



**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)**  
**INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA**

**Impacto das atividades operacionais, investimento e  
financiamento na rentabilidade das empresas do setor de  
Turismo.**

**Márcia Eveline Cardoso Martins**

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança  
Para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Finanças

**Orientação:**

**Prof. Doutora Ana Paula Carvalho do Monte.**

**Prof. Doutor António Borges Fernandes**

**Bragança, outubro, 2024**



**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)**  
**INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA**

**Impacto das atividades operacionais, investimento e  
financiamento na rendibilidade das empresas do setor de  
Turismo.**

**Márcia Eveline Cardoso Martins**

**Orientação:**

**Professora Doutora Ana Paula Carvalho do Monte.**

**Professor Doutor António Borges Fernandes**

**Bragança, outubro, 2024**



## Resumo

O presente estudo tem como principal objetivo compreender a importância das demonstrações de fluxo de caixa para a rentabilidade das empresas, especialmente das que fazem parte do setor de turismo. O setor do turismo em Portugal tem um peso significativo no desenvolvimento económico do país sendo fundamental estudar as empresas que o constitui. Sendo a demonstração de fluxos de caixa um documento obrigatório, para algumas empresas, e atendendo à informação relevante que a mesma nos transmite, pretende-se determinar o impacto que a atividade operacional, de financiamento e investimento tem na rentabilidade das empresas em análise.

Para o efeito recorreu-se aos dados financeiros e não financeiros das empresas em análise, extraídos da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) e do Instituto Nacional de Estatística (INE), para o período de 2016 a 2022. Adicionalmente, foram consultadas fontes complementares, como o site oficial do Turismo de Portugal.

Após a caracterização da amostra procedeu-se à compreensão do impacto das referidas atividades na rentabilidade das empresas do setor de turismo. A população compreendeu um total de 39.800 empresas ativas, totalizando cerca de 278.600 observações que posteriormente, foram aplicadas as técnicas estatística, totalizaram cerca de 44.117 observações em que, 38.479 são das empresas que não possuem a demonstração de fluxo de caixa e 5.638 observações são das empresas que possuem. Os resultados obtidos, avaliados através do *Economic Value Added* (EVA), permitiram concluir que o fluxo de caixa operacionais tem um impacto positivo de 30% na rentabilidade das empresas em estudo, o fluxo de caixa da atividade de financiamento tem um impacto negativo de 15% e atividade de investimento não é estatisticamente significativa. Destaca-se ainda que todos os fluxos de caixa têm impacto na rentabilidade do setor de turismo medido pelo Resultados antes de Juros e impostos (EBIT), bem como a existência de evidências estatísticas para afirmar que as variáveis localização e dimensão tem impacto a nível dos *cash-flows* das atividades operacionais, investimentos e financiamentos na rentabilidade das empresas do setor de turismo.

**Palavras — Chave:** Fluxo de caixa, Atividades operacionais, Atividades de investimento e de financiamento, Localização e Dimensão.

## Abstract

The main objective of this study is to understand the importance of cash flow statements for the profitability of companies, especially in the tourism sector, namely those in the CAE 55 and 56 - Accommodation and food services. To achieve the proposed main objective, the research question guiding this study is: "What is the impact of operating, investment and financing activities on the profitability of tourism companies?". The financial and non-financial data of the companies under analysis were extracted from the Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) database and the Instituto Nacional de Estatística (INE), for the period 2016 to 2022, and were processed using *Excel*® to prepare the sample variables and then analysed using SPSS software. Complementary sources were also consulted, such as the official Turismo de Portugal website.

The first stage of the analysis, focused on characterizing the sample and understanding the impact of operating, investment and financing activities on the profitability of companies in the tourism sector, consisted of an exploratory descriptive analysis. This phase includes the application of univariate statistics to produce detailed descriptive information. The results are presented in frequency tables, both absolute and relative, and included calculations of measures of central tendency, such as the mean, and dispersion, such as the standard deviation, adjusted according to the particularities of the variables studied. The population comprised a total of 39,800 active companies, totalling around 278,600 observations which were then applied to the statistical techniques, totalling around 44,172 observations in which 38,479 are from companies that do not have a cash flow statement, and 5638 observations are from companies that do. The results show that operating cash flow has a positive impact of 30% on the profitability of companies in the tourism sector as measured by Economic Value Added (EVA), financing cash flow has a negative impact of 15% on the profitability of companies in the tourism sector as measured by EVA, and investment cash flow is not statistically significant and is excluded from the analysis through linear regression using the stepwise method. It should also be noted that all cash flows have an impact on the profitability of the tourism sector as measured by Earnings Before Interest and Taxes (EBIT), as well as the existence of statistical evidence to affirm that the location and size variables have an impact on the profitability of companies in the tourism sector in terms of cash flows from operating activities, investments and financing.

**Keywords:** Cash flows, Operating activities, Investing and Financing activities, Location and Size.

## Resumen

El objetivo principal de este estudio es comprender la importancia de los estados de flujo de caja para la rentabilidad de las empresas, especialmente en el sector turístico, concretamente las de las CAE 55 y 56 - Alojamiento y restauración. Para alcanzar el objetivo principal propuesto, la pregunta de investigación que guía este estudio es: «¿Cuál es el impacto de las actividades de explotación, inversión y financiación en la rentabilidad de las empresas turísticas?». Los datos financieros y no financieros de las empresas objeto de análisis fueron extraídos de la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) y del Instituto Nacional de Estadística (INE), para el periodo 2016 a 2022, procesados mediante *Excel*® para la elaboración de las variables muestrales y posteriormente analizados mediante el software SPSS. También se consultaron fuentes complementarias, como el sitio web oficial de Turismo de Portugal.

La primera fase del análisis, centrada en la caracterización de la muestra y en la comprensión del impacto de las actividades de explotación, inversión y financiación en la rentabilidad de las empresas del sector turístico, consistió en un análisis descriptivo exploratorio. Esta fase incluye la aplicación de estadísticas univariantes para producir información descriptiva detallada. Los resultados se presentaron en tablas de frecuencias, tanto absolutas como relativas, e incluyeron cálculos de medidas de tendencia central, como la media, y de dispersión, como la desviación típica, ajustadas en función de las particularidades de las variables estudiadas. La población estaba compuesta por un total de 39.800 empresas activas, que sumaban unas 278.600 observaciones, a las que se aplicaron técnicas estadísticas, que sumaban unas 44.117 observaciones, de las que 38.479 corresponden a empresas que no disponen de estado de flujos de caja y 5.638 a empresas que sí lo tienen. Los resultados muestran que el flujo de caja de explotación tiene un impacto positivo del 30% en la rentabilidad de las empresas del sector turístico medida por el EVA, el flujo de caja de financiación tiene un impacto negativo del 15% en la rentabilidad de las empresas del sector turístico medida por el EVA, y el flujo de caja de inversión no es estadísticamente significativo y se excluye del análisis mediante regresión lineal utilizando el método *stepwise*. Cabe destacar también que todos los flujos de caja tienen impacto en la rentabilidad del sector turístico medida por el EBIT, así como la existencia de evidencia estadística para afirmar que las variables localización y tamaño tienen impacto en la rentabilidad de las empresas del sector turístico en términos de flujos de caja de actividades de explotación, inversiones y financiación.

**Palabras clave:** Flujo de caja, Actividades de explotación, Actividades de inversión y de financiación, Localización y Tamaño.

## **Agradecimentos**

A concretização desta dissertação só foi possível graças ao contributo de várias pessoas que estiveram ao meu lado nesta importante etapa, e às quais quero expressar o meu sincero agradecimento.

Em primeiro lugar, agradeço a Deus e aos meus orientadores, à Professora Doutora Ana Paula Monte e ao Professor Doutor António Borges Fernandes, pela constante disponibilidade, pelo vasto conhecimento, pelas valiosas sugestões e pelo apoio prestado ao longo de todo o processo de elaboração desta dissertação. Agradeço-lhes também por me acompanharem desde a licenciatura, partilhando comigo a sua sabedoria e conhecimento ao longo da minha jornada académica.

À minha família, especialmente à minha mãe, quero agradecer profundamente pela educação, carinho, compreensão, motivação e pelo apoio incondicional em todas as fases da minha vida, assim como pelos sacrifícios feitos para que eu pudesse alcançar esta meta.

Por fim, agradeço a todos os participantes deste estudo, cuja colaboração foi essencial para a sua concretização, bem como a todos aqueles que, de forma direta ou indireta, contribuíram para que este trabalho fosse possível.

## Abreviaturas e/ou Acrónimos

ANOVA - Análise de Variação

CA - Peso do capital alheio

CAE - Classificação das Atividades Econômicas

CFF – Coeficiente do fluxo de caixa de financiamento

CFI - Coeficiente do fluxo de caixa de investimento

CFO- Coeficiente do fluxo de caixa operacional

CI - Capital investido

CST - Costa Satélite do Turismo

EBIT - Lucro Antes de Juros e Impostos

FCF - Fluxo de caixa de financiamento

FCI - Fluxo de caixa de investimento

FCO - Fluxo de caixa operacional

FMI - Fundo Monetário Internacional

DIMI - Dimensão

EVA - *Economic Value Added*

EPS - *Earnings per Share*

IASC - *International Accounting Standards Committee*

INE - Instituto Nacional de Estatística

IAS - International Accounting Standard

Ke - Custo de capital próprio

Kd - Custo de capital alheio

NOPAT - Resultado Operacional Líquido do Imposto

PIB - Produto Interno Bruto

ROA - *Return on assets*

ROE - *Return on Equity*

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SPSS - *Statistical Package for Social Sciences*

t - Taxa de imposto sobre rendimento

UNIAG - Unidade de Investigação Aplicada em Gestão

US GAAP- *United Statesb Generally Accepted Accounting Principles*

VAB - Valor Acrescentado Bruto

VABGT - Valor Acrescentado Bruto Gerado pelo Turismo

WACC - Custo médio ponderado do capital

# Índice

Lista de Figuras .....	vii
Lista de Tabelas.....	viii
Introdução.....	1
1. Fundamentação Teórica.....	3
1.1. Fluxos de caixa — Definição e Tipologia.....	3
1.1.1. Definição .....	3
1.1.2. Tipologia.....	5
1.2. Demonstração de Fluxos de Caixa — Importância para a Gestão de Recursos .....	8
1.3. Análise do Fluxo de Caixa de uma Empresa.....	10
1.3.1. Os fluxos de caixa de uma empresa.....	11
1.3.2. Classificação das entradas e saídas de caixa .....	12
1.4. Performance financeira .....	13
1.4.1. Resultado antes de juros, impostos.....	14
1.4.2. Lucro por Ação (EPS) ou earnings per share .....	15
1.4.3. Rendibilidade do ativo.....	15
1.4.4. Rendibilidade dos capitais próprios .....	16
1.4.5. O valor económico acrescentado .....	17
1.5. Setor do Turismo — Características e Modalidades .....	18
1.6. Estudos Empíricos do Impacto dos Cash-Flows na Rendibilidade .....	24
2. Metodologia de investigação.....	27
2.1. Objetivos de Estudo e Formulação das Hipóteses de Investigação .....	27
2.2. Descrição do Instrumento de Recolha de Dados .....	31
2.3. População versus Amostra .....	32
2.4. Métodos de Tratamento dos Dados.....	34
2.5. Modelo de Análise e Descrição das Variáveis .....	35
3. Análise e Interpretação dos Resultados .....	37
3.1. Caracterização da Amostra.....	37
3.2. Validação das Hipóteses de Estudo .....	44
Conclusões, Linhas de Orientação para Futuras Investigações.....	56
Referências .....	58
Apêndice.....	65

## Lista de Figuras

Figura 1. Fluxo de caixa de empresa.....	12
Figura 2. Variação homóloga da remuneração bruta total mensal média por trabalhador, 2015-2022.....	23
Figura A. 1. Balança Turística Portuguesa, Viagens e Turismo, 2009-2022.....	75

## Lista de Tabelas

Tabela 1: Entradas e saídas de caixa.....	13
Tabela 2. Principais resultados da conta satélite do turismo.....	21
Tabela 3. Número de trabalhadores e remuneração bruta por trabalhador, 2014-2022.....	23
Tabela 4. Comparação das observações entre a população e a amostra.....	33
Tabela 5. Variáveis do estudo.....	36
Tabela 6. Estatística descritiva, sem outliers.....	38
Tabela 7. Localização das empresas por distrito.....	40
Tabela 8. Número de observações por dimensão das empresas e por região.....	41
Tabela 9. Estatística descritiva do EVA, por região.....	42
Tabela 10. Estatística descritiva entre EVA, por dimensão.....	43
Tabela 11. Modelo Regressão linear múltipla entre EVA e FCO e FCI.....	45
Tabela 12. Modelo Regressão linear múltipla entre EBIT e FCO, FCI e FCF.....	47
Tabela 13. Estatística descritiva e comparação das médias regiões e FCO, FCI e FCF.....	49
Tabela 14: Análise das regiões estatisticamente significativas entre si.....	51
Tabela 15. Estatística descritiva e comparação das médias Dimensão e FCO, FCI e FCF.....	53
Tabela 16. Comparações múltiplas -Games Howell para HI <sub>4</sub> – Atividade operacional.....	54
Tabela 17. Comparações múltiplas -Games Howell para HI <sub>4</sub> – Atividade de investimento.....	54
Tabela 18. Comparações múltiplas -Games Howell para HI <sub>4</sub> – Atividade de financiamento.....	55
Tabela A. I. EVA por região e dimensão da empresa.....	65
Tabela A. II. Teste da HI1 pelo método Enter.....	69
Tabela A. III. Modelo Games-Howell.....	69

## Introdução

Ambientes económicos competitivos requerem agilidade nas decisões, especialmente nas de natureza financeira, uma vez que as empresas realizam constantemente transações de compra, venda e investimento, sendo que estas operações exigem a disponibilidade de fundos para a sua realização. As decisões financeiras representam uma grande responsabilidade para assegurar que as empresas se mantenham no mercado, com uma boa “saúde” financeira, permitindo, assim, um controlo eficaz das receitas e despesas, essenciais para garantir o equilíbrio financeiro (Peixoto & Santos, 2021).

O *Cash-flow*, ou fluxo de caixa, é um dos conceitos fundamentais não só no âmbito da contabilidade, em termos estritamente técnicos, mas também, de forma mais ampla, como um conceito crucial para gestão empresarial, sendo particularmente relevante para avaliação e diagnóstico de uma empresa ou de qualquer organização que preste serviços ou forneça bens (Jacquinet, 2019). Ou seja, pode ser definido como a quantidade de dinheiro que uma entidade empresarial possui, garantindo a sua eficiência, estabilidade financeira, solvência, liquidez e imagem (Bukvic & Pavlovic, 2023). Assim, a demonstração de fluxos de caixa resume os movimentos de caixa ocorridos num determinado período, distinguindo os fluxos provenientes das operações normais, dos investimentos e financiamentos negociáveis ao longo desse tempo (Gitman, 2010). Esta demonstração completa o balanço e a demonstração de resultados, permitindo uma análise mais aprofundada da liquidez de uma empresa, nomeadamente na sua capacidade de refinarçar ou liquidar dívidas, manter os dividendos e financiar o crescimento com novos capitais (Deo, 2016). Além disso, quando analisada em conjunto, com outras divulgações e demonstrações financeiras, possibilita a avaliação dos efeitos das transações de caixa, bem como das transações de investimento e financiamento não monetários durante o período fiscal (Gunay & Ecer, 2020).

O turismo é uma atividade em franco crescimento, globalmente, surgindo como uma alternativa de desenvolvimento e crescimento das regiões (Martins et al., 2016). É uma atividade económica fundamental para o crescimento económico e social do país, desempenhando um papel importante na criação de postos de trabalho e no aumento das exportações (Cabral, 2017). Além disso, é um fator essencial para o emprego e a economia em diversos países da União Europeia, sendo que cinco desses países estão entre os dez destinos turísticos mais populares a nível mundial (Rodriguez et al., 2020).

Ao examinar as interações entre atividades operacionais, investimentos e estratégias de financiamento, ele oferece uma base sólida para a tomada de decisões mais informadas e estratégicas no âmbito financeiro. Essa compreensão aprimorada não impulsiona apenas a

maximização da rentabilidade, mas também capacita a formulação de estratégias direcionadas para otimizar os retornos financeiros e, por conseguinte, a rentabilidade global da organização.

Segundo Policarpo & Ferreira (2020), muitas empresas vão à falência por não efetuarem uma gestão adequada dos seus fluxos de caixa. Esta afirmação revela-nos a eficácia e eficiência desta ferramenta como um instrumento de controle financeiro e a necessidade de acompanhar as suas alterações, a fim de deter os possíveis problemas antes que eles apareçam, mantendo, desta forma, a estabilidade financeira da empresa (Policarpo & Ferreira, 2020). A sua crescente importância é reflexo da necessidade de uma compreensão quantitativa da saúde financeira das organizações.

Deste modo, o objetivo principal desta investigação é compreender a importância das demonstrações de fluxo de caixa para a rentabilidade das empresas, especialmente no setor de turismo, nomeadamente as da divisão do CAE 55 e 56 - alojamento e restauração. De modo atingir o objetivo principal proposto, a questão de investigação que orienta esse estudo é: “Qual o impacto das atividades operacionais, de investimento e de financiamento na rentabilidade das empresas do turismo?”. O objetivo principal é, portanto, analisar como estas diferentes atividades influenciam a capacidade financeira das empresas turísticas, baseando-se na análise das suas demonstrações de fluxo de caixa. Os dados recolhidos foram tratados e analisados utilizando técnicas estatísticas, com recurso a métodos descritivos. A recolha de dados, para esta investigação, segue uma abordagem quantitativa, baseando-se em fontes de dados confiáveis e abrangentes. Os dados financeiros e não financeiros das empresas em análise foram extraídos da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) e do Instituto Nacional de Estatística (INE), para o período de 2016 a 2022, sendo tratados com o *Excel*® para preparar as variáveis da amostra e, posteriormente, analisados com recurso ao software SPSS. Adicionalmente, foram consultadas fontes complementares, como o *site* oficial do Turismo de Portugal.

Dada a relevância do tema em estudo, foi elaborada esta dissertação, que se estrutura, além desta introdução e das conclusões, em três pontos principais. No primeiro ponto, após a introdução, é apresentada uma breve revisão de literatura com o objetivo de enquadrar teoricamente o tema, abordando o impacto das atividades operacionais, de investimento e de financiamento na rentabilidade das empresas do setor do turismo, e apresentando os resultados das principais fontes empíricas consultadas. No segundo ponto, descreve-se a metodologia de investigação adotada, com especial enfoque na componente empírica, onde são definidos os objetivos do estudo, as hipóteses de investigação, o instrumento de recolha de dados, os métodos de tratamento dos dados e a amostra utilizada. O terceiro ponto, que antecede as conclusões, dedica-se à apresentação, análise e discussão dos resultados, caracterizando-se a amostra, analisando-se a distribuição das empresas por dimensão e região, bem como o seu desempenho financeiro e operacional. Por fim, efetua-se a apresentação das conclusões do estudo, as suas principais limitações, bem como possíveis linhas de investigação futuras.

## 1. Fundamentação Teórica

Este ponto de enquadramento teórico destaca a ligação entre as atividades operacionais, investimento e financiamento nas empresas do setor do turismo. Explora-se a evolução e importância destes elementos, desde a gestão tradicional até às estratégias mais atuais realçando a relevância das fontes de financiamento e o seu impacto na estabilidade financeira, competitividade e rentabilidade das empresas turísticas. Esta revisão serve de base para o estudo futuro e estabelece a ligação entre os conceitos teóricos e a sua aplicação prática no setor do turismo, fornecendo perceções sobre os desafios e estratégias para alcançar rentabilidade e sustentabilidade.

