crescimento apresenta um impacto negativo sobre o endividamento de curto prazo, indo ao encontro da teoria do

trade-off mas rejeita-se a hipótese 4a que considerava que a relação entre esta variável e o endividamento de curto prazo fosse negativa. A variável outros benefícios fiscais não financeiros não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 5a. A variável risco não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 6a. A variável idade não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 7a. A variável taxa efetiva de imposto não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se aceita a hipótese 8a. A variável singularidade apresenta um impacto positivo, por essa razão, rejeita-se a hipótese 9a onde se considerava que existiria uma relação negativa entre esta variável e o endividamento de curto prazo.

Em relação ao endividamento de médio e longo prazo, apenas as variáveis dimensão e tangibilidade têm um impacto positivo com significância estatística de 1%. A variável dimensão apresenta um impacto positivo, indo ao encontro da teoria do *trade-off* e validando a hipótese 1b. A variável rendibilidade não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 2b. A variável tangibilidade apresenta um impacto positivo, indo ao encontro da teoria do *trade-off* e aceita-se a hipótese 3b que assume uma relação positiva entre esta variável e o endividamento de médio e longo prazo. A variável crescimento não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 4b. A variável outros benefícios fiscais não financeiros não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 5b. A variável risco não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 6b. A variável idade não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 7b. A variável taxa efetiva de imposto não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se aceita a hipótese 8b. A variável singularidade não

apresenta um coeficiente estatisticamente significativo, pelo que, se rejeita a hipótese 9b.

Na coluna (B), a estimação dos resultados é feita pelo modelo dos efeitos fixos, onde foram incluídas *dummies* para verificar se existem diferenças de empresa para empresa e de ano para ano, de forma a resolver os problemas de endogeneidade que possam existir no modelo dos mínimos quadrados da coluna (A). Pretende-se analisar os resultados obtidos de acordo com as previsões feitas pela teoria do *trade-off* e do *pecking order*, utilizando os resultados obtidos pelo modelo dos efeitos fixos.

A variável tangibilidade apresenta um coeficiente estatisticamente significativo a 1% e verifica-se uma relação positiva entre esta variável e o endividamento total. Os resultados obtidos vão ao encontro da teoria do *trade-off* que defende a existência de uma relação positiva entre a tangibilidade do ativo e o nível de endividamento. Segundo Rajan & Zingales (1995), a existência de ativos fixos tangíveis numa empresa traz maior segurança aos credores, visto que, são ativos fáceis de medir, e portanto, existe uma relação positiva entre a tangibilidade e o endividamento. A variável dimensão apresenta um coeficiente estatisticamente significativo a 1% e verifica-se uma relação positiva entre esta variável e o endividamento total. Este resultado vai ao encontro da teoria do *trade-off* onde é esperada uma relação positiva entre a dimensão e o nível de endividamento. Segundo Hall, Hutchinson & Michaelas (2004), as empresas de maior dimensão transmitem mais segurança aos credores por terem menor probabilidade de entrar em insolvência e existirá maior facilidade na obtenção de empréstimos. A variável rendibilidade apresenta um coeficiente estatisticamente significativo a 1% e verifica-se uma relação negativa entre esta variável e o endividamento total. Os resultados obtidos para o modelo vão ao encontro do esperado pela teoria do *pecking order* onde se defende a existência de uma relação negativa entre a rendibilidade e o endividamento. Segundo Myers

(1984), as empresas com elevada rendibilidade esgotam em primeiro lugar os seus lucros retidos antes de terem a necessidade de recorrer ao endividamento. A variável singularidade apresenta um coeficiente estatisticamente significativa a 1% e verifica-se uma relação negativa com o endividamento total. Este resultado vai ao encontro da teoria do *trade-off* que defende que existe uma relação negativa entre a singularidade e o endividamento. Uma empresa com que tenha produtos mais específicos, apresenta um nível de endividamento menor, segundo Kim, Heshmati & Aoun (2006), visto que é mais difícil encontrar um mercado secundário para vender os seus produtos e, em caso de insolvência financeira, é mais difícil cumprir as suas obrigações financeiras.