### 1.1. Fluxos de caixa — Definição e Tipologia

#### 1.1.1. Definição

Ambientes económicos competitivos exigem rapidez nas tomadas de decisões, principalmente na área financeira, já que as empresas continuamente realizam transações de compra, de venda, e de investimentos, cujas operações necessitam que o numerário disponível se concretize. Se as empresas utilizarem o fluxo de caixa, como uma ferramenta de gestão, terão conhecimento antecipado das transações que ocorrerão e evitarão o desempenho financeiro (Inácio, 2007). Assim, o *cash flow* é uma das ferramentas-chave para o planeamento financeiro empresarial. As decisões financeiras têm grandes responsabilidades para manterem a manutenção das empresas no mercado com a sua “saúde” em dia mantendo, desta forma, o controlo eficaz das entradas e saídas de dinheiro para o equilíbrio financeiro (Peixoto & Santos, 2021).

O *cash flow*, ou fluxo de caixa, é um dos conceitos centrais não só da contabilidade, em sentido

estritamente técnico, como, num sentido mais lato — um conceito fulcral da gestão das empresas, nomeadamente para avaliar e diagnosticar uma empresa ou qualquer organização que presta serviço ou fornece bens (Jacquinet, 2019). O autor ressalta a significância do *cash flow* como um conceito de extrema importância tanto na esfera contabilística, com o seu valor técnico inquestionável, no âmbito mais abrangente da gestão empresarial, independentemente do tipo de serviço ou produtos fornecidos.

Gitman (2010), considera que os fluxos de caixa são como o sangue que corre pelas veias das empresas, correspondendo ao foco principal do gestor financeiro, seja na gestão das finanças rotineiras, seja no planeamento e tomada de decisões a respeito da criação de valor para o acionista. Ainda neste sentido, Jacquinet (2019) acrescenta que o *cash flow*, como dinheiro que entra e sai de uma empresa, num período específico sendo também denominado de fluxo de tesouraria.

Deste modo, o mapa de fluxo de caixa é um instrumento que permite demonstrar as operações financeiras realizadas pela empresa, facilitando a análise e decisão na utilização dos recursos financeiros disponíveis. Este mapa permite ainda, ao gestor financeiro, ter uma visão clara da época em que ocorreram as entradas e saídas de caixa, através da projeção das entradas e das saídas decorrentes da atividade operacional da empresa para o período desejado. Acaba por ser essencial para a gestão do disponível e sucesso da empresa, em termos de planeamento e controle financeiros (Simões, 2009). O autor ressalta ainda que toda a ação realizada por uma empresa se resume à entrada e saída de dinheiro e é nesse jogo de entra e sai que o mapa do fluxo de caixa é importante, uma vez que nos ajuda a perceber antecipadamente se existem excesso ou deficiência de recursos.

Assim, os fluxos de caixa podem ser definidos como a quantidade de dinheiro que uma entidade empresarial possui e que garante a sua eficiência, estabilidade financeira, solvência, liquidez e imagem (Bukvic & Pavlovic, 2023). Para Wippch (2009), fluxo de caixa é o instrumento pelo qual se apura o resultado entre o fluxo de entradas e o fluxo de saídas, num determinado período, em moeda corrente, ou também definido como o conjunto de procedimentos que permite avaliar as decisões pertinentes à administração de recursos financeiros antes que elas ocorram. Além disso, o fluxo de caixa não se restringe simplesmente ao controle de entradas e saídas de dinheiro, consiste em fornecer informações pertinentes, sobre o recebimento e pagamentos de uma empresa ao longo de um período, permitindo aos utilizadores avaliar como a empresa pode gerir aos seus recursos para satisfazer as suas necessidades (Gaboardi et al., 2020), e também auxilia na antecipação de decisões cruciais da empresa, como planeamento de novos investimentos que podem trazer melhorias e crescimento organizacional futuro (Peixoto & Santos, 2021).

Em suma, o mapa de fluxos de caixa é o principal relatório que fornece informações sobre os recebimentos de caixa, os pagamentos de caixa e as alterações no valor líquido das atividades operacionais, de investimento e de financiamento durante um determinado período, sendo esta informação útil para avaliar a capacidade da entidade para gerar caixa e equivalentes de caixa,

permitindo aos utilizadores desenvolver modelos para avaliar e comparar o valor atual dos fluxos de caixa futuros de diferentes entidades, melhorando também a comparabilidade do relato e o desempenho operacional por diferentes entidades, uma vez que elimina os efeitos do uso de diferentes tratamentos contabilísticos para as mesmas transações e acontecimentos (Harianto et al., 2023).

### 1.1.2. Tipologia

A principal origem do fluxo de caixa das empresas provém não apenas das suas atividades operacionais principais, tais como da venda de mercadorias e produtos, prestação de serviços e produção de produtos, sendo essas as principais formas de criação de recursos financeiros nas empresas (receita) (Santos et al., 2021).

A Diretriz Contabilística n. °14 classifica os fluxos de caixa em três grandes atividades, a saber:

- Atividades operacionais;
- Atividades de investimentos;
- Atividades de financiamento.

Os fluxos de caixa e as alterações nos ativos e passivos correntes (exceto atividades de financiamento), etc., relacionados com as atividades operacionais são designados como fluxos de caixa das atividades operacionais ou fluxos de caixa operacionais. O investimento líquido em capital, sendo a soma das entradas provenientes da venda de ativos e das saídas provenientes da aquisição de ativos fixos, é designado como fluxos de caixa das atividades de investimento ou fluxo de caixa de investimento (Bukvic & Pavlovic, 2023).

#### **Fluxo de caixa operacional**

Os fluxos de caixa operacional constituem as entradas e saídas de caixa diretamente relacionado à venda e produção de bens (Gitman, 2010). As atividades operacionais são compostas pelas principais atividades de produção de receitas da entidade empresarial. Estas operações requerem a produção e a venda de bens e a prestação de serviços e despesas, sendo as receitas relativas e estas consideradas na determinação dos rendimentos ou prejuízos operacionais na demonstração dos resultados (Takhtaei & Karimi, 2017). Os mesmos autores ainda defendem que os fluxos de caixa operacionais consistem basicamente em entradas e saídas de caixa relacionados com as operações mencionadas, sendo o último valor apresentado na secção de fluxos de caixa das atividades operacionais das demonstrações dos fluxos de caixa.

Na opinião de Macedo et al., (2012) o fluxo de caixa operacional envolve todas as atividades relacionadas com a produção e entrega de bens e serviços e os eventos que não sejam definidos como atividades de investimento e financiamento. Normalmente, relacionam-se com as transações que aparecem na demonstração de resultados.

Segundo *Statement of Cash Flow* (IAS) 7 os fluxos de caixa das atividades operacionais são principalmente derivados das principais atividades geradoras de rendimento da entidade. Por,

são geralmente consequências de transações e outros acontecimentos que entram na determinação dos resultados. São exemplos de caixa de atividades operacionais, os seguintes fluxos:

- a) recebimentos de caixa provenientes da venda de bens e das prestações de serviços;
- b) recebimentos de caixa provenientes de *royalties*, honorários, comissões e outros réditos;
- c) pagamentos de caixa a fornecedores de bens e serviços;
- d) pagamentos de caixa a e a favor de empregados;
- e) ~~[excluído]~~
- f) pagamentos ou restituições à vista referentes a impostos sobre a renda, a menos que possam ser especificamente associados a atividade de financiamento e de investimentos; e
- g) recebimentos e pagamentos à vista decorrentes de contratos mantidos para fins de negociação ou comercialização.

A Diretriz Contabilística n.º 14 apresenta diversos exemplos de operações classificadas nos mencionados tipos de atividades. Quanto às atividades operacionais refere ainda que:

«Algumas transações, tal como a alienação de um elemento do imobilizado, originam ganhos ou perdas incluídas na demonstração dos resultados. Contudo, os fluxos de caixa relacionados com estas transações são classificados como pertencentes a atividades de investimento.

A aquisição de títulos para fins de transação tem tratamento idêntico aquele dado aos bens adquiridos para a venda; por conseguinte, os fluxos de caixa originados por compra ou venda destes títulos são classificados como atividades operacionais.» (Diretriz Contabilística n.º 14, 1992).

A quantia de fluxos de caixa provenientes de atividades operacionais é um indicador-chave de quanto as operações da entidade geraram fluxos de caixa suficientes para pagar empréstimos, manter a capacidade operacional da entidade, pagar

dividendos e efetuar novos investimentos, sem recurso a fontes externas de financiamento (IAS 7, §13). É também importante destacar que as informações acerca dos componentes específicos dos fluxos de caixa operacional históricos são úteis para a previsão de futuros fluxos de caixa operacionais (IAS 7 §13).

Desta forma, compreende-se que a informação gerada pelo fluxo de caixa das operações é valorizada pelos utilizadores das informações contabilísticas, pelo mercado de capitais e ajuda na valoração de ativos e na definição dos preços das ações (Araújo & Ribeiro, 2020).

### **Fluxo de caixa de investimento**

Os fluxos de caixa de investimento são os fluxos associados à compra e venda tanto de ativos imobilizados quanto de participações societárias em outras empresas (Gitman, 2010), sendo consideradas também a venda de outros investimentos não classificados nos equivalentes de caixa, como, por exemplo, aquisição ou venda de participações em outra empresa (Araújo, 2017).

A informação relativa aos fluxos de caixa de atividades de investimento é relevante, posto que representa a extensão dos dispêndios feitos para obtenção de recursos que tenham em vista gerar resultados e fluxos de caixa futuros (IAS7, 2017). Apresentam-se seguidamente exemplos de fluxos de caixa originados por uma atividade de investimento, de acordo com a referida norma:

- a) pagamento de caixa para aquisição de ativos tangíveis, intangíveis e outros ativos a longo prazo. Estes pagamentos incluem os relacionados com custos de desenvolvimento capitalizados e ativos fixos tangíveis autoconstruídos;
- b) recebimentos de caixa por vendas de ativos tangíveis, intangíveis e outros ativos a longo prazo;
- c) pagamentos de caixa para aquisição de instrumentos de capital próprio ou de dívida de outras entidades e de interesses em empreendimentos conjuntos (que não sejam pagamentos de instrumentos considerados equivalentes de caixa ou detidos para fins negociáveis ou comercializáveis);
- d) recebimentos de caixa de vendas de instrumentos de capital próprio ou de dívida de outras entidades e de interesses em empreendimentos conjuntos (que não sejam recebimentos dos instrumentos considerados equivalentes de caixa e dos detidos para fins de negociação ou de comercialização);
- e) pagamentos de caixa provenientes do reembolso de adiantamentos e de empréstimos feitos a outras partes (que não sejam adiantamentos e empréstimos feitos por uma instituição financeira);
- f) recebimentos de caixa provenientes do reembolso de adiantamentos e de empréstimos feitos a outras partes (que não sejam adiantamentos e empréstimos de uma instituição financeira);
- g) pagamentos de caixa relativos a contratos de futuros, contratos de *forwards*, contratos de opção e contratos de *swap*, exceto quando os contratos sejam mantidos para fins de negociação ou de comercialização, ou os pagamentos sejam classificados como atividades de financiamento; e
- h) recebimentos de caixa de contratos de futuros, contratos *forwards*, contratos de opção e contratos de *swap*, exceto quando os contratos sejam mantidos para fins de negociação ou de comercialização, ou os recebimentos sejam classificados como atividades de financiamento.

Quando um contrato for registado como cobertura de uma posição identificável, os fluxos de caixa do contrato serão classificados da mesma maneira que os fluxos de caixa da posição que esteja a ser coberta.

Em suma, o investimento líquido em capital, sendo soma dos fluxos de entradas das vendas de ativos fixos e dos fluxos de saída da aquisição de ativos fixos, é denominado fluxos de caixa das atividades de investimento ou fluxos de caixa de investimento (Gunay & Ecer, 2020).

## **Fluxo de caixa de financiamento**

Os fluxos de caixa de financiamento são os resultantes de transações de financiamento com capital de terceiros (dívidas) ou capital próprio. Ao contrair dívidas de curto ou longo prazo, a empresa recebe uma entrada de caixa correspondente ao valor financiado. Por outro lado, quando quita essas dívidas, ocorre uma saída de caixa, relacionada ao pagamento dos valores devidos (Gitman, 2010).

O investimento líquido em capital, a soma dos fluxos de entrada das vendas de ativos e dos fluxos de saída da aquisição de ativos fixos, é denominado fluxos de caixa das atividades de investimento ou fluxos de caixa de investimento (Gunay & Ecer, 2020).

A Diretriz Contabilística n.º 14 define como resultados de alterações na extensão e composição dos empréstimos obtidos e do capital próprio da empresa e, as informações sobre a capacidade de serem reembolsados.

Segundo a Diretriz Contabilística N.º 14, os exemplos a seguir ilustram fluxos de caixa associados a atividades de financiamento:

1. Recebimentos provenientes da realização de ações (quotas), prêmios de emissão e prestações suplementares;
2. Pagamentos por aquisição de ações (quotas) próprias, redução do capital ou amortização de ações (quotas);
3. Reembolso dos empréstimos obtidos; e
4. Pagamentos das amortizações relativas a contratos de locação financeira.

## **1.2. Demonstração de Fluxos de Caixa — Importância para a Gestão de Recursos**

A história do relatório de fluxos de caixa remonta a 1863, quando a *Dowlais Iron Company*, tendo recuperado de um colapso econômico e apesar de gerar lucros, não tinha dinheiro para investir em novos altos-fornos, uma situação que o diretor da empresa esclareceu através do relatório financeiro, designado por ele como “uma comparação do balanço” (Pavlović et al., 2021). Ainda de acordo com Pavlović et al. (2021), o ano 1971 é o ano-chave na história do desenvolvimento dos relatos de caixa, quando, nos EUA, a *Financial Accounting Standards Board* (FASB) estabeleceu regras que impuseram a elaboração de uma “demonstração de fluxos de caixa” como um componente obrigatório das contas finais, segundo as formas contabilísticas geralmente aceites, conhecidas como *United Statesb Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP), integrando-a como parte essencial da conta final. No que diz respeito à regulamentação europeia, o *International Accounting Standards Committee* (IASC) adotou em 1977 a norma IAS 7 - demonstração dos fluxos de fundos, que se referia à elaboração das alterações da posição financeira e, na mesma norma, foi revista e publicada em 1992, sob a

rubrica demonstração dos fluxos de caixa, aplicada para elaboração e apresentação de demonstrações financeiras desde 1994.

A demonstração dos fluxos de caixa é considerada uma das principais demonstrações financeiras consideradas obrigatórias a serem apresentadas nas normas contábilísticas, contendo informações sobre os recebimentos e pagamentos em numerários durante o ano fiscal que auxiliam os utilizadores na previsão de fluxos de caixa futuros (Gheshlaghi et al., 2014).

Segundo a Diretriz Contabilística n.º 14, a demonstração dos fluxos de caixa, quando apresentada junto com outros relatórios financeiros, ajuda os usuários a entender melhor as mudanças na estrutura financeira da empresa, assim como sua capacidade de pagar dívidas a curto e longo prazo e gerar dinheiro. Isso é importante para que a empresa possa se adaptar a mudanças e aproveitar oportunidades no mercado, garantindo mais flexibilidade financeira. A demonstração de fluxo de caixa resume os fluxos de caixa ocorridos no período em questão, permite distinguir os fluxos de caixa das operações, de investimentos e de financiamentos da empresa, conciliando-os com as variações do caixa e títulos negociáveis durante o período (Gitman, 2010). Especificamente, a demonstração dos fluxos de caixa complementa as demonstrações de resultados e o balanço, permite uma melhor análise de liquidez de uma empresa, facilita a transparência financeira e ajuda a avaliar as práticas de gestão de caixa de uma empresa, incluindo a sua capacidade para refinarçar ou pagar a sua dívida, manter os seus dividendos atuais e financiar o crescimento com novos capitais (Deo, 2016). Além disso, quando utilizado com as divulgações conexas e outras demonstrações financeiras, permite avaliar os efeitos na posição financeira de uma empresa não só das suas transações de caixa, mas também das transações de investimento e financiamento que não sejam de caixa durante o período fiscal (Gunay & Ecer, 2020).

Deste modo, as demonstrações dos fluxos de caixa são essenciais para avaliar os fluxos de caixa passados como os futuros. A sua incerteza e o valor de mercado das empresas, sendo a análise dos fluxos de caixa previsional é crucial na avaliação e análise de investimentos empresarial, explorando a informação contida nas demonstrações de fluxos de caixa, incluindo os fluxos das atividades operacionais, de investimento e de financiamento. Permite ainda analisar os seus efeitos no valor da empresa (Ni et al., 2019), em que o principal objetivo é classificar e divulgar informações sobre os fluxos de entrada e saída de caixa das empresas conforme os seus tipos de atividades (Urazov, K. B.; Shirinov, 2023)

Verifica-se deste modo que, a demonstração dos fluxos de caixa tem um papel importante na avaliação do desempenho financeiro de uma empresa, uma vez que o lucro, na demonstração de resultados, pode resultar em duas possibilidades na demonstração de fluxo de caixa — um fluxo de tesouraria positivo, indicando que a empresa dispõe de um montante em numerário, ou um fluxo de tesouraria negativo, que significa não haver mais dinheiro na empresa, sendo por esta razão que a importância da demonstração do fluxo de caixa consiste em garantir a liquidez da organização (Hariant et al., 2023).

As informações fornecidas pelas demonstrações de fluxos de caixa são utilizadas pelas partes

interessadas para avaliar a capacidade de uma empresa para gerar futuros fluxos de caixa líquidos, cumprir as suas obrigações, pagar dividendos e as suas necessidades de financiamento externo, enquanto demonstra as razões da diferença entre o resultado líquido e os respetivos recebimentos e pagamentos de caixa (Gunay & Ecer, 2020). A demonstração de fluxo de caixa, foi concebida principalmente para colmatar a lacuna entre a contabilidade de exercício tradicional e a compreensão das atividades de tesouraria de uma empresa, o que se deve ao facto de a contabilidade de exercício não fornecer informações relevantes para avaliara o montante, o momento e a incerteza dos fluxos de caixa futuros (Bukvic & Pavlovic, 2023).

Deste modo, permite avaliar as entradas e saídas de dinheiro de diferentes atividades da empresa e entender como cada uma contribuiu para o resultado financeiro. Com base no fluxo de caixa líquido, é possível ver quais atividades tiveram impacto positivo ou negativo no saldo final de caixa ao fim do período. e saídas (Pavlović et al., 2021).

### **1.3. Análise do Fluxo de Caixa de uma Empresa**

A análise dos resultados empresariais e da eficiência da utilização dos recursos disponíveis é uma tarefa constante de todas as entidades empresariais, que requer a consideração dos vários aspetos dos processos empresariais complexos e a utilização de mais soluções metodológicas, pressupondo uma boa gestão e o conhecimento das realizações científicas e profissionais modernas, incluindo a análise financeira (Bukvic & Pavlovic, 2023). A análise das demonstrações financeiras é uma disciplina que aplica técnicas e ferramentas específicas às demonstrações financeiras na tentativa de explorar e determinar quais as causas que levaram uma organização a sua situação atual (Arimany & Viiladecans, 2016), ou seja, a análise do desempenho financeiro ajuda as empresas em funções eficazes de tomada de decisão, planeamento e auditoria (Gunay & Ecer, 2020).

Ao procurar crescimento em termos de dimensão de ativos e outros parâmetros contabilísticos, os gestores geralmente dedicam esforços maiores para determinar o que deve ser feito, como deve ser feito e quando deve ser feito, onde a gestão de fluxo de caixa é uma das estratégias frequentemente formuladas, sendo fundamental avaliar a influência da gestão do fluxo no desempenho financeiro (Etim et al., 2022). A gestão do fluxo de caixa envolve exercícios escolhidos para manter o equilíbrio entre receitas e despesas (Mirnezami et al., 2020). Segundo (Pavlović et al., 2021), as demonstrações financeiras evidenciam um conjunto de informações sobre a posição financeira, desempenho, mudanças no capital e fluxos de caixa de uma empresa e representam um conjunto funcional e temporal de processos empresariais que acorreram numa empresa e, como tal, constituem a base de qualquer análise racional.

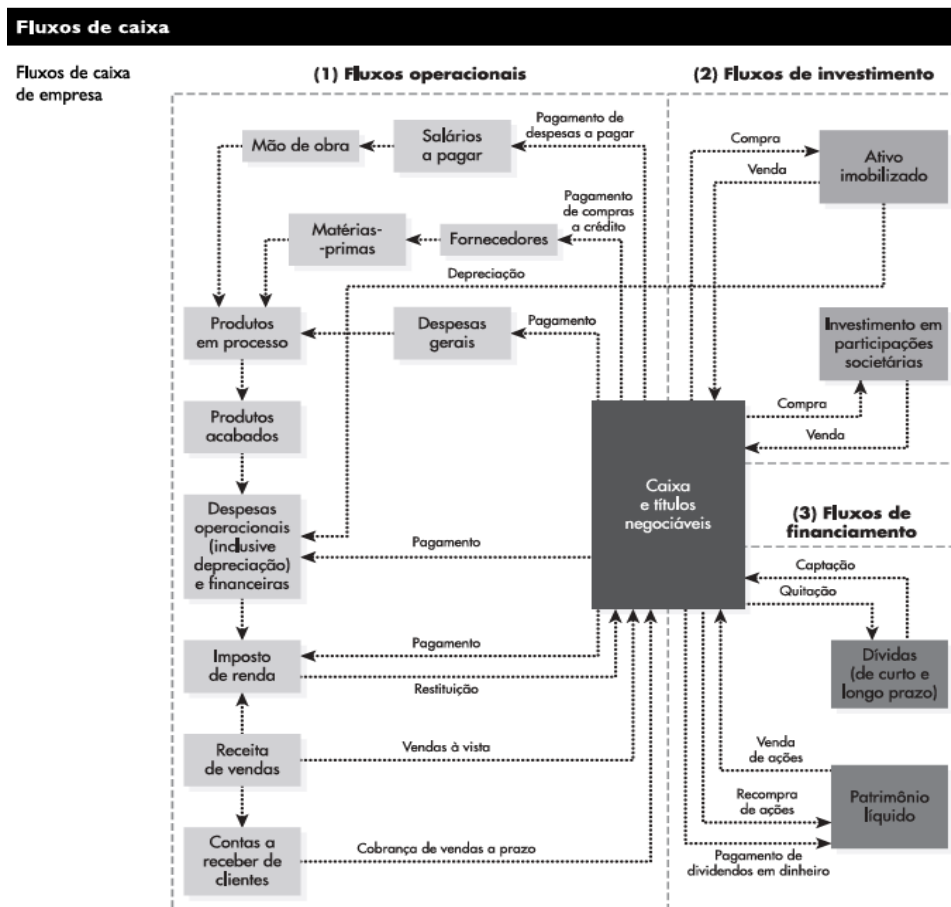
### 1.3.1. Os fluxos de caixa de uma empresa

Qualquer empresa, independente da escala das suas atividades, gere os fluxos de caixa como uma das áreas da sua atividade financeira, uma vez que a solvência e estabilidade da empresa na totalidade dependem do seu funcionamento (Soboleva et al., 2018). No entanto, segundo um estudo seminal feito por (Gupta, 2023), demonstra que, à medida que aumenta a diferença de custos entre o financiamento interno e externo, o investimento torna-se sensível à liquidez interna, ou seja, ao fluxo de caixa.

Os fluxos de caixa de uma empresa, como se verifica na Fig. são conjuntos de fundos que a empresa consagra aos seus ativos fixos, existências, contas a receber e títulos negociáveis que conduzem ao lucro da empresa (Harianto et al., 2023). Conforme Gitman (2010, p. 98–99):

«Os fluxos de caixa da empresa, podem ser divididos em (1) fluxos operacionais, (2) fluxos investimentos e (3) fluxos de financiamento. Os fluxos operacionais constituem as entradas e saídas de caixa diretamente relacionadas à venda, os fluxos de caixa de investimento representam os fluxos de caixa associados à compra e venda de ativo imobilizado e investimentos em participações societárias. Evidentemente, as transações de compra resultam em saídas de caixa e as de venda, em entradas de caixa. Os fluxos de financiamento provêm de transações financeiras com capital de terceiros (dívidas) ou capital próprio. Incurrir em dívidas de curto prazos resulta numa entrada de caixa correspondente; a equitação de dívidas resulta em saída de caixa. Da mesma forma, a venda de ações da empresa resulta em entrada de caixa, enquanto a recompra de ações ou distribuição de dividendos em dinheiro geram saídas de caixa.»

Figura 1. Fluxo de caixa de empresa.



Fonte: Adaptado de Gitman (2010, p. 98).

### 1.3.2. Classificação das entradas e saídas de caixa

O que a demonstração dos fluxos de caixa transmite, na prática, é resumir as entradas e saídas de caixa durante um dado período (Gitman, 2010), em que os gerentes usam essas informações com o orçamento de caixa ao prever as posições de caixa da empresa (Deo, 2016).

As principais fontes de entrada de recursos são as vendas, os alugueres, os empréstimos, os resgates de aplicações financeiras, entre outros. Por outro lado, as principais fontes de saída de recursos são as despesas operacionais da entidade, a amortização de empréstimos, os pagamentos de impostos, os pagamentos aos fornecedores, as compras de mercadorias e qualquer saída de dinheiro (Azevedo, 2012). Gitman (2010), ressalta que é conveniente fazer algumas observações (ver Tabela 1) a respeito da classificação das entradas e saídas, a saber:

- i) A redução de um ativo, como saldo de caixa da empresa, constitui uma entrada de caixa, isso porque o dinheiro retido é liberto e pode ser aplicado em outras finalidades, tal como o pagamento de empréstimos. Por outro lado, um aumento do saldo de caixa é uma saída de caixa, pois um volume maior de dinheiro é imobilizado no saldo de caixa da empresa, ou seja, mesmo sem um fluxo físico de dinheiro saindo, este cenário é

considerado uma “saída” de caixa, pois o capital está preso sem agregar valor.

- ii) A depreciação (assim como amortização e a exaustão) é uma despesa não reembolsável ou custo não pago — trata-se de uma despesa registrada na demonstração de resultados, mas que não implica um desembolso efetivo de caixa durante o período. Uma vez que protege a empresa de imposto ao reduzir o rendimento tributável, os custos não pagos são considerados entradas de caixa.

**Tabela 1:** Entradas e saídas de caixa.

Entradas e saídas de caixa	
Entradas (fontes)	Saídas (usos)
Redução de qualquer ativo	Aumento de qualquer ativo
Aumento de qualquer passivo	Redução de qualquer passivo
Lucro líquido depois do imposto de renda	Prejuízo líquido
Depreciação e outras despesas não desembolsáveis	Pagamento de dividendos
Vendas de ações	Recompra

Fonte: Adaptado de Gitman (2010).

- i) Como referido anteriormente, uma empresa pode registrar um prejuízo líquido (lucro líquido negativo após o imposto sobre o rendimento) e, ainda assim, apresentar um fluxo de caixa operacional positivo, se a depreciação (e outras despesas não pagas) do período forem superiores ao prejuízo líquido. Por essa razão, na demonstração dos fluxos de caixa, o lucro (ou prejuízo) líquido após o imposto sobre o rendimento e a depreciação (e outras despesas não pagas) são tratados como lançamentos separados.
- ii) Como a depreciação é tratada como uma entrada de caixa em separado, apenas as variações brutas, e não líquidas, do ativo não correntes são apresentadas na demonstração dos fluxos de caixa. Esse tratamento previne o risco de dupla contagem da depreciação.

Os lançamentos diretos de variações nos lucros acumulados não são incluídos na demonstração dos fluxos de caixa. Em vez disso, os lançamentos que afetam os lucros acumulados são contabilizados como lucros ou prejuízos líquidos após os impostos sobre o rendimento e como dividendos pagos.

## 1.4. Performance financeira

O conceito *performance* está diretamente relacionado com o conceito de desempenho (Fernandes, 2022). A *performance* financeira é um dos meios através dos quais a gestão pode cumprir os seus deveres para com os investidores e alcançar os objetivos da empresa, em que o objetivo é conhecer o sucesso financeiro da empresa, especialmente as condições de liquidez, a adequação de capital e a rentabilidade alcançada no ano (Pompeng & Rambak, 2022). Expandindo essa ideia, a *performance* financeira é uma medida subjetiva de quão bem uma empresa utiliza os ativos do seu principal modo de negócio para gerar receitas (Gofwan, 2022).

O mesmo autor acrescenta ainda que, o termo também pode ser usado como uma medida geral da posição de saúde financeira de uma empresa ao longo de um determinado período, a sua comparação num intervalo de tempo e ser utilizado para comparar empresas semelhantes dentro da mesma indústria ou para comparar indústrias ou setores de forma agregada.

É fundamental compreender que as operações diárias de uma empresa não só afetam o seu ambiente físico, mas também têm implicações financeiras significativas. Nesse contexto, a *performance* financeira é um indicador-chave ou reflexo de todas as outras atividades que ocorreram fisicamente nas empresas, mas que têm impacto nas finanças das empresas (Verma & Kumar, 2024).

Segundo Fernandes (2022), sustenta que as organizações devem realizar avaliações regulares do seu desempenho por várias razões, entre elas:

- i) Ajudar os investidores a estabelecerem as suas expectativas quanto ao potencial de rentabilidade de futura das organizações;
- ii) Oferecer um retorno informativo sobre o alcance dos seus objetivos;
- iii) Estabelecer as funções para um plano de recompensas apropriado, baseado na realização dos objetivos previamente definidos.

De acordo com Neely (1999), as empresas que se destacam na sua indústria, que apresentam desempenhos financeiros excepcionais e que são líderes eficazes na gestão da mudança, distinguem-se pelas seguintes características:

- i) Tem medidas acordadas que os gestores compreendem;
- ii) Equilibram a medição financeira e não financeira;
- iii) Fazem ligações entre as medidas estratégicas e as operacionais;
- iv) Atualizam regularmente o seu quadro estratégico de desempenho;
- v) Comunicam claramente as medidas e o progresso a todos os colaboradores.

Em suma, a *performance* financeira não apenas reflete a capacidade de uma empresa em atingir a rentabilidade e sustentar operações eficazes, mas também serve como um indicador essencial para medir o sucesso organizacional, orientando os investidores e gestores nas suas decisões estratégicas futuras.

#### **1.4.1. Resultado antes de juros, impostos**

O resultado antes de juros e impostos (EBIT), é uma medida de desempenho financeiro que indica os lucros de uma empresa antes da dedução de juros e impostos. Assim, o EBIT constitui um indicador da rentabilidade operacional da empresa, excluindo quaisquer encargos financeiros associados ao endividamento. Por outras palavras, representa o resultado antes de contabilizar os custos de capital alheio e a carga fiscal sobre os lucros (Macedo et al., 2012). Esta medida de desempenho financeiro é utilizada para medir a margem operacional da empresa, ou seja, a

eficiência com que a empresa transforma as suas receitas em lucro operacional, sem considerar as variáveis financeiras (juros) e fiscais (impostos) (D'Ecclesia et al., 2024).

### 1.4.2. Lucro por Ação (EPS) ou earnings per share

O lucro por ação ou *Earnings per Share* (EPS), é um indicador relevante, amplamente utilizado por investidores atuais e potenciais, para medir a rentabilidade da empresa. O objetivo das informações sobre o lucro básico por ação é fornecer uma medida das participações de cada ação ordinária de uma controladora no desempenho da entidade ao longo do período de relatório (IAS 33, 2014). Este indicador revela-se igualmente útil na avaliação da cotação das ações ordinárias, bem como na análise da capacidade da empresa para assegurar e distribuir dividendos (Fernandes, 2022).

De acordo com o parágrafo 10 da Norma Internacional de Contabilidade (IAS) 33, o lucro líquido por ação pode ser calculado dividindo o lucro líquido atribuível aos titulares de ações ordinárias da controladora (o numerador) pelo número médio ponderado de ações ordinárias em circulação durante o período (dominador) de acordo com a Equação 1:

$$EPS = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de Ações}} \quad [1]$$

Este é um indicador frequentemente preferido em relação à rentabilidade sobre o investimento, uma vez que proporciona uma avaliação mais direta do valor dos títulos, sem estar condicionado por critérios contabilísticos de avaliação. É amplamente utilizado pelos analistas financeiros para avaliar o desempenho económico da gestão e projetar o potencial de crescimento da empresa (Fernandes, 2022).

### 1.4.3. Rentabilidade do ativo

As empresas desempenham um papel fundamental na maximização dos objetivos definidos para alcançar o nível de rentabilidade esperado. Os índices de rentabilidade são índices que medem a eficácia geral mostrados na dimensão do nível de lucros obtidos por vendas e investimento (Hertina & Saudi, 2019). A rentabilidade do ativo (ROA) ou *return on assets* é um indicador que permite determinar o lucro da empresa calculado a partir de um determinado período (Amelia & Sunarsi, 2020). Partindo da mesma ideia, Fernandes (2022), afirma que é um indicador considerado mais adequado para avaliar o desempenho económico de uma empresa, dado que não é influenciado pela sua estrutura de financiamento.

Um elevado ROA, aumentará a atratividade para os investidores, resultando assim num aumento do preço das ações, assim deste modo a rentabilidade do ativo tem um efeito positivo no retorno das ações (Hertina & Saudi, 2019). Todas as empresas tentam manter elevado valor do seu ROA, pois quanto maior for o valor do ROA, significa que a empresa utiliza os seus ativos para obter

lucros (Sani & Annisa, 2020). Este indicador é determinado pela divisão entre o resultado líquido e valor contábilístico dos ativos, conforme a Equação 2:

$$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Valor Contábilístico dos Ativos}} \quad [2]$$

Este indicador é utilizado para avaliar o desempenho financeiro de uma empresa. Os investidores podem determinar o sucesso da empresa com base na medição do lucro líquido gerado pela empresa através da utilização dos ativos (Ilmiah et al., 2023). Uma boa gestão de ativos terá um impacto no aumento do crescimento da empresa e o lucro gerado será crescente.

#### 1.4.4. Rendibilidade dos capitais próprios

A rendibilidade dos capitais próprios (ROE) ou *return on equity* é um indicador para medir o lucro líquido após impostos relativamente ao capital próprio (Amelia & Sunarsi, 2020), é considerado um indicador útil para comparar a lucratividade de uma empresa com outras empresas do mesmo setor (Fernandes, 2022). Este indicador, é calculado pela divisão entre o lucro líquido o património líquido (ver Equação 3), descreve a capacidade da empresa para proporcionar lucros aos acionistas ordinários (proprietários de capital), mostrando o rendimento líquido disponível para o capital do acionista utilizado pela empresa (Sani & Annisa, 2020).

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Património Líquido}} \quad [3]$$

O ROE é considerado um indicador essencial para avaliar o desempenho financeiro de uma empresa, indicando quão eficientemente o capital dos acionistas é usado para produzir lucros. Contudo, as opiniões sobre as consequências e o significado de um ROE elevado divergem entre os especialistas. Um valor excessivamente elevado do indicador pode também significar um capital social reduzido, que deve mobilizar o acionista para adequar o capital social à dimensão da empresa (Bunea et al., 2019). Nesse contexto, um ROE muito elevado é visto como um alerta para os acionistas ajustarem o capital social à dimensão da empresa, sugerindo que um equilíbrio deve ser encontrado para evitar riscos financeiros desnecessários.

Em contraste, Sani e Annisa (2020), apresentam uma visão mais otimista do ROE elevado, descrevendo-o como um indicador do sucesso da empresa em gerar lucros a partir do seu capital próprio. Estes autores argumentam que um aumento do ROE pode aumentar significativamente o valor de mercado da empresa, impactando positivamente o preço das ações. Assim, um ROE alto, é interpretado como um sinal de eficiência operacional e de atração para investidores e acionistas, refletindo uma gestão eficaz e uma utilização produtiva do capital investido.

Essa mesma ideia é sustentada por (Fernandes, 2022), que este indicador deve ser avaliado em comparação com o custo de oportunidade dos acionistas, isso significa que para gerar o valor

num determinado período, a rentabilidade para os acionistas precisa exceder a rentabilidade esperada das ações, atuando assim acima das suas expectativas. Com o alto preço das ações, os investidores obterão um retorno sob a forma de ganhos de capital, pelo que a imagem da empresa é muito influente para os investidores (Ratnaningtyas, 2021).

Em suma, a rentabilidade dos capitais próprios é um indicador financeiro que avalia a capacidade do capital próprio de uma empresa para gerar lucros para todos os acionistas, incluindo os acionistas ordinários e preferenciais. Um valor de ROE mais elevado tende a atrair investidores para investirem na empresa, uma vez que significa um bom desempenho, conseqüentemente, o preço das ações da empresa é suscetível de ser também elevada (Renaldo et al., 2023).

#### 1.4.5. O valor económico acrescentado

O valor económico acrescentado também denominado por *economic value added* (EVA) é uma medida fundamental de desempenho corporativo que indica a eficiência da gestão em transformar o limite máximo dos investidores em lucros, ou seja, criar valor (Shad et al., 2019).

O EVA é um indicador mais completa, uma vez que mede o valor económico real gerado pela empresa depois de deduzir todos os custos, incluindo a reposição de ativos e a garantia de retorno justo aos investidores (Stewart, 2019). Este autor realça ainda que as empresas que utilizam esse indicador, poderão ser avaliadas com maior precisão e com um entendimento mais profundo dos fatores que determinam o seu valor. Também poderão usar o EVA como ferramenta mais eficaz para monitorizar as suas empresas em carteira e manter-se a par do seu desempenho, bem como mediar o desempenho dos gestores.

De acordo com Fernandes (2022), o EVA tem-se afirmado vigorosamente, ao longo das décadas, como a ferramenta principal de desempenho para avaliar a eficiência da gestão financeira e do controlo de resultados. Além disso, tem ganho destaque como instrumento crucial na definição de orçamento de capital e na análise de investimento. Ao deduzir a carga de capital, o EVA reserva automaticamente o lucro que deve ser obtido em cada período para recuperar o valor do capital que foi ou será investido. Aumentar o EVA é por definição, aumentar o valor atual líquido da empresa, o preço das ações e o retorno total para o acionista (Stewart, 2019).

O EVA pode ser calculado usando a seguinte Equação 4:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{CI} \quad [4]$$

Sendo:

EVA — Valor Económico Criado;

NOPAT — Resultado Operacional Líquido do Imposto

WACC — Custo médio ponderado do capital

CI — Capital total investido

Deste modo, a utilização do EVA representa uma tentativa de medir se a gestão de uma entidade utilizou os recursos disponíveis para criar ou destruir o valor da organização. A diferença entre os índices de custo do capital e NOPAT permite determinar a eficiência relativa com a qual o capital está a ser utilizado, ou seja, como eficientemente o capital está a ser utilizado em comparação com os outros tipos de investimento (Shad et al., 2019).

Este modelo tem sido amplamente utilizado para medir o desempenho corporativo, tem atraído gradualmente a atenção de estudiosos tanto nacionalmente como internacional, com pesquisas que abrangem o seu impacto nos preços das ações, superioridade sobre os indicadores financeiros tradicionais e papel na promoção das capacidades de inovação empresarial (Su et al., 2024).

## **1.5. Setor do Turismo — Características e Modalidades**

A atividades turística sempre existiu, embora de maneira diferente da forma como a entendemos, atualmente, pois as pessoas sempre viajaram para visitar familiares, desfrutar de férias e festividades, além de terem o interesse de conhecer como outros povos vivem.