Em relação ao endividamento de curto prazo, a introdução das *dummies* retirou a validade estatística para todas as variáveis que eram significativas no modelo dos mínimos quadrados. As hipóteses consideradas no capítulo 2 para o endividamento de curto prazo, são todas rejeitadas, com exceção da hipótese 8a, visto que, a taxa efetiva de imposto não tem nenhum impacto sobre o endividamento de curto prazo.

Quanto ao endividamento de médio e longo prazo, a variável dimensão apresenta um coeficiente estatisticamente significativo a 1% e verifica-se uma relação positiva. Este resultado vai ao encontro da teoria do *trade-off* onde é esperada uma relação positiva entre a dimensão e o nível de endividamento e aceita-se a hipótese 1b. Segundo Titman & Wessels (1988), as empresas de maior dimensão têm tendência a ser mais diversificadas o que facilita o seu acesso ao endividamento por existir menor probabilidade de insolvência. A variável rendibilidade apresenta um coeficiente estatisticamente significativo a 1% e verifica-se uma relação negativa entre esta variável e o endividamento de médio e longo prazo. Este resultado vai ao encontro da teoria do *pecking order* onde é esperada uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível de endividamento e verifica-se a hipótese 2b. Segundo Hall, Hutchinson e Michaelas (2004), a

rendibilidade e o endividamento de médio e longo prazo estão negativamente relacionados porque uma empresa utiliza em primeiro lugar os seus lucros retidos antes de ter necessidade de recorrer ao endividamento. A variável tangibilidade apresenta um coeficiente estatisticamente significativo a 1% e verifica-se uma relação positiva entre esta variável e o endividamento de médio e longo prazo. Este resultado vai ao encontro da teoria do *trade-off* onde é esperada uma relação positiva entre a tangibilidade e o nível de endividamento e aceita-se a hipótese 3b. Segundo Michaelas et al. (1999), os credores concedem empréstimos mais facilmente a empresas que têm mais ativos fixos tangíveis porque, sendo de fácil medição, trazem maior confiança e segurança aos credores. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com as oportunidades de crescimento, portanto, rejeita-se a hipótese 4b. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com os outros benefícios fiscais não financeiros, desta forma, rejeita-se a hipótese 5b. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com o risco, portanto, rejeita-se a hipótese 6b. Não existe nenhuma correlação estatisticamente significativa com a idade, desta forma, rejeita-se a hipótese 7b. A variável taxa efetiva de imposto apresenta um coeficiente estatisticamente significativo a 10% e verifica-se uma relação positiva entre esta variável e o endividamento de médio e longo prazo. Não se aceita a hipótese 8b e os resultados obtidos não vão ao encontro da teoria do *trade-off* nem da teoria do *pecking order*, visto que, é esperado que a taxa efetiva de imposto não tenha impacto no nível de endividamento porque, segundo Sogorb-Mira (2005), não é provável que uma PME recorra ao endividamento com o objetivo de obter benefícios fiscais decorrentes da dívida. A variável singularidade apresenta um coeficiente estatisticamente significativo a 10% e verifica-se uma relação negativa entre esta variável e o endividamento de médio e longo prazo. Estes resultados vão ao encontro do esperado pela teoria do *trade-off* onde se defende a existência de uma relação negativa a singularidade e o nível

de endividamento e aceita-se a hipótese 9b. Segundo Titman & Wessels (1988), uma empresa com elevada singularidade tem maior probabilidade de enfrentar grandes custos de insolvência financeira por não existir um mercado secundário para vender os seus produtos únicos e específicos, o que reduz a probabilidade de recorrer ao endividamento.

Podemos concluir que existia um problema de endogeneidade no modelo dos mínimos quadrados porque quando as *dummies* são incluídas no modelo, alguns coeficientes passam a ter significância estatística na influência das variáveis dependentes. Não existem diferenças nos resultados entre o modelo dos mínimos quadrados e o modelo dos efeitos fixos relativamente ao impacto das variáveis tangibilidade e dimensão sobre o endividamento total. Com a introdução dos efeitos fixos as variáveis rendibilidade e singularidade passam a apresentar resultados que têm impacto sobre o endividamento total.

Com a introdução dos efeitos fixos, as variáveis tangibilidade, crescimento e singularidade deixam de apresentar coeficientes estatisticamente significativos sobre o impacto no endividamento de curto prazo.