De acordo com o artigo 2.º, alínea a) do Decreto-Lei n.º 191-/2009 entende-se por turismo, o movimento temporário de pessoas para destinos distintos da sua residência habitual, por motivos de lazer, negócios ou outros, bem como a atividades económicas geradas e as facilidades criadas para satisfazer as suas necessidades (Decreto-Lei n.º 191, 2009).

O turismo constitui uma atividade económica estratégica para o desenvolvimento económico e social do país, especialmente no que concerne à criação de emprego e ao incremento das exportações (Cabral, 2017). É também um elemento-chave para o emprego e a economia em muitos países da União Europeia, onde cinco países estão entre os dez principais destinos turísticos do mundo (Rodriguez et al., 2020).

Em 2016, Maria Oliveira destacou o turismo como uma das atividades económicas mais significativas, ressaltando a sua ampla dimensão internacional (Oliveira, 2016). Segundo a Organização Mundial do Turismo (OMT), o turismo compreende as atividades realizadas pelas pessoas durante as suas viagens e estadias em lugares diferentes do seu entorno habitual, por um período consecutivo inferior a um ano, tendo em vista lazer, negócios ou outros (Oliveira, 2016).

Por esta via, o turismo é uma atividade em franco crescimento, globalmente, surgindo como uma alternativa de desenvolvimento e crescimento das regiões (Martins et al., 2016). Os mesmos autores reforçam que o turismo, graças à sua importância económica e sociocultural, é um importante pilar para a economia e desenvolvimento das regiões, ao ser o motor de crescimento de um conjunto de atividades relevantes. De forma simplificada, o turismo envolve a travessia de

fronteiras e, mesmo quando definido de maneira básica, o foco recai somente nas atividades turísticas e evitando discussões aprofundadas sobre o seu papel social essencial, é frequentemente visto apenas como um subsetor das viagens (Stoffelen, 2024).

De acordo com Godinho (2017) em *Estratégia de Turismo 2027*, o setor turístico em Portugal registou, em 2016, números recorde, refletindo um desempenho notável em várias frentes, entre os pontos mais significativos estão os seguintes:

- i) Extensão da atividade turística aos meses considerados fora da época alta, com dois terços do aumento a decorrer durante a denominada “época baixa”;
- ii) Reforço do emprego associado ao setor turístico;
- iii) Expansão em todas as regiões do país, com um ritmo de crescimento das receitas turísticas e dos rendimentos hoteleiros a superar o aumento no número de hóspedes;
- iv) Diversificação dos mercados de origem, com aumentos significativos nos mercados americano, polaco e brasileiro;
- v) Revitalização do mercado interno;
- vi) Aumento do reconhecimento internacional, traduzindo num crescimento notável de prémios internacionais.

Estes indicadores sublinham a capacidade do turismo para gerar mais receita e emprego, bem como para expandir as atividades turísticas ao longo de todo o território nacional.

As modalidades de turismo são dinâmicas ao longo do tempo, evoluindo e diversificando-se em resposta às mudanças das preferências, condições socioeconómicas e avanços tecnológicos, o que reflete o aumento de sua relevância e complexidade. Os tipos de turismo existentes num determinado período resultam das necessidades dos seus objetivos, do nível de equipamentos culturais e sociais e dos meios de transportes disponíveis (Tureac & Turtureanu, 2010).

As formas de turismo diferenciam-se pelas suas características e propriedades. De acordo com Tureac e Turtureanu (2010), pode-se identificar várias modalidades de turismo com base em diferentes critérios, em que entre eles destacam-se os seguintes:

- 1) Critério da área inicial e do destino:
  - a) Turismo doméstico;
  - b) Turismo internacional;
- 2) Critério do número de participantes:
  - a) Turismo individual;
  - b) Turismo de grupo;
- 3) Critério organizacional:
  - a) Turismo organizado;
  - b) Turismo não organizado;
- 4) Critério sazonal:
  - a) Turismo contínuo;
  - b) Turismo descontínuo;

- 5) Critério temporal:
  - a) Turismo de longa duração
  - b) Turismo de curta duração:
- 6) Critério social:
  - a) Turismo Privado;
  - b) Turismo social.

No que tange o critério social, o surgimento do “Turismo Social” decorre da redução progressiva do tempo de trabalho, permitindo que os trabalhadores passem a gerir o seu tempo livre de forma mais livre, procurando atividades de recreio e lazer que ofereçam opções mais económicas para ocupar os seus momentos de descanso (Ribeiro, 2012). Ainda o mesmo autor acima mencionado, acrescenta que o “Turismo Social” consiste na concessão de facilidades, através de serviços públicos para que as pessoas de escassos recursos possam viajar com fins recreativos, dentro das melhores condições possíveis de economia, segurança e comodidade. Constitui um ato de justiça social distributiva para os estratos sociais que mais o exigem e que são economicamente mais frágeis, sendo considerado um serviço democrático colocado ao alcance das maiorias, deixando de ser privilégio das camadas sociais mais abastadas (Ribeiro, 2012).

Além de explorar as diversas modalidades de turismo, é fundamental avaliar o impacto económico significativos que estas práticas representam. Consoante a estimativa preliminar da Costa Satélite do Turismo (CST) de 2022, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) gerado pelo turismo ascendeu a 18.308 milhões de euros, correspondendo a 8,9% do VAB nacional (INE, 2023). Este valor não só supera os 5,7% registados em 2021, mas também excede o pico de 8,1% observado em 2019, antes da pandemia. Estes dados ilustram claramente a importância crescente do turismo na economia nacional, destacando-se como um setor crucial mesmo em períodos de recuperação económica (INE, 2023).

Em 2019, estima-se que o valor acrescentado bruto gerado pelo turismo (VABGT) tenha correspondido a 8,5% do VAB da economia nacional, um aumento em relação aos 8,0% registados em 2018, refletindo um crescimento nominal de 10,3%, superior ao verificado no VAB da economia nacional, que foi de 4,0% (INE, 2021).

A Tabela 2, apresenta-se a seguir os principais de resultados da conta de satélite dos turismos do ano 2016 a 2019.

**Tabela 2.** Principais resultados da conta satélite do turismo.

Descrição	2016	2017	2018	2019
<b>Consumo do Turismo no Território Económico (CTTE) Valor (euros)</b>	<b>23 501</b>	<b>27696</b>	<b>30 454</b>	<b>32 776</b>
Taxa de variação nominal (%)	//	17,9	10,0	7,6
Peso do Consumo do Turismo no Território Económico no PIB (%)	12,6	14,1	14,8	15,4
<b>Despesa do Turismo Recetor Valor (euros)</b>	<b>14 800</b>	<b>18 140</b>	<b>19 904</b>	<b>X</b>
Taxa de variação nominal (%)	//	9,8	10,4	//
<b>Despesa do Turismo Interno + Outras componentes Valor (euros)</b>	<b>11 123</b>	<b>13 045</b>	<b>14 171</b>	<b>15 635</b>
Taxa de variação nominal (%)	//	17,3	8,6	10,3
Contribuição do VABGT para o VAB da Economia Nacional (%)	6,9	7,7	8,0	8,5
<b>Emprego nas Atividades Caraterísticas do Turismo Valor (ETC)</b>	<b>380 293</b>	<b>413 567</b>	<b>444 117</b>	<b>X</b>
Taxa de variação nominal (%)	//	8,7	7,4	//
Peso do Emprego nas Atividades Caraterísticas do Turismo no Total do Emprego Nacional (%)	8,6	9,0	9,4	//
<b>Remunerações nas Atividades Caraterísticas do Turismo Valor (euros)</b>	<b>6457</b>	<b>7149</b>	<b>7993</b>	<b>X</b>
Taxa de variação nominal (%)	//	10,7	11,8	//
Peso das Remunerações nas Atividades Caraterísticas do Turismo no Total das Remunerações Nacionais	8,0	8,3	8,7	//

Fonte: Instituto Nacional de Estatística (2021).

De acordo com a tabela acima, pode-se concluir que:

- i) O consumo Turístico Total na Economia (CTTE) representou 15,4% do Produto Interno Bruto (PIB), um crescimento de 7,6% face ao ano anterior;
- ii) No que respeita ao emprego nas atividades características do turismo, medido em termos de equivalente a tempo completo (ETC), este representou 9,4% do total nacional em 2018. O emprego nestas atividades aumentou 7,4%, superando o crescimento do emprego na economia nacional, que foi de 3,1% no mesmo período;
- iii) Ainda em 2018, as remunerações nas atividades características do turismo representaram 8,7% do total das remunerações da economia nacional, registando um crescimento nominal de 11,8%, comparado com o aumento de 6,4% das remunerações na economia nacional no mesmo ano.

O surgimento da pandemia de Covid-19 provocou interrupções globais sem precedentes nos ecossistemas de turismo e hospitalidade, mergulhando estes numa crise económica e financeira (Coutinho dos Santos et al., 2023). No nível da indústria hoteleira global, os autores defendem

que maioria foi forçada a reduzir as suas operações, onde a taxa média de crescimento anual de 11,1% da receita operacional da indústria hoteleira em Portugal entre 2014 e 2019 foi repentinamente interrompida por medidas de confinamento causando uma crise económica significativa com redução de operações, queda de receitas e demissões generalizadas (Coutinho dos Santos et al., 2023).

Em 2020, em termos nominais, o PIB nacional registou uma diminuição de 6,7% refletindo o efeito negativo da pandemia de COVID-19, para isso contribuiu a forte redução das exportações de serviços (-38%) por sua vez, associada à quebra nas receitas de turismo (-58%), que significou uma perda de 10 mil milhões de euros para economia num ano (Tomé, 2022).

O critério da balança turística, baseado na comparação entre receitas e despesas no setor do turismo (Boicenco, 2010), revela resultados divulgados pelo Banco de Portugal (ver Apêndice IV), que indicam um aumento de 140,0% no saldo da rubrica de viagens e turismo (+18,3% em relação a 2019), atingindo 15,6 mil milhões de euros. Este crescimento reflete a recuperação após a contração provocada pela pandemia e o aumento generalizado dos preços em 2022. As exportações de turismo (receitas) aumentaram 109,7% (+15,4% face a 2019), totalizando 21,1 mil milhões de euros, enquanto as importações de turismo (despesas) subiram 54,8% (+8,0% em relação a 2019), somando 5,5 mil milhões de euros (INE, 2023).

As receitas de viagens e turismo continuaram a ser dominadas pela Europa, representando 78,6% do total (-7,6 p.p. face ao ano anterior). O continente americano aumentou a sua participação para 15,3% (+7,1 p.p.), enquanto África contribuiu com 3,3% (-0,5 p.p.), e a Ásia e Oceânia tiveram as menores fatias, com 2,2% e 0,5%, respetivamente. Entre os principais países emissores, Reino Unido, Alemanha, Espanha e França tiveram aumentos significativos, enquanto o continente americano registou o maior crescimento (+289,2%).

Na conjuntura Internacional, o Fundo Monetário Internacional (FMI) projeta uma quebra do PIB mundial em 3,1% em 2020 e de uma recuperação, marcada pelo impacto da variante Ómicron, de 6,1% em 2021, quando comparado com o ano anterior (Tomé, 2022). Os resultados divulgados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), em abril de 2023, revelam um abrandamento do crescimento da economia mundial em 2022, com o PIB a aumentar 3,4% (-2,9 p.p. face ao ano anterior, mais +0,6 p.p. do que em 2019). Cenário que foi semelhante quer no conjunto das economias mais desenvolvidas (+2,7%, -2,8 p.p. face a 2021 e +0,9 p.p. face a 2019) quer nas economias emergentes e em desenvolvimento (+4,0%, -2,9 p.p. face a 2021 e +0,3 p.p. face a 2019) (INE, 2023).

Conforme as informações da declaração mensal de remunerações, enviadas pelas empresas à Segurança Social e da Relação Contributiva dos subscritores da Caixa Geral de Aposentações, no ano de 2022 a remuneração bruta mensal por trabalhador ao serviço<sup>1</sup>, na totalidade da

---

<sup>1</sup> Cada trabalhador é contabilizado tantas vezes quanto o número de “empregos” registados na Segurança Social e na Caixa Geral de Aposentações, pelo que o total de trabalhadores corresponde ao total de postos de trabalho. Por

economia aumentou 3,7% em comparação com 2021, atingindo 1.412 euros (em 2021 era de 1.362 euros) (INE, 2023).

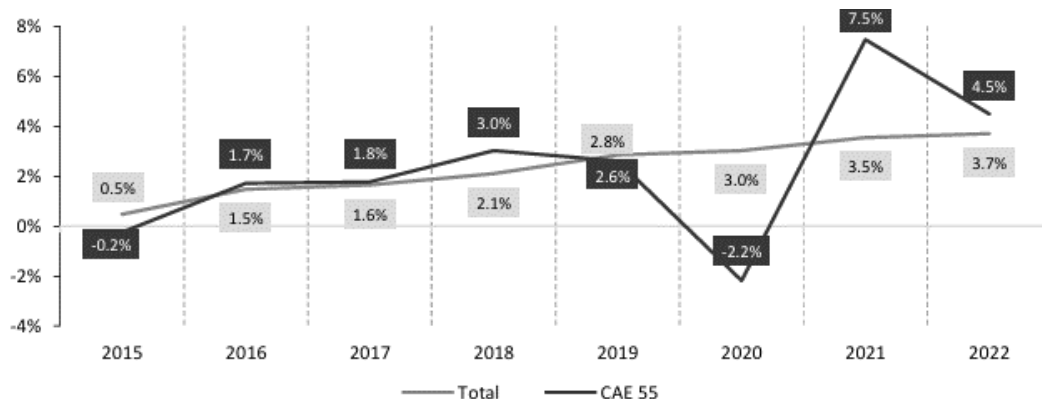
De acordo com a Tabela 3, pode-se verificar que, especificamente no setor de Alojamento (CAE 55), a remuneração bruta mensal média por trabalhador foi de 1.165 euros em 2022 (em 2021 era de 1.115 euros), o que representa uma diferença de 247 euros em relação à média do total da economia (a mesma diferença observada em 2021). Em relação ao ano anterior, a remuneração bruta mensal por trabalhador neste setor cresceu 4,5% (+7,5% em 2021) (INE, 2023).

**Tabela 3.** Número de trabalhadores e remuneração bruta por trabalhador, 2014-2022.

Portugal	Total			CAE 55		
	Número de empresas	Número de trabalhadores	Remuneração bruta total	Número de empresas	Número de trabalhadores	Remuneração bruta total
	Milhares	Milhares	Euros	Milhares	Milhares	Euros
2014	353.7	3 505.8	1 173	4.3	51.9	971
2015	359.6	3 585.6	1 179	4.7	55.5	969
2016	368.4	3 700.5	1 196	5.3	61.1	986
2017	381.7	3 876.7	1 216	5.9	68.3	1 003
2018	392.4	4 018.8	1 241	6.5	73.8	1 033
2019	405.5	4 161.3	1 277	7.1	78.3	1 060
2020	407.1	4 118.1	1 315	7.6	71.4	1 037
2021	413.8	4 207.7	1 362	7.9	66.4	1 115
2022	430.3	4 436.3	1 412	8.5	81.9	1 165

Fonte: INE (2023).

Através da Tabela 3, pode-se analisar que, em 2022, a remuneração bruta mensal por trabalhador neste ramo de atividade aproximou-se do total da economia, correspondendo a 82,5% daquele valor (81,8% em 2021, 78,9% em 2020 e 83,0% em 2019).



**Figura 2.** Variação homóloga da remuneração bruta total mensal média por trabalhador, 2015-2022.

Fonte: INE (2023).

simplificação da terminologia, mantém-se a referência à remuneração por trabalhador, mas entenda-se que se trata efetivamente da remuneração por posto de trabalho.

## 1.6. Estudos Empíricos do Impacto dos Cash-Flows na Rendibilidade

O turismo tem demonstrado ser, em diversos países e regiões, um impulsionador do crescimento económico e de mudanças sociais.

Como referido anteriormente, os fluxos de caixa são considerados um dos principais instrumentos de análise e avaliação de uma empresa, proporcionando ao gestor uma visão futura dos seus recursos financeiros, integrando o caixa central, as contas correntes bancárias, as contas de aplicações, as receitas as despesas e as previsões (Peixoto & Santos, 2021). Assim sendo, para avaliar uma empresa ou projeto, os analistas financeiros costumam utilizar a convenção de fim de ano ou de meio ano para simplificar a previsão dos fluxos de caixa, assumindo que o fluxo de caixa de um determinado período ocorre numa soma fixa no final ou no meio do período (Broere & Matthes, 2024).

Especificamente, se os mercados de capitais forem mais transparentes e eficientes, os lucros e os fluxos de caixa serão avaliados de forma semelhante à dos Estados Unidos, ou de outras nações com grandes mercados de ações e propriedade dispersa (Lopez & Sweet, 2024). Usando dados a nível de empresas dos EUA, verifica-se que os fluxos de caixa exibem fortes padrões temporais: especificamente, as empresas recebem quase 70% dos seus fluxos de caixa segundo semestre do ano (Hu et al., 2024). Observaram ainda que, os padrões de temporização dos fluxos de caixa fornecem informações valiosas sobre os fundamentos da empresa e a exposição das empresas a riscos agregados, incluindo implicações para os preços dos ativos e as quantidades reais (Hu et al., 2024). Assim, ao analisar o fluxo de caixa operacional, não só se avalia a capacidade de gerar caixa, como também se entende melhor forma como a empresa lida com os riscos e sazonalidades, o que é importante para prever a sua rendibilidade.

Um estudo feito sobre o impacto dos fluxos de caixa na gestão de resultados, indica que os fluxos de caixa têm um impacto significativo na rendibilidade de uma empresa. Segundo Aburishah et al. (2022), os autores desse estudo, os fluxos de caixa operacional oferecem uma visão mais precisa da capacidade de uma empresa gerar recursos suficientes para cobrir obrigações, adquirir ativos e pagar dividendos. Esses mesmos autores, reforçam ainda que essa métrica reflete as receitas e despesas operacionais durante um período, permitindo avaliar a capacidade de gerar caixa para financiar operações e reinvestimentos. Assim, investidores utilizam o fluxo de caixa operacional como um indicador crucial da saúde financeira e do potencial de rendibilidade de uma empresa.

A desagregação dos lucros em componentes, como fluxos de caixa e acréscimos contabilísticos, influencia significativamente a capacidade de prever os fluxos de caixa operacionais futuros (Noury et al., 2020). Ou seja, a maior capacidade preditiva dos fluxos de caixa pode proporcionar uma visão mais precisa sobre o desempenho financeiro e a saúde financeira da empresa, sendo, por essa razão, um indicador-chave na determinação da rendibilidade a longo prazo. Esta maior capacidade preditiva dos fluxos de caixa permite uma avaliação mais precisa do desempenho

financeiro e da saúde económica da empresa, tornando-se assim um indicador importante para a determinação da rentabilidade a longo prazo. Noury et al. (2020), concluíram ainda que os fluxos de caixa operacionais são essenciais para os decisores na tomada de decisões sobre o financiamento de projetos futuros e a liquidação de dívidas, aspetos que sustentam as atividades comerciais e potenciam a rentabilidade. Adicionalmente, os fluxos de caixa operacionais orientam a administração nas decisões relacionadas com a política de dividendos, reforçando o seu papel central na gestão estratégica e financeira da empresa.

A partir do estudo realizado sobre o impacto dos fluxos de caixa nos projetos de construção no *Kuwait*, pode-se concluir que a gestão eficaz do fluxo de caixa é essencial para o sucesso e a rentabilidade de projetos, especialmente no setor da construção. Segundo os autores da investigação Tarawneh et al. (2023), revelaram que problemas de fluxo de caixa são uma das causas principais para o insucesso dos projetos, afetando negativamente todas as etapas da sua execução, desde a aquisição de materiais até ao pagamento dos salários. As variações no fluxo de caixa resultam em atrasos, menores margens de lucro e dificuldades em obter financiamento, comprometendo o desempenho global dos projetos (Tarawneh et al., 2023). Este estudo reforça a importância dos fluxos de caixa como um indicador crítico da saúde financeira, tanto a nível empresarial em projetos individuais.

A variação dos fluxos de caixa, e a sua gestão adequada, tem um impacto significativo e positivo na rentabilidade e no sucesso dos projetos, como se demonstrou no caso dos empreiteiros do *Kuwait*. A conclusão de que a gestão financeira interliga a relação entre a variação dos fluxos de caixa e o desempenho do projeto sublinha a necessidade de uma abordagem cuidadosa à gestão dos cash-flows, para garantir o sucesso financeiro a longo prazo e a rentabilidade dos empreendimentos.

Uma empresa com bom desempenho gera fluxos de tesouraria operacionais líquidos positivos, que são utilizados para financiar e investir em atividades, o que aumenta a sua estabilidade financeira. O aumento dos fluxos de tesouraria das operações leva também a um aumento dos lucros por ação, e tem um impacto positivo significativo na política de dividendos (Arifaj et al., 2023). Este raciocínio demonstra a importância dos fluxos de caixa operacionais, não apenas como um reflexo do desempenho financeiro, mas como um fator determinante da rentabilidade e das políticas estratégicas da empresa.

A investigação conduzida por Al Zobi e Al-Dhaimesh (2021), analisou o impacto dos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimento e de financiamento na volatilidade das ações das empresas cotadas no *Qatar*, fornecendo importantes conclusões empíricas que podem ser relacionados com a rentabilidade. O coeficiente do fluxo de caixa operacional (CFO) foi positivo e significativo, indicando que um aumento na variação do CFO provoca maior volatilidade nas ações, refletindo-se nos movimentos dos preços e nas flutuações dos retornos. Este resultado sugere que os fluxos de caixa operacionais fornecem informações importantes aos investidores, afetando o desempenho financeiro. Por outro lado, o coeficiente dos fluxos de caixa das atividades de investimento (CFI) não apresentou impacto significativo, ao contrário do esperado.

Em relação aos fluxos de financiamento (CFF), o estudo demonstrou um efeito positivo e significativo, mostrando que variações no CFF afetam diretamente os preços das ações e, por consequência, a rentabilidade.

Assim, este estudo reforça a importância dos fluxos de caixa, especialmente os operacionais e financiamento, para a rentabilidade e desempenho financeiro das empresas.

## **2. Metodologia de investigação**

A metodologia de investigação é a abordagem através da qual os problemas de investigação são resolvidos completamente (Mishra & Alok, 2017). Esta refere-se aos procedimentos usados numa investigação que podem incluir diferentes métodos de recolha e tratamento de dados (Campenhoudt & Quivy, 2019). Também destacam que a investigação é um processo de procura que envolve hesitações, desvios e incertezas. Esta natureza, intrinsecamente complexa e imprevisível, é o que torna a investigação um desafio estimulante e fundamental para o avanço do conhecimento. Neste contexto, expõem-se os objetivos do estudo e as hipóteses formuladas. Descreve-se também o instrumento utilizado para a recolha de dados, define-se a população e amostra em análise e detalham-se os métodos escolhidos para o tratamento dos dados.

A investigação adotou uma abordagem quantitativa, com recurso a análises descritivas e inferenciais para o tratamento dos dados. O *Excel*® foi utilizado para a preparação das variáveis e o SPSS para a aplicação dos métodos estatísticos. O modelo de análise centrou-se na avaliação da influência das atividades operacionais, de investimento e de financiamento na rentabilidade das empresas do setor do turismo.

As variáveis dependentes foram os indicadores de rentabilidade EBIT e EVA, enquanto as variáveis independentes incluíram os cash-flows das atividades operacionais, de investimento e de financiamento, a procura turística por região, a tipologia / dimensão das empresas.

### **2.1. Objetivos de Estudo e Formulação das Hipóteses de Investigação**

O principal objetivo dessa investigação é compreender a importância das demonstrações de fluxo de caixa para a rentabilidade das empresas, especialmente no setor de turismo,

nomeadamente as da CAE 55 e 56 - alojamento e restauração. De modo atingir o objetivo principal proposto, a questão de investigação que orienta esse estudo é: “Qual o impacto das atividades operacionais, de investimento e de financiamento na rentabilidade das empresas do turismo?” O objetivo principal é, portanto, analisar como estas diferentes atividades influenciam a capacidade financeira das empresas turísticas, baseando-se na análise das suas demonstrações de fluxo de caixa.

Como referem Campenhoudt e Quivy (2019), a organização de uma investigação com base em hipóteses é a forma mais eficiente de conduzi-la de maneira ordenada e rigorosa. As hipóteses orientam o percurso da pesquisa, proporcionando um guia para a investigação e estabelecendo os critérios para a recolha de dados que permitirão confrontar as hipóteses com a realidade.

A rentabilidade das empresas é amplamente discutida por diversos autores, sendo considerada um indicador fundamental para avaliar a capacidade de uma organização em gerar lucro, isto é, em assegurar receitas superiores às despesas, através de uma gestão eficiente dos recursos disponíveis (Leite, 2020). Esta capacidade de gerar lucros reflete diretamente na saúde financeira das empresas, sendo particularmente importante no setor do turismo, onde o equilíbrio entre receitas e despesas é essencial para a sustentabilidade do negócio.

Peixoto e Santos (2021), complementam essa visão ao salientar que as decisões financeiras desempenham um papel crucial para garantir a “saúde” das empresas, mantendo um controlo rigoroso sobre as entradas e saídas de capital, o que é fundamental para alcançar o equilíbrio financeiro. Esse controlo, ao ser bem gerido, influencia diretamente a rentabilidade, uma vez que uma gestão eficaz das finanças permite um retorno adequado do investimento feitos.

De forma complementar, o *cash-flow* é o resultado da agregação de variáveis, tais como: lucro líquido, depreciações e amortizações dos exercícios, lucros extraordinários e perdas extraordinárias (Cunha, 2013). A gestão eficaz do fluxo de caixa, como apontado por (Leite, 2020), permite aos gestores financeiros planejar, coordenar e controlar, de maneira adequada, os recebimentos e pagamentos ao longo de um determinado período. Este controlo não só assegura o equilíbrio financeiro, mas também impacta diretamente a capacidade da empresa de gerar rentabilidade de forma sustentável.

O Valor Económico Acrescentado (EVA) é um indicador fundamental para medir o desempenho das empresas, baseando nos lucros económicos reais gerados, permitindo avaliar o seu sucesso ao longo do tempo (Jankalová & Kurotová, 2020). Estes autores realçam ainda que o EVA é útil para investidores que desejam entender o valor que uma empresa oferece e pode ser utilizado para análises comparativas com indústrias similares de rápido crescimento. A essência do EVA reside na ideia de que as empresas só são verdadeiramente lucrativas quando criam riqueza para os acionistas, superando o custo de capital.

Segundo Fernandes (2022), o valor do EVA é interpretado de seguinte forma:

- i) Se EVA for positivo ( $EVA > 0$ ), a empresa está a gerar rentabilidade superior ao custo do capital investido na sua atividade, havendo criação de valor;

- ii) Se EVA for negativo ( $EVA < 0$ ), a empresa não consegue gerar rentabilidade suficiente para remunerar os capitais investidos na sua atividade, não existindo criação de valor;
- iii) Se o EVA for nulo ( $EVA = 0$ ), a empresa apenas consegue gerar rentabilidade para cobrir o custo dos capitais investidos na sua atividade, não havendo criação de valor acima do exigido pelos investidores.

Este indicador não só interliga a gestão estratégica e operacional das empresas, como também combina todos os componentes essenciais para descrever a situação económica da organização (Jankalová & Kurotová, 2020). Além disso, o EVA mede o retorno adicional de um investimento em comparação com a taxa de retorno de mercado, considerando a lucratividade após os custos. Deste modo, o EVA orienta os gestores a priorizar a criação de valor para os acionistas, ao focar-se na rentabilidade real após o custo de capital (Gonçalves et al., 2023).

Face ao exposto, elabora-se assim as seguintes hipóteses de investigação:

H<sub>1</sub>: os *cash-flows* das atividades operacionais, investimento e financiamento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EVA.

H<sub>1a</sub>: os *cash-flows* das atividades operacionais, têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EVA.

H<sub>1b</sub>: os *cash-flows* das atividades de investimento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EVA.

H<sub>1c</sub>: os *cash-flows* das atividades de financiamento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EVA.

Uma das principais funções da contabilidade é fornecer medidas de desempenho que ajudem a avaliar se os gestores estão a atingir os seus objetivos de negócio e se as atividades empresariais estão a ser bem geridas. O *earnings before interest and taxes* (EBIT) é uma medida fundamental da rentabilidade operacional de uma empresa, excluindo encargos com juros e impostos relacionados com o financiamento da dívida (Santos, 2012). O EBIT é calculado através da diferença entre o resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos, e os ganhos de depreciações e amortizações, representando o resultado operacional da empresa, ou seja, o que permite pagar juros, impostos e remunerar os acionistas (Santos, 2012). O EBIT é amplamente utilizado por analistas financeiros, pois as informações relativas ao lucro líquido não são suficientes para refletir o desempenho real das empresas. Adiloglu e Vuran (2017) destacam que, como o principal objetivo das empresas é operar negócios, o EBIT oferece uma visão mais precisa da capacidade de gerar lucros, ao contrário do lucro líquido. Ao excluir impostos e encargos com juros, o EBIT revela a verdadeira capacidade de lucro da empresa, facilitando assim comparações entre diferentes empresas e setores (Adiloglu & Vuran, 2017).

Face ao exposto, formula-se as seguintes hipóteses de investigação:

H<sub>2</sub>: os *cash-flows* das atividades operacionais, investimento e financiamento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT.

HI<sub>2a</sub>: os *cash-flows* das atividades operacionais, têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT.

HI<sub>2b</sub>: os *cash-flows* das atividades de investimento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT.

HI<sub>2c</sub>: os *cash-flows* das atividades de financiamento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT.

A decisão de localização de uma empresa tem vindo a ganhar crescente atenção na literatura, tanto em estudos teóricos como aplicados, devido ao seu impacto direto no sucesso empresarial (Azargoon & Schröder, 2016; Sridhar & Wan, 2010). A escolha da localização não só permite identificar questões específicas para ambientes de negócios regionais ou urbanos, como também ajuda a determinar as características específicas ao clima de investimento. As externalidades positivas, como a proximidade aos grandes mercados internacionais, a presença de mão de obra comprometida, as boas infraestruturas e as repercussões de conhecimento, revelam-se mais eficazes no processo de escolha da localização do que as externalidades negativas, como custos de congestionamento ou poluição (Akin & Seyfettinoğlu, 2022). As indústrias de alta tecnologia tendem a se concentrar em regiões com elevada diversidade industrial e um grande tamanho setorial, enquanto as indústrias tradicionais, ou de baixa tecnologia, preferem regiões que oferecem economias de especialização. Este fator sublinha o papel fundamental que a escolha da localização desempenha na estratégia corporativa, sendo um elemento crucial para o sucesso no longo prazo das empresas (Huang et al., 2023). Fatores como a escala do mercado de trabalho, a acessibilidade de transporte, o efeito de agregação industrial, políticas de apoio e incentivos fiscais, bem como a análise da procura de mercado, são determinantes para a escolha de localização de uma empresa. Localizações com um mercado laboral mais vasto, boas infraestruturas de transporte, custos de vida acessíveis e políticas desenvolvidas são mais interessantes, influenciando diretamente o desempenho e a sustentabilidade financeira das empresas (Huang et al., 2023).

Desta forma, a localização do estabelecimento empresarial influencia significativamente o nível dos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimento e de financiamento, tal como propõe as seguintes hipóteses:

Face ao exposto, formula-se as seguintes hipóteses de investigação:

HI<sub>3</sub>: A localização do estabelecimento tem influência no nível dos *cash-flows* das atividades operacionais, de investimento e financiamento na rentabilidade das empresas do setor de turismo.

Takhtaei e Karimi (2017), destacam que, à medida que o tamanho da empresa aumenta, a capacidade de previsão dos fluxos de caixa operacional também se intensifica. A superioridade dos fluxos de caixa operacionais em relação aos resultados financeiros torna-se mais evidente em empresas de maior dimensão, o que reforça a sua importância na previsão da rentabilidade e estabilidade financeira. Budisaptorini et al. (2019), confirmam que o tamanho da empresa tem

uma forte influência na determinação do seu valor e por conseguinte na sua rentabilidade. Quanto maior for uma empresa, maior será o seu valor e melhor o seu desempenho financeiro, evidenciando o impacto da dimensão na criação de valor e na rentabilidade das empresas.

Arifaj et al. (2023), reforçam que compreender a relação entre a dimensão do mercado e o desempenho financeiro ajuda a identificar a dimensão ideal para alcançar a eficiência operacional, a competitividade do mercado e o crescimento sustentável. Além disso, fornece informações valiosas para gestores e decisores políticos na conceção de estruturas e estratégias de governação eficazes para organizações de diferentes dimensões. Assim, a dimensão das empresas tem uma influência direta em seus fluxos de caixa e, conseqüentemente, no desempenho financeiro. À medida que as empresas aumentam de dimensão, a sua capacidade de previsão dos fluxos de caixa operacional torna-se mais robusta, ou que intensifica a sua relação com os resultados financeiros (Kalbuana et al., 2023). No entanto, esses mesmos autores acrescentam que as empresas de maior dimensão enfrentam maiores desafios como maior burocracia, processos de decisão mais lentos e dificuldades em responder rapidamente às mudanças do mercado, o que pode comprometer a sua eficiência e rentabilidade. Esses obstáculos dificultam a implementação de estratégias eficazes que aumentam a agilidade da empresa. Além disso, Kalbuana et al. (2023), salientam que o tamanho da empresa tem uma forte influência na determinação do seu valor e por conseguinte na sua rentabilidade, sendo que empresas de maior dimensão tendem a apresentar um maior valor de mercado e melhores resultados financeiros.

H4: A dimensão do estabelecimento tem influência no nível dos *cash-flows* das atividades operacionais, de investimento e financiamento na rentabilidade das empresas do setor de turismo.

## **2.2. Descrição do Instrumento de Recolha de Dados**

A seleção do tipo de pesquisa mais apropriado para qualquer estudo só pode ser realizada após uma definição precisa da investigação e de um entendimento claro sobre a natureza dos dados que se deseja obter (Marques, 2022). As técnicas de recolha de dados são descritas como procedimentos operacionais rigorosos, claramente definidos e transmissíveis, sendo ajustados ao tipo de problema e aos fenómenos que estão a ser investigados (Batista et al., 2021).

Esta pesquisa desenvolve-se em duas fases distintas, porém complementares: uma revisão sistemática da literatura e uma análise empírica, conduzida por meio de uma abordagem metodológica quantitativa sustentada na análise de regressão linear múltipla e na comparação de médias e variâncias. De facto, na elaboração desta dissertação, a revisão de literatura baseou-se principalmente na pesquisa bibliográfica que inclui a análise de artigos científicos, livros, dissertações de mestrado, teses de doutoramento e documentos legais. A investigação é orientada pela questão: “Qual é o impacto das atividades operacionais, investimento e

financiamento na rentabilidade das empresas do setor do turismo?” Para responder essa pergunta considera-se tanto dados económico-financeiros quanto não financeiros relativos ao período 2016 a 2022, recolhidos através do Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) e do Instituto Nacional de Estatística (INE), permitindo a avaliação do impacto dessas atividades financeiras na rentabilidade. O INE fornece uma plataforma robusta e confiável de dados macroeconómicos e setoriais que facilitam a compreensão do contexto geral da indústria. Por outro lado, o SABI oferece dados mais detalhados e específicos relacionados com as demonstrações de fluxo de caixa das empresas, permitindo uma análise mais aprofundada das atividades operacionais, de investimento e financiamento.

O acesso ao SABI foi realizado através da Unidade de Investigação Aplicada em Gestão (UNIAG), localizada na Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Bragança. Esta colaboração não só facilita o acesso a dados relevantes, mas também garante o suporte metodológico necessário para a interpretação e tratamento dos dados.

Relativamente ao tipo de pesquisa escolhido — a pesquisa quantitativa — é importante salientar que se fundamenta numa abordagem filosófica denominada positivismo, que defende a existência de uma verdade ou realidade única e constante, que não se altera com o passar do tempo ou com as mudanças no ambiente, e visa exercer um controlo escrito sobre as variáveis em estudo, visando minimizar os erros sistemáticos, permitindo assim uma análise objetiva e replicável de dados (Kotronoulas & Papadopoulou, 2023).

### **2.3. População versus Amostra**

Conforme indicado pelo tema da presente investigação, a população em estudo corresponde às empresas do setor de turismo em Portugal, especificamente aquelas que pertencem à divisão 55 e 56 do código de atividade económica (CAE) 55 (Rev. 3), que inclui estabelecimentos hoteleiros e similares, totalizando aproximadamente 39.800 empresas. A população alvo deste estudo abarcava todas as empresas desta divisão, sendo em 2022 um total de 53.254 empresas, sendo 14.629 da divisão 55 e 38.625 da divisão 56, desempenhando um papel importante na economia turística do país ao oferecer uma variedade de serviços de hospedagem que atendiam tanto turistas nacionais quanto internacionais. Para garantir uma análise coerente e comparável, a amostra foi restrita a empresas que atenderam a critérios específicos.

Os critérios de inclusão foram os seguintes: empresas ativas durante o período de análise (2016 a 2022), localizadas em Portugal. Empresas ativas foram necessárias para assegurar que os dados financeiros refletissem a realidade operacional corrente. A restrição geográfica garantiu que todas operassem sob o mesmo contexto económico, regulatório e cultural, essencial para a comparabilidade dos dados.

Na metodologia adotada, a classificação das empresas foi realizada com base em critérios estabelecidos pela diretiva 2013/34/EU, de 26 de junho. Para a definição de microentidades, consideram-se empresas que atendam a pelo menos dois dos três seguintes critérios: empregam menos de 10 trabalhadores, possuem um volume de negócios inferior a 700.000 euros e têm um balanço anual que não ultrapassa 350.000 euros. Já as pequenas empresas são aquelas que cumprem pelo menos dois dos três requisitos: número de empregados até 50, volume de negócios até 8.000.000 euros e balanço anual até 4.000.000 euros. No caso de médias empresas, os critérios exigem que tenham menos de 250 trabalhadores, volume de negócios até 40.000.000 euros e balanço anual não superior a 20.000.000 euros, sendo necessário atender a dois desses três requisitos. Empresas que ultrapassam esses limites, com mais de 250 empregados, volume de negócios superior a 40.000.000 euros e balanço anual superior a 20.000.000 euros, são classificadas como grandes entidades.

As empresas selecionadas para análise, de forma a garantir uma melhor comparabilidade dos resultados e a sua homogeneidade da amostra e foram excluídos os *outliers*, para assim evitar distorções nos indicadores de desempenho.

Os dados financeiros das empresas foram obtidos da plataforma SABI, abrangendo o período de 2016 a 2022, como já referido. Obteve-se assim 39.800 empresas que constituem cerca de 278.600 observações. Após a retirada dos *outliers*, conforme a Tabela 4, a amostra teve um total de 44.117 observações, em que 38.479 observações são das empresas que não possuem a demonstração de fluxo de caixa e 5.638 observações são das empresas possuem.

**Tabela 4.** Comparação das observações entre a população e a amostra.

	Demonstração de fluxo de caixa		Total (n)
	Não possui (n)	Possui (n)	
Microentidades	25.458	862	26.320
Pequenas entidades	12.902	3.737	16.639
Médias entidades	119	911	1.030
Grande Entidades	0	128	128
<b>Total</b>	<b>38.479</b>	<b>5.638</b>	<b>44.117</b>

Nota: n – número de observações

Fonte: Elaboração própria.