Em relação ao endividamento de médio e longo prazo, a introdução dos efeitos fixos traduz-se num aumento do número de variáveis que tem impacto sobre este tipo de endividamento. O impacto das variáveis tangibilidade e dimensão mantem-se, mas as variáveis rendibilidade, taxa efetiva de imposto e singularidade passam a apresentar coeficientes com impacto estatisticamente significativo sobre o endividamento de médio e longo prazo.

Para assegurar que não existe multicolinearidade entre as variáveis, foi realizado o teste VIF. Considera-se que há existência de multicolinearidade, segundo O'Brien (2007), quando o valor de VIF se encontra acima de 10. Como podemos observar na tabela 8 os valores variam entre 1,01 e 1,39, concluindo que não existem problemas de multicolinearidade.

Variáveis	VIF
<i>DIM</i>	1,39
<i>TANG</i>	1,38
<i>OBFNF</i>	1,14
<i>REND</i>	1,08
<i>IDADE</i>	1,08
<i>CRESC</i>	1,06
<i>SING</i>	1,04
<i>TEI</i>	1,03
<i>RISCO</i>	1,01

Tabela 8 - Teste VIF às variáveis independentes. Fonte: STATA 12.0.

Conclusão

Este estudo teve como propósito analisar a estrutura de capital de 724 pequenas e médias empresas do setor de alojamento que estejam sediadas na cidade do Porto entre os anos 2012 e 2017. Foram analisadas as relações entre alguns determinantes e o nível de endividamento através de previsões feitas pela teoria do *trade-off* e a teoria do *pecking order* e de acordo com os principais estudos sobre as PME's.

Visto que o turismo aumentou especialmente nos últimos anos na cidade do Porto e que não existe nenhum estudo especificamente sobre este tema, considerou-se relevante estudar o setor de alojamento que tem contribuído positivamente para a economia e para o desenvolvimento da cidade.

O total da amostra resultou em 1177 observações na forma de dados painel. Da análise dos resultados do modelo dos efeitos fixos, concluímos que nenhuma das variáveis é estatisticamente significativa no caso do endividamento de curto prazo e que, portanto, nenhuma tem impacto neste tipo de endividamento. Apenas verificamos que a taxa efetiva de imposto vai ao encontro da hipótese considerada para a relação entre esta variável e o endividamento de curto prazo, visto que, não apresenta nenhuma relação com este tipo de endividamento. Quanto ao endividamento de médio e longo prazo, a variável tangibilidade e dimensão têm influência positiva e estatisticamente significativa, indo ao encontro das previsões feitas neste estudo e corroborando a teoria do *trade-off*. A variável rendibilidade apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com o endividamento de médio e longo prazo, indo ao encontro das previsões feitas neste estudo e verificando as previsões feitas pela teoria do *pecking order*. A variável taxa efetiva de imposto apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa, contrário ao que era esperado neste estudo, onde

se previa que as PME's não se endividassem com o intuito de obter benefícios fiscais decorrentes da dívida. A variável singularidade apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com o endividamento de médio e longo prazo, indo ao encontro das previsões feitas por este estudo e pela teoria do *trade-off*.

Para ultrapassar as limitações deste trabalho, visto que quase todas as empresas consideradas na amostra se tratam de micro empresas, seria interessante como investigação futura alargar a amostra a pequenas e médias empresas de outros setores, nomeadamente, ao setor da restauração, uma vez que, é um setor que também pode ter sido afetado com o aumento do turismo no Porto.

Bibliografia

- Chittenden, F., Poutziouris, P., & Michaelas, N. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12(1992), 113–130. <https://doi.org/10.1023/A:1008010724051>
- Bexiga, S. (2017). Empresas de alojamento e restauração destacam-se em 2017 com aumento de 16,5% no volume de negócios. [online] O Jornal Económico. Available at: <https://jornaleconomico.sapo.pt/noticias/empresas-de-alojamento-e-restauracao-com-aumento-de-165-no-volume-de-negocios-em-2017-370817> [Accessed 4 Nov. 2018].
- Durand, D. (1952). *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. Research in Business Finance* (Vol. 0-87014–19). <https://doi.org/10.2307/1812918>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). *Testing the pecking order theory of capital structure. Journal of Financial Economics* (Vol. 67). [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decision: which factors important? *Financial Management*, 1–37.
- G. Rajan, R., & Luigi, Z. (1995). What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). *The Economics of Information and Uncertainty: Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. (J. J. McCall & Ed., Eds.) (Vol. I). Chicago: University of Chicago Press.

- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5–6), 711–728. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>
- Iapmei.pt. (2007). [online] Available at: <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Qualificacao-Certificacao/Certificacao-PME/Decreto-Lei-372-2007.pdf.aspx> [Accessed 4 Nov. 2018].
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE Michael. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. (1986). American Economic Association Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers: Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- JN. (2017). Turismo do Norte bate recorde de dormidas que só esperava em 2020. [online] Available at: <https://www.jn.pt/economia/interior/turismo-do-norte-bate-recorde-de-dormidas-que-so-esperava-em-2020-9145358.html> [Accessed 4 Nov. 2018].
- Junior, F. P. da S. (2012). A Estrutura do Capital das PME's e das Grandes Empresas: Uma análise comparativa. *Dissertação de Mestrado, Universidade de Coimbra*, 98.
- Kim, H., Heshmati, A., & Aoun, D. (2006). Dynamics of capital structure: The case of Korean listed manufacturing companies. *Asian Economic Journal*, 20(3), 275–302. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8381.2006.00236.x>
- Lusa, A. (2018). Portugal com 17 mil milhões de dólares de receitas turísticas em 2017 - OMT. [online] DN. Available at:

- <https://www.dn.pt/lusa/interior/portugal-com-17-mil-milhoes-de-dolares-de-receitas-turisticas-em-2017---omt-9770487.html> [Accessed 4 Nov. 2018].
- Lusa, A. (2018). Portugal com o quarto maior crescimento no número de dormidas de turistas na UE. [online] Observador. Available at: <https://observador.pt/2018/01/24/portugal-com-o-quarto-maior-crescimento-no-numero-de-dormidas-de-turistas-na-ue/> [Accessed 4 Nov. 2018].
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). American Economic Association Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. *The American Economic Review*, 55(3), 524–527.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The American economic Review. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Myers, S. C. (1977). DETERMINANTS OF CORPORATE BORROWING. *Journal of Financial Economics*, (5), 147–175. <https://doi.org/10.1253/circj.cj-16-0846>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, XXXIX(3), 575–592.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. <https://doi.org/10.2307/2696593>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment 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)
- Nevins D. Baxter. (1967). Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 22(3), 395–403. <https://doi.org/10.2307/2978892>

- O'Brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality and Quantity*, 41(5), 673–690. <https://doi.org/10.1007/s11135-006-9018-6>
- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3), 319–333. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9103-4>
- PÚBLICO. (2017). Porto eleito melhor destino europeu de 2017. [online] Available at: <https://www.publico.pt/2017/02/10/local/noticia/porto-eleito-melhor-destino-europeu-de-2017-1761590> [Accessed 4 Nov. 2018].
- PwC. (2018). European cities hotel forecast 2018 & 2019. [online] Available at: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/hospitality-leisure/publications/european-hotels-forecast.html> [Accessed 4 Nov. 2018].
- 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>
- Varzim, T. (2018). Alojamento e restauração em máximos, mas salários continuam abaixo da média. [online] [Jornaldenegocios.pt](http://jornaldenegocios.pt). Available at: <https://www.jornaldenegocios.pt/economia/conjuntura/detalhe/alojamento-e-restauracao-em-maximos-mas-salarios-continuam-abaixo-da-media> [Accessed 4 Nov. 2018].
- Vieira, E. S., & Novo, A. A. (2010). *A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS PME: EVIDÊNCIA NO MERCADO PORTUGUÊS*.
- Warner, J. B. (1977). Session topic: corporate finance-empirical. *The Journal of Finance*, XXXII(2), 337–347.

Anexos

Variável	Média	Máximo
<i>Ativo Total</i>	972,7548	32236,3100
<i>Volume de Negócios</i>	268,6724	9919,4150
<i>Número de Empregados</i>	4,8384	150,0000

Anexo 1 - Estatísticas Descritivas. Fonte: STATA 12. As unidades das variáveis ativo total e volume de negócios encontram-se em milhares de euros.