## 2.4. Métodos de Tratamento dos Dados

No contexto desta investigação, os dados foram inicialmente processados utilizando o *Microsoft Excel*® para organizar e prepara as variáveis da base de dados da amostra selecionada. Esta preparação foi fundamental para garantir que os dados estivessem prontos para análise mais complexas utilizando o software *Statistical Product and Services Solutions* (SPSS).

A primeira etapa da análise, focada na caracterização da amostra e na compreensão do impacto das atividades operacionais, de investimento e de financiamento na rentabilidade das empresas do setor de turismo, consistiu numa análise descritiva exploratória. Esta fase inclui a aplicação de estatísticas univariadas para produzir informações descritivas detalhadas. Os resultados foram apresentados em tabelas de frequências, tanto absolutas quanto relativas, e incluíram cálculos de medidas de tendência central, como a média, e de dispersão, como o desvio padrão, ajustados conforme as particularidades das variáveis estudadas.

Em seguida, foram aplicadas uma série de técnicas de análise multivariada, para explorar as interações entre as variáveis dependentes, como EBIT e EVA e as variáveis independentes como os *cash-flows* das atividades operacionais, de investimento e de financiamento, além da procura turística por região, e a dimensão das empresas, medida tanto pelo número de colaboradores quanto pela localização geográfica.

A fase subsequente consiste na realização da análise inferencial, visando responder diretamente às hipóteses de investigação formuladas. Foram empregues testes paramétricos, quando apropriado, incluindo o teste *t-student* para análise comparativa das médias de duas amostras independentes e análise de variância (ANOVA) para comparação entre três ou mais amostras. Por conseguinte, para a tomada de decisão relativamente à validação das hipóteses de investigação foi assumido um nível de significância de 5% (intervalo de confiança de 95%).

O ROA e ROE foi retirado da SABI, sendo o EVA calculado através da fórmula indicada na Equação 4, onde foi necessário determinar o WACC que, segundo Fernandes (2022), podem ser calculados através da seguinte Equação 5:

$$\text{WACC} = \%CP \cdot Ke + \%CA \cdot Kd \cdot (1-t) \quad [5]$$

Em que:

WACC – Custo médio ponderado de capital;

%CP – Peso do capital próprio;

%CA – Peso do capital alheio;

Ke – Custo de capital próprio;

Kd – Custo de capital alheio;

t – Taxa de imposto sobre rendimento.

Para o cálculo, foi assumida uma taxa de IRC de 21%. O custo do capital próprio (Ke) foi estimado utilizando as taxas de 2,2% para o setor CAE 56 e 2,7% para o setor CAE 57, conforme os valores indicados pelo Banco de Portugal.

## 2.5. Modelo de Análise e Descrição das Variáveis

Nesta seção, será apresentado o modelo de análise adotado, bem como a descrição das variáveis utilizadas no estudo. O modelo proposto visa explicar as relações entre variáveis dependentes e independentes (Rodrigues, 2012).

O modelo usado está expresso na Equação 6:

$$Y_{i,t} = \beta_{0i,t} + \beta_{1i,t} \cdot FCO_{i,t} + \beta_{2i,t} \cdot FCF_{i,t} + \beta_{3i,t} \cdot FCI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [6]$$

Onde,

$Y_{i,t}$ : Representa a variável dependente. Onde incluem EVA  $i$  no período  $t$ , o EBIT  $i$  no período  $t$ , com  $i = 1, 2, \dots, n$ ;  $t = 1, 2, \dots, 7$ ;

$\beta_{0i,t}$ : Representa o coeficiente de interceção (constante) da empresa  $i$ , no período  $t$ , com  $i = 1, 2, \dots, n$ ;  $t = 1, 2, \dots, 7$ ;

$\beta_{1i,t}$ : Representa o parâmetro o coeficiente associado á variável explicativa  $k$ , com  $k = 1, 2, \dots, 3$ , também referido por declive parcial das variáveis independentes, da empresa  $i$ , no período  $t$ , com  $i = 1, 2, \dots, n$ ;  $t = 1, 2, \dots, 7$ ;

$FCO_{i,t}$ : Representa o fluxo de caixa das atividades operacionais das empresas  $i$ , no período  $t$ , com  $i = 1, 2, \dots, n$ ;  $t = 1, 2, \dots, 7$ ;

$FCF_{i,t}$ : Representa o fluxo de caixa das atividades financiamento das empresas  $i$ , no período  $t$ , com  $i = 1, 2, \dots, n$ ;  $t = 1, 2, \dots, 7$ ;

$FCI_{i,t}$ : Representa o fluxo de caixa das atividades investimento das empresas  $i$ , no período  $t$ , com  $i = 1, 2, \dots, n$ ;  $t = 1, 2, \dots, 7$ ;

$\varepsilon_{i,t}$ : Representa o erro aleatório da empresa  $i$ , no período  $t$ , com  $i = 1, 2, \dots, n$ ;  $t = 1, 2, \dots, 7$ ;

$i$ : empresas do setor do turismo;

$t$ : anos em análise (2026 a 2022).

Com a revisão da literatura previamente realizada e a hipóteses formuladas, a Tabela 5 apresenta um resumo das variáveis do estudo:

**Tabela 5.** Variáveis do estudo.

Variáveis dependentes	Abreviaturas	Fórmulas	Recolha de dados / Método de tratamento
Valor Económico Acrescentado	EVA	EVA =NOPAT- WACC*CI [4] em que: WACC =%CP*Ke+%CA*Kd*(1-t) [5]	Calculado através das fórmulas [4] e [5]
Resultado antes Juros e Impostos	EBIT	EBIT= EBITDA – Gastos de depreciação e de amortização	Retirado do SABI
Fluxo de caixa das atividades operacionais	FCO	---	Retirado do SABI
Fluxo de caixa das atividades de financiamento	FCF	---	Retirado do SABI
Fluxo de caixa das atividades de investimento	FCI	---	Retirado do SABI
Dimensão	DIM	---	Classificadas de acordo a Diretiva 2013/34/EU, de 26 de junho
Localização	---	---	Classificada pelas regiões geográficas de Portugal (Continente e Ilhas) de acordo com a divisão NUTS II.

Fonte: Elaboração própria.

Foi realizada uma análise de variância (ANOVA) de uma (ANOVA-One Way) com o objetivo de avaliar se existem diferenças nos grupos de dimensão e região na variável dependente. A normalidade dos dados foi avaliada por meio dos testes *Kolmogorov-Smirnov* e *Shapiro-Wilk* sendo o pressuposto de homogeneidade de variância avaliado por meio do teste de *Levene*.

### **3. Análise e Interpretação dos Resultados**

Nesta secção, apresenta-se a interpretação dos resultados obtidos a partir da análise dos dados financeiros recolhidos, referentes às empresas que constituem a amostra em estudo. Assim sendo, caracteriza-se inicialmente a amostra, a seguir analisa-se a distribuição das empresas por dimensão e região, bem como o desempenho financeiro e operacional das mesmas. Posteriormente, procede-se à análise da rentabilidade, liquidez e estrutura de capital das empresas, destacando-se as variáveis com valores negativos que podem indicar potenciais problemas financeiros. Por fim, discute-se o impacto das atividades operacionais, de investimento e de financiamento na rentabilidade das empresas do setor de turismo.

#### **3.1. Caracterização da Amostra**

Para realizar uma análise abrangente do impacto das atividades operacionais, investimento e financiamento na rentabilidade das empresas do setor do turismo, foi utilizada uma amostra significativa de empresas correspondendo a cerca de 75% dado que a amostra compreendeu um total de 39.800 empresas ativas e a população corresponde a 53.254 empresas em 2022. Ao considerar a análise longitudinal que abrangeu o período de 2016 a 2022, a amostra expandiu-se significativamente, totalizando cerca de 270.600 observações, ao longo desses sete anos. Este volume de dados permitiu uma análise detalhada das tendências e dinâmicas que influenciam a performance financeira das empresas de turismo em Portugal.

A Tabela 6 apresenta uma análise descritiva dos indicadores financeiros de 44.117 observações para o ano de 2016 a 2022, com um conjunto mais restrito de 5.638 empresas para os fluxos de caixa.

**Tabela 6.** Estatística descritiva, sem *outliers*.

Descrição	n	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Total do ativo (€)	44117	3.417,38	409.325.352,62	2.095.710,46	9.919.804,10
Vendas e serviços prestados (€)	44117	0,04	143.797.512,58	878.837,40	3.562.730,01
Pessoas ao serviço	44117	1,00	4394,00	17,88	91,57
EBIT (€)	44117	-8.924.689,13	205.903.891,00	81.929,59	558.262,27
ROE	44117	-0,4996	0,5000	0,097409	0,1922052
ROA	44117	-0,4857	0,4608	0,044010	0,0886439
Total do ativo não corrente (€)	44117	0,01	408.195.217,56	1.568.258,24	8.713.290,86
Juros e gastos similares suportados (€)	44117	0,01	4.931.006,18	16.165,49	106.671,87
Resultado líquido do período (€)	44117	-31.293.238,16	16.424.420,00	50.149,76	524.931,91
Total do capital próprio (€)	44117	33,60	372.930.752,95	972.259,73	5.991.862,79
Financiamentos obtidos não correntes (€)	44117	0,00	132.685.476,00	601.657,23	3.218.268,52
Financiamentos obtidos correntes (€)	44117	0,00	83.078.298,09	119.855,09	994.868,13
Total do passivo (€)	44117	208,50	222.109.674,00	1.123.450,73	5.177.640,92
Demonstração de fluxo de caixa (€)	44117	0	1	0,1278	0,3339
Dimensão	44117	1	4	1,4326	0,5564
Custo do capital alheio	44117	0,0220	0,0270	0,0235	0,0023
Custo do capital próprio	44117	0,0001	0,4995	0,0301	0,0443
WACC	44117	0,0002	0,3648	0,0228	0,0186
EVA (€)	44117	-12.767.495,60	10.532.498,70	17.437,74	380.131,41
N válido (de lista)	5638				

Nota: n- número de observações. EBIT - Resultados antes de Juros e impostos; ROA - Rendibilidade do ativo; ROE - Rendibilidade dos capitais próprios; WACC - Custo médio ponderado do capital; EVA - Valor Económico Acrescentado

Fonte: Elaboração própria.

É importante notar que as observações foram ajustadas para remover *outliers*, reduzindo o número de observações analisadas de aproximadamente 278.600 para 44.117. Esta análise descritiva inclui medidas de tendência central (média), variabilidades (desvio padrão), e os valores mínimo. Essa abordagem oferece uma visão mais precisa de distribuição e variabilidade dos dados financeiros das empresas após a remoção dos valores externos.

A análise descritiva dos indicadores financeiros:

- I. ROA: a rendibilidade do ativo apresenta uma média de 0,04401 (4,41%), refletido uma baixa eficiência na utilização dos ativos pelas empresas. O valor mínimo é de -0,4857 (-49%), indicando que algumas empresas têm rendibilidade negativas, enquanto o valor máximo é de 0,4608 (46,08%), mostrando que outras empresas são bastantes eficientes. O desvio padrão é de 0,0886439 indica uma variabilidade moderada na rendibilidade dos ativos.

- II. ROE: a rentabilidade do capital próprio apresenta uma média de 0,0974 (9,74%), indicando que, em média, as empresas têm uma rentabilidade baixa sobre o capital dos acionistas. Com um mínimo de -0,4996 (-50%) algumas empresas apresentam perdas substanciais, enquanto o máximo de 0,5000 (50%) mostra rentabilidade positivas. O desvio padrão elevado de 1,1922052 sugere uma variabilidade significativa entre as empresas.
- III. EVA: O EVA apresenta uma média de € 17.437,74 indicando que, em média, as empresas criaram um valor económico positivo. Contudo, a ampla faixa entre o mínimo de - € 12.767.495,60 e o máximo de € 10.532.498, juntamente com o desvio padrão elevado de € 380.131,41, sugere uma grande variabilidade no desempenho económico das empresas.
- IV. O EBIT: O EBIT apresenta uma média de € 81.929,59, o que sugere que, em média, as empresas da amostra geram resultados operacionais positivos. No entanto, há uma variação significativa nos valores observados, com um mínimo de - € 89.246.689,13 e um máximo de € 20.593.891,00, refletindo a diversidade do desempenho operacional entre as empresas. O desvio padrão elevado de € 558.262,27 indica uma grande dispersão em torno da média, revelando que os resultados das empresas variam substancialmente. A ampla faixa entre o valor mais baixo e o mais alto reflete que, enquanto algumas empresas enfrentam prejuízos operacionais substanciais, outras alcançam lucros operacionais muito expressivos.
- V. Fluxo de caixa das atividades operacionais varia significativamente, com uma média de € 520532,86, sugerindo que, em média, as empresas geraram um fluxo de caixa operacional positivo. No entanto, a presença de um valor mínimo de - € 15.906.825,40 indica que algumas empresas enfrentam fluxos de caixa operacionais negativos. O desvio padrão elevado de € 1.658.099,04 reforça a ampla variabilidade entre as empresas.
- VI. A média negativa de - € 397.247,33 para o fluxo de caixa das atividades de investimento sugere que, em geral, as empresas estão investindo mais do que estão recebendo, refletindo um aumento nos investimentos de capital. A variabilidade é novamente alta, com um desvio padrão de € 2.275.741,72 indicam diferentes estratégias de investimento entre as empresas.
- VII. Fluxo de caixa das atividades de financiamento também apresenta uma média negativa de - € 397.247,34, indicando que, em geral, as empresas estão pagando mais dívidas do que contraindo novas. A grande variabilidade nos fluxos de caixa de financiamento é evidenciada pelo desvio padrão de € 2.041.754,80.
- VIII. A dimensão das entidades apresenta uma média de 1,13, o que indica que, em geral, a maioria das empresas na amostra tende a se enquadrar nas categorias de micro e pequenas empresas, com predominância para as microentidades. A variação entre as entidades é relativamente baixa, como mostrado pelo desvio padrão de 0,556, indicando que a maioria das empresas está concentrada em categorias de menor porte. Os valores extremos vão desde um mínimo de 1, representando as microentidades, até um máximo de 4, representando as grandes entidades.

A análise descritiva das variáveis dependentes e independentes revela uma grande variabilidade nos dados financeiros das empresas de 2016 a 2022. As medidas de tendência central indicam média positiva, indicando criação de valor económico. As variáveis independentes apresentam fluxos de

caixa operacionais e financiamento geralmente negativos, refletindo desafios na geração de caixa e no pagamento de dívidas. A variabilidade significativa nas observações destaca a diversidade nas estratégias e desempenho financeiro das empresas analisadas.

**Tabela 7.** Localização das empresas por distrito.

<b>Distritos</b>	<b>Frequência</b>	<b>%</b>
Angra do Heroísmo	1365	0,49%
Aveiro	13286	4,77%
Beja	3206	1,15%
Braga	15778	5,66%
Bragança	2807	1,01%
Castelo Branco	3605	1,29%
Coimbra	9492	3,41%
Évora	4123	1,48%
Faro	26334	9,45%
Funchal	10507	3,77%
Guarda	3150	1,13%
Horta	1421	0,51%
Leiria	11375	4,08%
Lisboa	80731	28,98%
Ponta Delgada	3661	1,31%
Portalegre	2289	0,82%
Porto	43687	15,68%
Santarém	7847	2,82%
Setúbal	17262	6,20%
Viana do Castelo	5971	2,14%
Vila Real	3794	1,36%
Viseu	6909	2,48%
Total	278600	100%

Fonte: Elaboração própria.

Conforme a Tabela 7 é possível retirar as seguintes observações:

- I. A capital do país, Lisboa, apresenta a maior concentração de empresas, cerca de 80.731 observações, representando 28,98% do total de empresas em Portugal. A localização estratégica de Lisboa, com a sua infraestrutura desenvolvida, atrai uma ampla gama de atividades empresariais. No setor de turismo, Lisboa é um destino popular tanto para turistas nacionais quanto internacionais, o que pode explicar a alta concentração de empresas.
- II. Porto, com cerca de 43.687 observações, é o segundo distrito com a maior concentração de empresas, representando cerca de 15,68% das empresas em Portugal. Conhecido pela sua importância histórica e cultural, a presença de inúmeras empresas, com muitas empresas de turismo, hospitalidade e serviços relacionados estabelecidas na região.
- III. Localizado na região do Algarve, Faro é o terceiro distrito com a maior concentração de empresas, representando aproximadamente 9,45% do total nacional. O distrito atrai muitos turistas devido às suas praias, clima ameno e infraestrutura turística bem desenvolvida.

- IV. O distrito da Horta apresenta a menor concentração de empresas entre todos os distritos analisados, com apenas 1.421 observações, representando 0,51% do total de empresas em Portugal. Horta, localizada na região autónoma dos Açores, é uma área geograficamente isolada e menos populosa em comparação com os outros distritos do país.
- V. Conforme os dados fornecidos pela Tabela 8, verifica-se que as microentidades representam a grande maioria das empresas (244.903 observações) na amostra. Lisboa e Vale do Tejo é onde fica a maior concentração de microentidades, com cerca de 94.560 observações, seguida pelo norte de Portugal.

**Tabela 8.** Número de observações por dimensão das empresas e por região.

Região	Dimensão				Total
	Micro entidades	Pequenas entidades	Médias entidades	Grande Entidades	
Norte Portugal	70860	7968	212	25	79065
Algarve	21665	4305	343	21	26334
Lisboa e Vale do Tejo	94560	13352	668	158	108738
Centro Portugal	32293	3287	57	0	35637
Alentejo	10849	983	40	0	11872
R. Autónoma da Madeira	8992	1372	120	23	10507
R. Autónoma dos Açores	5684	716	47	0	6447
<b>Total</b>	<b>244903</b>	<b>31983</b>	<b>1487</b>	<b>227</b>	<b>278600</b>

Fonte: Elaboração própria.

Lisboa e Vale do Tejo liderou novamente em termos de pequenas entidades, refletindo a diversidade e a densidade do setor empresarial na capital e as suas proximidades.

O Algarve apresenta um número significativo de médias entidades, demonstrando a importância do turismo e outras atividades económicas na região.

Com base nos dados analisados, constata-se o seguinte:

- I. A distribuição das empresas por dimensão e região em Portugal é bastante diversa, refletindo a variedade económica e geográfica do país. As microentidades, definidas como aquelas com até 10 trabalhadores ou com volume de negócios até € 700.000, ou balanço até € 350.000, representa a maioria das empresas em todas as regiões, com maior concentração em Lisboa e Vale do Tejo e no Norte de Portugal.
- II. As pequenas entidades, que tem entre 10 e 50 trabalhadores, volume de negócios entre € 700.000 e € 8.000.000, ou balanço entre € 350.000 e € 4.000.000, também estão mais presentes em Lisboa e Vale do Tejo, seguidas pelo Norte de Portugal e Algarve.
- III. No que diz respeito às médias entidades, caracterizadas por terem entre 50 e 250 trabalhadores, volume de negócios entre € 8.000.000 e € 40.000.000, ou balanço entre € 4.000.000 e € 20.000.000, a sua presença é significativa no Algarve, evidenciando a importância do setor turístico na região.

IV. Por fim, as grandes entidades, que possuem mais de 250 trabalhadores ou volume de negócios superior a € 40.000.000, ou balanço superior a € 20.000.000, estão concentradas principalmente em Lisboa e Vale do Tejo, refletindo a centralização das maiores empresas na capital.

Esta distribuição indica que, embora as micro e pequenas empresas sejam predominantes em todo o país, Lisboa e Vale do Tejo apresentam uma concentração significativamente maior de empresas, sobretudo nas categorias de médias e grandes entidades. Esta concentração acentuada, juntamente com as assimetrias geográficas, também evidentes na região Norte, que apesar de ter um grande número de microentidades, possui uma menor presença de médias e grandes empresas. Estas desigualdades contribuem para a acentuação das disparidades no desenvolvimento regional em Portugal, particularmente entre o litoral e as regiões do interior. Além disso, a relevância das médias entidades no Algarve ressalta a importância do turismo como motor económico regional.

A Tabela 9 apresenta os resultados da estatística descritiva com as comparações das médias entre o EVA e as dimensões das empresas.

**Tabela 9.** Estatística descritiva do EVA, por região.

EVA	N	Média	Desvio padrão	95% de Intervalo de Confiança	
				para Média	
				Limite inferior	Limite superior
Norte Portugal	11712	13.308,17	263.012,59	8.544,36	18.071,97
Algarve	5037	31.844,63	395.000,75	20.933,63	42.755,63
Lisboa e Vale do Tejo	14994	26.322,71	485.538,26	18.550,45	34.094,98
Centro Portugal	7046	1.830,38	218.850,05	-3.280,53	6.941,29
Alentejo	2078	5.063,03	120.974,51	-141,39	10.267,45
Região Autónoma da Madeira	1728	17.845,66	653.605,19	-12.993,05	48.684,37
Região Autónoma dos Açores	1522	2.691,31	296.758,70	-12.229,42	17.612,03
Total	44117	17.437,74	380.131,41	13.890,50	20.984,98

Fonte: Elaboração Própria.

Da análise da Tabela 9 observa-se algumas tendências interessantes quanto ao EVA, por região. De modo geral, em quase todas as regiões de Portugal, as médias do EVA são positivas, indicando que as empresas do setor do turismo (nomeadamente do alojamento e restauração), em grande parte, estão a gerar valor económico. No entanto, existem exceções que se destacam negativamente.

Observa-se que as três regiões com as maiores médias de EVA são Algarve (€31.844,63), Lisboa e Vale do Tejo (€26.322,71) e Região Autónoma da Madeira (€17.845,66). A região do Algarve lidera com a média de EVA mais elevada, situando-se entre €20.933,63 e €42.755,63 no intervalo de confiança, o que reflete um desempenho económico superior e consistente nessa região. Lisboa e Vale do Tejo apresenta a segunda maior média, com um intervalo de confiança entre €18.550,45 e €34.094,98, indicando uma forte contribuição para o valor económico em comparação com outras regiões do continente. A Região Autónoma da Madeira também demonstra um desempenho positivo, com uma média considerável de EVA e um intervalo de confiança que se estende de €-12.993,05 a

€48.664,37. Essa amplitude no intervalo de confiança sugere uma variabilidade maior, mas ainda assim representa um valor médio elevado.

Por outro lado, as regiões de Centro Portugal e Região Autónoma dos Açores destacam-se negativamente em comparação com as demais. Centro Portugal apresenta uma média de EVA de apenas €1.830,38, com um intervalo de confiança que vai de €-3.280,59 a €6.941,29. Esse resultado sugere uma baixa contribuição ao valor econômico agregado e uma variabilidade considerável nos dados dessa região. Similarmente, a Região Autónoma dos Açores tem uma média de EVA de €2.691,31, com um intervalo de confiança que varia entre €-12.229,49 e €17.612,03, o que também indica uma média relativamente baixa e uma elevada incerteza sobre o valor real, possivelmente associada a uma menor estabilidade econômica.

Esses resultados evidenciam diferenças regionais significativas no EVA, com as regiões do Algarve, Lisboa e Vale do Tejo, e a Madeira destacando-se positivamente, enquanto o Centro e os Açores apresentam valores médios menos expressivos. Esses dados podem apontar para a necessidade de intervenções econômicas específicas nessas regiões menos favorecidas para reduzir a disparidade econômica regional.

A seguir, a Tabela 10 apresenta a estatística descritiva e comparações das médias entre EVA e a dimensão dos estabelecimentos, observou-se que as grandes entidades apresentaram a maior média, com 1.646.477,31, enquanto as microentidades tiveram a menor média, de 543,50. Isso indica que empresas de maior porte no setor tendem a gerar um valor econômico agregado significativamente superior, possivelmente devido a suas maiores capacidades operacionais e financeiras. Por outro lado, as microentidades, com sua estrutura mais limitada, apresentam um EVA consideravelmente menor, o que sugere desafios em termos de criação de valor e lucratividade.

**Tabela 10.** Estatística descritiva entre EVA, por dimensão.

	N	Média	Desvio padrão	95% de Intervalo de Confiança para Média	
				Limite inferior	Limite superior
Microentidades	26320	543,50	60504,95	-187,49	1274,50
Pequenas entidades	16639	24291,36	349863,34	18974,99	29607,72
Médias entidades	1030	135983,30	1568911,55	40056,70	231909,90
Grande Entidades	128	1646477,31	3256158,68	1076960,22	2215994,41
Total	44117	17437,74	380131,41	13890,50	20984,98

Fonte: Elaboração própria.

Na última análise descritiva desse ponto, foi elaborada a comparação de médias do EVA em relação à dimensão das empresas e suas respectivas regiões conforme consta no Apêndice I.

De acordo com a análise feita no Apêndice I, este panorama revela que as grandes entidades, especialmente nas regiões autónomas de Madeira e no Norte, têm um desempenho significativamente superior em termos de criação de valor económico, enquanto as microentidades e médias entidades em algumas regiões enfrentam maiores dificuldades. Estes resultados sugerem que a dimensão das empresas, juntamente com a localização geográfica, pode ser um fator determinante para a rentabilidade no setor do turismo.

## 3.2. Validação das Hipóteses de Estudo

Neste subponto, com o intuito de responder à pergunta de investigação “Qual o impacto das atividades operacionais, investimento e financiamento na rentabilidade das empresas do setor do turismo?”, foram formuladas algumas hipóteses de investigação, que serão analisadas a seguir.

Para investigar e testar as hipóteses propostas, utilizou-se o método de regressão linear múltipla através do *software* SPSS, uma abordagem estatística apropriada que permite avaliar o impacto de múltiplas variáveis independentes (*cash-flows* das atividades operacionais, investimento e financiamento, região e dimensão da empresa) e as variáveis dependentes (como a EBIT e EVA), complementada pela análise univariada de variância para uma exploração mais abrangente dos dados.

As hipóteses são as seguintes:

HI<sub>1</sub>: os *cash-flows* das atividades operacionais, investimento e financiamento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EVA.

HI<sub>1a</sub>: os *cash-flows* das atividades operacionais, têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EVA.

HI<sub>1b</sub>: os *cash-flows* das atividades de investimento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EVA.

HI<sub>1c</sub>: os *cash-flows* das atividades de financiamento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EVA.

No contexto da validação das hipóteses propostas, optou-se pela utilização do método *stepwise*, na regressão linear múltipla em vez do método *enter*. A razão para escolha prende-se com o facto de o *stepwise* permitir a inclusão apenas das variáveis que apresentam um nível de significância estatística relevante para o modelo, eliminando automaticamente as que não contribuem significativamente. No caso em questão, o *cash-flow* das atividades de financiamento (FCF) foi excluído do modelo (ver Tabela 11), que ao testar o método *enter*, o seu valor de significância estatística, superior a 0,05 (ver o Apêndice II), indicou que a sua contribuição para o modelo não é relevante. Isto contrasta com o método *enter*, que incluiria todas as variáveis independentemente da sua relevância. A escolha de *stepwise* justifica-se quando se pretende elaborar um modelo mais económico, isto é, mais

simplificado e com as variáveis mais determinantes, evitando assim a incorporação de variáveis que poderiam introduzir ruído desnecessário nos resultados obtidos (Rodrigues, 2012).

A Tabela 11 apresenta os resultados da regressão linear múltipla entre o EVA como variável dependente e as variáveis FCO e FCI como variáveis independentes. O FCF foi excluído devido à sua baixa significância. Deste modo a hipótese H1c nula não pode ser rejeitada, isto é, não há evidência estatística suficiente para rejeitar a hipótese nula de que os FCF não têm impacto na rentabilidade das empresas do turismo, medida pelo EVA. Foram validados os pressupostos do modelo de regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados, nomeadamente a normalidade dos erros, pela aplicação do teste de Kolmogorov-Smirnov (KS), com a correção de Lilliefors ( $KS_{(5638)} = 0,248$   $p\text{-value} < 0,001$  e a independência dos erros, através do teste de Durbin-Watson ( $DW=1,394$ ). Como o valor do teste DW (2; 5693) está dentro do intervalo  $[0, dL]$ , sendo  $dL_{(2,200)} = 1.75$ , conforme a tabela dos valores críticos de Durbin-Watson em Marôco, (2014, p. 699) pelo que de acordo com a tabela de decisão apresentada por este autor, os resíduos não são independentes, apresentando autocorrelação positiva. Verificando a independência das variáveis independentes, isto é, analisando a multicolinearidade das variáveis, através da *Variance Inflation Factor* (VIF) e a tolerância ( $VIF= 1,047$  e tolerância = 0,955) para ambas as variáveis independentes, FCO e FCI, cujos valores são inferiores a 5 e superiores a 0,2, não há indícios de colinearidade entre as variáveis, ou seja, verifica-se o pressuposto de ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes. O modelo resultante é válido, apesar de não ter possível validar o pressuposto da independência dos erros, uma vez que a estatística F (2; 5635 = 440,586, com  $p\text{-value} < 0,001$  (ou seja,  $p\text{-value} < 5\%$ ), indica que a significância global do modelo permite verificar que pelo menos uma variável independente influencia significativamente a rentabilidade das empresas do turismo, medido pelo EVA.

A Tabela 11 apresenta os resultados da aplicação linear múltipla entre o EVA e as variáveis independentes FCO e FCI.

**Tabela 11.** Modelo Regressão linear múltipla entre EVA e FCO e FCI.

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficiente padronizados	t	Sig.	Estatística de Colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	-52729,195	13476,375		-3,913	<0,001		
FCO	0,188	0,008	0,301	23,765	<0,001	0,955	1,047
FCI	-0,079	0,006	-0,156	-12,344	<0,001	0,955	1,047
Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin- Watson		
Estatística	0,368	0,135	0,135	964592.0785	1,394		
ANOVA	F (2, 5635) = 440,586		Sig				

Nota: FCO - fluxo de caixa das atividades operacionais; FCI – fluxo de caixa das atividades de investimento; FCF – fluxo de caixa das atividades de financiamento; t – estatística t de Student; Sig – nível de significância; VIF- *Variance Inflation Factor*.; F - distribuição F de Fisher-Snedecor;

Fonte: Elaboração própria.

Como observado na Tabela 11, o modelo encontrado tem um poder explicativo de 13,5% (, ou seja, 13,5% da variação verificada na rentabilidade medida pelo EVA é explicada pelas duas variáveis independentes FCO e FCI. Analisando os valores dos betas não estandardizados, verifica-se que o beta do coeficiente de intercepção ou constante é negativo e estatisticamente significativo ( $\beta_0 = -52729,20$ ;  $t = -3,913$ ;  $p\text{-value} < 0,001$ ), o que significa que se as variáveis independentes forem nulas, o EVA médio é negativo, ou seja, as empresas do turismo estarão a perder valor.

Quanto aos coeficientes não estandardizado das variáveis independentes em análise, verifica-se que uma variação de € 1 nos fluxos de caixa operacionais (FCO) contribui com € 0,188 para o crescimento do EVA, esta relação positiva é estatisticamente significativa para um nível de significância de 5% ( $\beta_{FCO} = 0,188$ ;  $t = 23,765$ ;  $p\text{-value} < 0,001$ ). Já com a variável independente fluxos de caixa das atividades de investimento (FCI), apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo, em que que o crescimento de € 1 nos FCI contribui com € 0,079 para o decréscimo do EVA ( $\beta_{FCI} = -0,079$ ;  $t = -12,344$ ;  $p\text{-value} < 0,001$ ).

Considerando os betas estandardizados, verifica-se que a partir da análise da Tabela 11 se pode concluir que se rejeita a hipótese nula, ou seja, existem evidências estatística suficientes para afirmar que os *cash-flows* das atividades operacionais (FCO) têm impacto de 30%, positivo e estatisticamente significativo, para qualquer nível de significância, ( $\beta_{FCO} = 0,301$ ;  $p\text{-value} < 0,001$ ) na rentabilidade das empresas do setor de turismo, medida pelo EVA, sendo que, os *cash-flows* das atividades de investimento (FCI) têm impacto negativo de 15,6% ( $\beta_{FCI} = -0,156$ ;  $p\text{-value} < 0,001$ ) na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EVA a um nível de significância de 5%.

O modelo estimado é representado pela seguinte equação (7):

$$EVA = -52729,195 + 0,188 FCO - 0,079 FCI \quad [7]$$

(p < 0,001)      (p < 0,001)      (p > 0,001)

$$(R_{Ajustado}^2 = 0,135)$$

De seguida, para validar a segunda hipótese de investigação, na Tabela 12 apresenta-se os resultados da regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados, entre o EBIT como variável dependente e as variáveis independentes FCO, FCI e FCF. Assim pretende-se validar as seguintes hipóteses:

H1<sub>2</sub>: os *cash-flows* das atividades operacionais, investimento e financiamento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT.

H1<sub>2a</sub>: os *cash-flows* das atividades operacionais, têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT.

H1<sub>2b</sub>: os *cash-flows* das atividades de investimento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT.

H1<sub>2c</sub>: os *cash-flows* das atividades de financiamento têm impacto na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT.

Foram validados os pressupostos do modelo de regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados, nomeadamente a normalidade dos erros, pela aplicação do teste de Kolmogorov-Smirnov (KS), com a correção de Lillefors ( $KS_{(5638)} = 0,271$   $p\text{-value} < 0,001$ ) e a independência dos erros, através do teste de Durbin-Watson ( $DW=1,495$ ). Como o valor do teste DW (3,5634) está dentro do intervalo  $[0, dL]$ , sendo  $dL_{(2,200)} = 1.75$ , conforme a tabela dos valores críticos de Durbin-Watson em Marôco, (2014, p. 699) pelo que de acordo com a tabela de decisão apresentada por este autor, os resíduos não são independentes, apresentando autocorrelação positiva. Verificando a independência das variáveis independentes, isto é, analisando a multicolinearidade das variáveis, através da *Variance Inflation Factor* (VIF) e a tolerância em que para variável dependente FCO (VIF= 2,979 e tolerância = 0,336) em que o VIF está abaixo do limiar crítico de 5, indicando que não há problemas significativos de multicolinearidade. As outras variáveis independentes FCI (VIF= 5,730 e tolerância = 0,175) e FCF (VIF= 5,021 e tolerância = 0,199), ambos ligeiramente acima de 5, sugerindo a presença de multicolinearidade moderada. Isso pode indicar que essas variáveis estão correlacionadas com outras variáveis independentes no modelo, o que pode afetar a precisão da estimação dos coeficientes Beta associados a essas variáveis (Rodrigues, 2012).

O modelo resultante é válido, apesar de não ter possível validar o pressuposto da independência dos erros, uma vez que a estatística F (3; 5634 = 807,343, com  $p\text{-value} < 0,001$  (ou seja,  $p\text{-value} < 5\%$ ), indica que a significância global do modelo permite verificar que pelo menos uma variável independente influencia significativamente a rentabilidade das empresas do turismo, medido pelo EBIT.

**Tabela 12.** Modelo Regressão linear múltipla entre EBIT e FCO, FCI e FCF.

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficiente padronizados	t	Sig.	Estatística de colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	168353,388	17406,011		9,672	<0,001		
FCO	0,377	0,017	0,420	21,838	<0,001	0,336	2,979
FCI	-0,092	0,017	-0,140	-5,267	<0,001	0,175	5,730
FCF	-0,182	0,018	-0,249	-9,993	<0,001	0,199	5,021
Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa		Durbin- Watson	
Estatística		0,301	0,300	1245383,391		1,495	
ANOVA		F (3,5634) = 807,343	Sig				

Nota: FCO - fluxo de caixa das atividades operacionais; FCI – fluxo de caixa das atividades de investimento; FCI - fluxo de caixa das atividades de investimento; FCF – fluxo de caixa das atividades de financiamento; t – estatística t de *Student*; Sig – nível de significância; VIF- *Variance Inflation Factor*.; F - distribuição F de *Fisher-Snedecor*; a e o b – Preditores: (constante), Fluxos de caixa de atividades operacionais; Fluxo de caixa das atividades de investimento; Fluxos de caixa das atividades de financiamento;

Fonte: Elaboração própria.

Como observado na Tabela 12, o modelo encontrado tem um poder explicativo de 30% ( $R^2$ ), ou seja, 30% da variação verificada na rentabilidade medida pelo EBIT é explicada pelas três variáveis independentes FCO, FCI e FCF. Analisando os valores dos betas não estandardizados, verifica-se que o beta do coeficiente de intercepção ou constante é positivo e estatisticamente significativo ( $b_0=168353,388$ ;  $t=9,672$ ;  $p\text{-value}<0,001$ ), o que indicando que, quando todas as variáveis independentes são zero, o EBIT ainda tem um valor positivo.

Quanto aos coeficientes não estandardizado das variáveis independentes em análise, verifica-se que uma variação de € 1 nos fluxos de caixa operacionais (FCO) contribui com € 0,377 para o crescimento do EBIT, esta relação positiva é estatisticamente significativa para um nível de significância de 5% ( $\beta_{FCO}= 0,377$ ;  $t = 21,838$   $p\text{-value}<0,001$ ). Já com as variáveis independente fluxos de caixa das atividades de investimento (FCI), e fluxos de caixa das atividades de financiamento (FCF) ambas apresentam um coeficiente negativo e estatisticamente significativo, em que o crescimento de € 1 nos FCI contribui com € 0,092 para o decréscimo do EBIT ( $\beta_{FCI}= - 0,092$ ;  $t = -5,267$ ;  $p\text{-value}<0,001$ ) e nos FCF contribui com € 0,182 para o decréscimo do EBIT ( $\beta_{FCF}= - 0,182$ ;  $t= -9,993$ ;  $p\text{-value}<0,001$ ).

De acordo com os resultados da Tabela 12, rejeita-se o  $H_0$ , ou seja, existem evidências estatística suficientes para afirmar que os *cash-flows* das atividades operacionais têm impacto positivo de 42% ( $\beta_{FCO}=0,420$ ;  $p\text{-value} < 0,001$ ) na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT, os *cash-flows* das atividades de investimento têm impacto negativo de 14% ( $\beta_{FCI}= - 0,140$ ;  $p\text{-value} < 0,001$ ) na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT, e os *cash-flows* das atividades de financiamento têm impacto negativo de 24,9% ( $\beta_{FCF}= - 0,24,9$ ;  $p\text{-value} < 0,001$ ) na rentabilidade das empresas do setor de turismo medido pelo EBIT, a um nível de significância de 5 %.

O modelo estimado é representado pela seguinte equação 8:

$$EBIT = 168353,388 + 0,377 FCO - 0,92 FCI - 0,182 FCF \quad [8]$$

(p<0,001)    (p<0,001)    (p>0,001)    (p>0,001)

$$(R_{Ajustado}^2 = 0,30).$$

Para validação da H13 empresas do setor de turismo a Tabela 13 apresenta uma análise descritiva, com a comparação das médias entre a localização e os fluxos de caixa das atividades operacionais, financiamento e investimento.

**Tabela 13.** Estatística descritiva e comparação das médias regiões e FCO, FCI e FCF.

Fluxos de Caixa	Regiões	N	Média (€)	Desvio padrão (€)	95% de Intervalo de Confiança para Média	
					Limite inferior (€)	Limite superior (€)
Atividades operacionais	Norte Portugal	1079	329.530,80	1.298.753,61	251.950,39	407.111,20
	Algarve	1014	597.959,18	1.749.205,73	490.166,51	705.751,84
	Lisboa e Vale do Tejo	2274	630.694,90	1.902.408,86	552.462,25	708.927,55
	Centro Portugal	485	184.098,94	674.000,49	123.964,29	244.233,60
	Alentejo	181	162.843,57	644.390,36	68.331,42	257.355,71
	R. Autónoma da Madeira	397	860.905,13	1.998.636,94	663.700,95	1.058.109,31
	R. Autónoma dos Açores	208	375.614,13	1.154.025,36	217.860,87	533.367,40
	Total	5638	520.532,86	1.658.099,04	477.242,69	563.823,03
Atividades de investimento	Norte Portugal	1079	-270.653,37	1140.798,76	-338.798,41	-202.508,32
	Algarve	1014	-554.894,96	3.292.781,74	-757.808,61	-351.981,30
	Lisboa e Vale do Tejo	2274	-420.203,83	2.295.826,86	-514.614,98	-325.792,67
	Centro Portugal	485	-279.406,62	1.418.065,27	-405.927,09	-152.886,14
	Alentejo	181	-210.356,83	810.939,12	-329.296,54	-91.417,13
	R. Autónoma da Madeira	397	-456.724,89	2.910.878,61	-743.939,36	-169.510,43
	R. Autónoma dos Açores	208	-358326,64	1246523,62	-528724,25	-187.929,02
	Total	5638	-397.247,34	2.275.741,72	-456.663,12	-337.831,56
Atividades de financiamento	Norte Portugal	1079	-20.859,81	1.192.423,50	-92.088,63	50.369,02
	Algarve	1014	48.948,97	2.958.290,67	-133.352,08	231.250,02
	Lisboa e Vale do Tejo	2274	-117.710,46	2.083.583,89	-203.393,56	-32.027,36
	Centro Portugal	485	115.834,98	1.376.058,71	-6.937,66	238.607,61
	Alentejo	181	88957,99	897348,80	-42655,34	220.571,32
	R. Autónoma da Madeira	397	-309075,89	2080548,80	-514362,26	-103.789,52
	R. Autónoma dos Açores	208	79.376,50	1.372.016,99	-108.175,84	266.928,84
	Total	5638	-48.680,12	2.041.754,80	-101.986,89	4.626,6547

Fonte: Elaboração própria.

A partir da Tabela 13 pode-se observar que ao nível dos fluxos de caixa das atividades operacionais, a Região Autónoma da Madeira apresenta uma média de € 860.905,13 (desvio padrão (DP) = € 1,998,636.94). Esta região é a que apresenta o maior valor médio de fluxos de caixa operacionais,

indicando que as empresas desta região geram um desempenho operacional positivo elevado. A região de Lisboa e Vale do Tejo com uma média de € 630.694,89 (DP = € 1.902.408,85) está em segundo lugar, indicando também um forte desempenho operacional. A Região Autónoma dos Açores exibe uma média de €375.614,13 (DP = € 1.154.025,34), sendo a região com a média mais baixa para fluxos de caixa operacionais, sugerindo um desempenho inferior em relação às outras regiões.

Quanto aos Fluxos de Caixa das Atividades de Investimento, a região do Alentejo apresenta uma média negativa (Média = - € 210.356,84; DP = € 810.939,12), porém, é a região que tem o menor valor negativo, sugerindo menores saídas de caixa para investimentos comparado com outras regiões. A região Centro de Portugal também apresenta saídas de caixa menores para investimentos (Média = - € 279.406,61; DP = € 1.418.065,27), sendo a segunda melhor. A região do Algarve é a que apresenta maior saída negativa de fluxos de caixa para investimentos (Média = - € 554.849,96; DP = € 3.292.781,74), seguida da Região Autónoma da Madeira com a segunda média maior fluxos de caixa para investimentos negativos (Média = - € 456.724,89; DP = € 2.910.878,61), sugerindo um maior volume de investimento nestas regiões, o que pode refletir maiores gastos de capital ou investimentos estratégicos. Lisboa e Vale do Tejo, apesar de ser a região com o maior número de empresas (maior número de observações), aparece apenas em terceiro lugar, em termos de FCI, com média de - € 420.204,83 (DP = € 2.295.826,86).

Em termos de Fluxos de Caixa das Atividades de Financiamento, a região Centro é a que apresenta a maior média positiva de FCF (Média = € 115.834,98; DP = € 1.376.058,71), sugerindo que as empresas da região estão a receber mais financiamento do que estão a pagar, ou seja estarão a captar mais financiamento do que a amortizar, seguindo-se a região do Alentejo (Média = € 88.958,00; DP = € 897.348,80) e Região Autónoma dos Açores (Média = € 79.376,47; DP = € 1.370.216,99). A Região Autónoma da Madeira apresenta uma grande saída de fluxos de caixa para financiamento (Média = - € 309.075,82; DP = € 2.080.548,80), o que sugere maiores pagamentos de dívida ou retornos aos investidores, seguindo-se as regiões de Lisboa e Vale do Tejo (Média = - € 117.710,45; DP = €2.083.583,886) e a região Norte (Média = - € 20.859,8076; DP = € 1.192.423,503).

Com base nesses dados, é possível observar que a Região Autónoma da Madeira lidera em fluxos de caixa operacionais, mas apresenta maiores saídas de caixa em investimentos e financiamento. Por outro lado, a região Centro destaca-se nos fluxos de caixa de financiamento com uma média positiva, no entanto é a segunda com menor fluxo de caixa das atividades operacionais e terceira com pior desempenho de fluxos de caixa de atividades de investimento. A Região Autónoma dos Açores tem um desempenho misto, com resultados positivos no financiamento (terceira posição), mas menos favoráveis em termos de fluxos de caixa operacionais. De salientar ainda o desempenho da região do Alentejo que foi a que, em média, gerou menores fluxos de caixa de atividades operacionais e tem menor investimento (menores fluxos de caixa da atividade de investimento negativos), é a segunda região com fluxos de caixa das atividades de financiamento maiores, o que parece contraditório com o resultado dos fluxos de caixa de investimento.

Para proceder à análise das diferenças significativas entre as regiões e os fluxos de caixa operacionais, de investimento e de financiamento, foi testada a normalidade das variáveis

dependentes fluxo de caixa das atividades operacionais [Kolmogorov-Smirnov (KS)<sub>(5638)</sub> = 0,245, *p-value* <0,001], fluxo de caixa das atividades de investimento [KS)<sub>(5638)</sub> = 0,366, *p-value* <0,001] e fluxo de caixa das atividades financiamento [KS)<sub>(5638)</sub> = 0,289, *p-value* <0,001], verificando-se que as mesmas não seguem uma distribuição normal, uma vez que se rejeita a hipótese nula de normalidade. O teste de *Levene* demonstrou que o grupo de fluxo de caixa das atividades operacionais [Levene <sub>(6,5631)</sub> = 29,203, *p-value* < 0,001], fluxo de caixa das atividades de investimento [Levene <sub>(6,5631)</sub> = 7,641, *p-value* < 0,001] e fluxo de caixa das atividades financiamento [Levene <sub>(6,5631)</sub> = 8,196, *p-value* < 0,001] não apresentam homogeneidade da variância.

Os resultados da ANOVA demonstraram que existem diferenças entre os grupos fluxo de caixa das atividades operacionais e a localização das empresas [Welch's F <sub>(6, 1.173,10)</sub> = 23,323, *p-value* < 0,001]. Pelo teste de *post-hoc* de *Games-Howell* (ver o Apêndice III), demonstrou-se que foram encontradas diferenças estatisticamente significativas entre os *cash-flows* das atividades operacional, investimento e financiamento. Assim, pode-se inferir que a localização do estabelecimento tem influência no nível dos *cash-flows* das atividades operacionais em que uma empresa do Norte tem um fluxo de caixa menor que uma empresa no Algarve de € 268.428,38, (pode-se verificar também na Tabela 14) com um *p-value* < 0,001, a um nível de significância de 0,05.

**Tabela 14:** Análise das regiões estatisticamente significativas entre si.

Fluxo de caixa operacional							
Região	Norte Portugal	Algarve	Lisboa e Vale do Tejo	Centro Portugal	Alentejo	R. Autónoma da Madeira	R. Autónoma dos Açores
Norte Portugal	-	-268.428,38*	-301.164,10*	145.431,85	166.687,23	-531.374,33*	-46.083,33
Algarve	268.428,38*	-	-32753,72	413.860,23*	435.115,61*	-262.945,95	222345,05
Lisboa e Vale do Tejo	301.164,10*	32735,72	-	446.595,95*	467.851,33*	-230.210,23	255.080,77
Centro Portugal	-145.431,85	-413.860,23*	-446.595,95*	-	21.255,38	-676.806,18*	-191.515,19
Alentejo	-166.687,23	-435.115,61*	-467.851,33*	-21.255,38	-	-698.061,56*	-212.770,57
R. Autónoma da Madeira	531.374,33*	262.945,95	230.210,23	676.806,18*	698.061,56*	-	485.290,99*
R. Autónoma dos Açores	46.083,34	-222.345,05	-255.080,77	191.515,19	212770,57	-485.290,99*	-

Fluxo de caixa de financiamento							
Região	Norte Portugal	Algarve	Lisboa e Vale do Tejo	Centro Portugal	Alentejo	R. Autónoma da Madeira	R. Autónoma dos Açores
Norte Portugal	-	-69.808,78	96.850,65	-136.694,78	-109.817,80	288.216,09	-100.236,30
Algarve	69.808,78	-	166.659,42	-66.886,01	-40.009,02	358.024,86	-30.427,53
Lisboa e Vale do Tejo	-96.850,65	-166.659,42	-	-233.545,43*	-206.668,45	191.365,44	-197.086,95
Centro Portugal	136.694,78	66886,01	233.545,43*	-	26.876,98	424.910,86*	36.458,48
Alentejo	109.817,80	40009,02	206668,45	-26876,98	-	398.033,88*	9.581,49
R. Autónoma da Madeira	-28.8216,09	-288.216,09	-288.216,09	-424.910,86*	-398.033,88*	-	-388.452,39
R. Autónoma dos Açores	100.236,30	30.427,53	197.086,95	-36.458,48	-9.581,49	388.452,39	-

Nota: Unidade €; \*. A diferença média é significativa no nível 0.05

Fonte: Elaboração própria

Em termos de fluxos de caixa da atividade de investimento (FCI) existem diferenças entre os grupos FCI e a localização das empresas [*Welch's F* (6, 1.150,38) = 2,706, *p-value* = 0,013]. No entanto, pelo teste de *post-hoc* de *Games-Howell* (ver o Apêndice III), demonstrou-se que estas diferenças não são estatisticamente significativas com um grau de significância de 5%.

Por fim, o fluxo de caixa das atividades de financiamento<sup>2</sup> verifica-se que existem diferenças entre os grupos fluxo destas atividades e a localização das empresas [*Welch's F* (6, 1.130,73) = 3,606, *p-value* = 0,002]. Pelo teste de *post-hoc* de *Games-Howell* (ver o Apêndice III), demonstrou-se que foram encontradas diferenças estatisticamente significativas (com um grau de significância (*p-value*) inferior a 5%) entre a região Centro com as regiões Lisboa e Vale do Tejo e Região Autónoma da Madeira. Verificaram-se ainda diferenças estatisticamente significativas da região do Alentejo com a Região Autónoma da Madeira.

Desta forma, valida-se a H<sub>3</sub>, ou seja, a localização do estabelecimento tem influência no nível dos *cash-flows* das atividades operacionais, investimentos e financiamentos na rentabilidade das empresas do setor de turismo, embora com maior incidência na atividade operacional.

A última hipótese deste estudo H<sub>4</sub>: “A dimensão do estabelecimento tem influência no nível dos *cash-flows* das atividades operacionais, investimentos e financiamentos na rentabilidade das empresas do setor de turismo” visa investigar a influência da dimensão dos estabelecimentos no nível dos *cash-flows* das atividades operacionais, investimentos e financiamento sobre a rentabilidade das empresas do setor de turismo. Para testar esta hipótese, utilizou-se o mesmo procedimento aplicado na H<sub>3</sub>, que incluiu a realização de uma análise de variância seguida pelo teste *post hoc* de *Games-Howell*. Este método foi selecionado por ser adequado quando as variâncias entre os grupos não são homogêneas, permitindo uma análise detalhada das diferenças nos *cash-flows* em relação ao tamanho dos estabelecimentos e sua influência sobre a rentabilidade.

Pelo teste de *Levene* demonstrou-se que os grupos dos fluxos de caixa das atividades operacionais [*Levene* (3,5634) = 727,723, *p-value* = 0,000], fluxo de caixa das atividades de investimento [*Levene* (3,5634) = 209,837, *p-value* < 0,001] e fluxo de caixa das atividades financiamento [*Levene* (3,5634) = 190,327, *p-value* < 0,001] não apresentam homogeneidade da variância.

A Tabela 15 apresenta a estatística descritiva entre a dimensão e os fluxos de caixa operacionais, de investimentos e de financiamentos.

---

<sup>2</sup> Com base nos resultados do teste de *Games-Howell* no Apêndice III, no que diz respeito às atividades de financiamento, apesar de o nível de significância ser superior a 5%, os valores das médias que apresentaram um asterisco (\*) indicam que são estatisticamente significativos ao nível de 5%. Por exemplo, diferença de médias entre Lisboa e vale do Tejo e Centro de Portugal, como também Alentejo e Região Autónoma da Madeira, são regiões que apresentaram essa marcação, sugerindo que há evidências estatísticas suficientes para afirmar que a localização do estabelecimento influencia os *cash-flows* de financiamento.

**Tabela 15.** Estatística descritiva e comparação das médias Dimensão e FCO, FCI e FCF.

		N	Média	Desvio padrão	95% de Intervalo de Confiança para Média	
					Limite inferior	Limite superior
Fluxos de caixa da atividade operacional	Microentidades	862	11.843,56	345.109,25117	-11.227,1968	34.914,33
	Pequenas entidades	3737	235.036,73	999.258,93	202.988,41	267.085,05
	Médias entidades	911	1.606.515,12	2.148.756,19	1.466.796,58	1.746.233,67
	Grande Entidades	128	4.552.246,75	5.455.974,53	3.597.971,77	5.506.521,74
	Total	5638	520.532,86	1.658.099,04	477.242,69	563.823,03
Fluxos de caixa das atividades de investimento	Microentidades	862	-96.802,61	1.238.367,28	-179.588,22	-14.017,00
	Pequenas entidades	3737	-242.098,19	1.676.771,86	-295.875,77	-188.320,61
	Médias entidades	911	-855.059,33	2.520.749,97	-1.018.966,02	-691.152,64
	Grande Entidades	128	-3.691.848,97	8.801.960,63	-5.231.352,28	-2.152.345,67
	Total	5638	-397.247,34	2.275.741,72	-456.663,12	-337.831,56
Fluxos de caixa das atividades de financiamento	Microentidades	862	85.981,39	1.221.286,92	4.337,61	167.625,17
	Pequenas entidades	3737	56.497,65	1.375.751,53	12.374,43	100.620,88
	Médias entidades	911	-486.409,65	2.800.822,74	-668.527,51	-304.291,79
	Grande Entidades	128	-910.836,06	7.775.763,14	-2.270.852,72	449.180,59
	Total	5638	-48.680,12	2.041.754,80	-101.986,89	4.626,65

Nota: Unidade €; \*. A diferença média é significativa no nível 0.05

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com os dados da Tabela 15 pode-se concluir que quanto aos fluxos das atividades operacionais, as grandes entidades apresentam as melhores médias, enquanto as microentidades têm o pior desempenho. Nas atividades de investimento, todas as médias são negativas, mas as grandes entidades destacam-se por apresentar o menor valor negativo, enquanto as pequenas entidades têm o pior resultado. Em relação às atividades de financiamento, as microentidades e pequenas entidades possuem os melhores resultados, com as grandes entidades apresentando o pior desempenho.

Os resultados da ANOVA demonstram que existem diferenças entre os grupos fluxo de caixa das atividades operacionais e a dimensão das empresas [*Welch's F* (3, 543,987) = 217,639, *p-value* < 0,001]. Pelo teste de *post-hoc* de *Games-Howell*, demonstrou-se que foram encontradas diferenças estatisticamente significativas entre os *cash-flows* das atividades operacionais. Assim, a dimensão do estabelecimento tem influência no nível dos *cash-flows* das atividades operacionais a um nível de significância de 5%, como se verifica na Tabela 16.

**Tabela 16.** Comparações múltiplas -Games Howell para HI<sub>4</sub> – Atividade operacional.

		Diferença média (I-J)	Erro Padrão	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite inferior	Limite superior
Microentidades	Pequenas entidades	-223.193,16*	20.133,69	<0,001	-274.939,10	-171.447,23
	Médias entidades	-1.594.671,56*	72.155,34	<0,001	-1.780.366,12	-1.408.977,00
	Grande Entidades	-4.540.403,19*	482.387,81	<0,001	-5.796.218,99	-3.284.587,39
Pequenas entidades	Microentidades	223.193,16*	20.133,69	<0,001	171.447,23	274.939,10
	Médias entidades	-1.371.478,40*	73.043,98	<0,001	-1.559.444,13	-1.183.512,66
	Grande Entidades	-4.317.210,03*	482.521,53	<0,001	-5.573.355,43	-3.061.064,62
Médias entidades	Microentidades	1.594.671,56*	72.155,34	<0,001	1.408.977,00	1.780.366,12
	Pequenas entidades	1.371.478,40*	73.043,98	<0,001	1.183.512,66	1.559.444,13
	Grande Entidades	-2.945.731,63*	487.471,08	<0,001	-4.214.088,92	-1.677.374,34
Grande Entidades	Microentidades	4.540.403,19*	482.387,81	<0,001	3.284.587,39	5.796.218,99
	Pequenas entidades	4.317.210,03*	482.521,53	<0,001	3.061.064,62	5.573.355,43
	Médias entidades	2.945.731,63*	487.471,08	<0,001	1.677.374,34	4.214.088,92

Nota: Unidade €; \*. A diferença média é significativa no nível 0.05

Fonte: Elaboração própria.

Verificam-se igualmente diferenças entre os grupos fluxo de caixa das atividades investimento e a dimensão das empresas [*Welch's F* (3, 528,997) = 28,370, *p-value* < 0,001].

**Tabela 17.** Comparações múltiplas -Games Howell para HI<sub>4</sub> – Atividade de investimento.

		Diferença média (I-J)	Erro Padrão	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite inferior	Limite superior
Microentidades	Pequenas entidades	145.295,58*	50.313,25	0,020	15.909,35	274.681,81
	Médias entidades	758.256,72*	93.562,90	<0,001	517.589,09	998.924,35
	Grande Entidades	3.595.046,36*	779.133,29	<0,001	1.566.829,46	5.623.263,27
Pequenas entidades	Microentidades	-145.295,58*	50.313,25	0,020	-274.681,81	-15.909,35
	Médias entidades	612.961,14*	87.905,12	<0,001	386.788,83	839.133,45
	Grande Entidades	3.449.750,78*	778.474,13	<0,001	1.423.158,80	5.476.342,77
Médias entidades	Microentidades	-758.256,72*	93.562,90	<0,001	-998.924,35	-517.589,09
	Pequenas entidades	-612.961,14*	87.905,12	<0,001	-839.133,45	-386.788,83
	Grande Entidades	2.836.789,64*	782.460,59	0,002	800.366,54	4.873.212,75
Grande Entidades	Microentidades	-3.595.046,36*	779.133,29	<0,001	-5.623.263,27	-1.566.829,46
	Pequenas entidades	-3.449.750,78*	778.474,13	<0,001	-5.476.342,77	-1.423.158,80
	Médias entidades	-2.836.789,64*	782.460,59	0,002	-4.873.212,75	-800.366,54

Nota: Unidade €; \*. A diferença média é significativa no nível 0.05

Fonte: Elaboração própria.

Pelo teste de *post-hoc* de *Games-Howell* demonstrou-se que foram encontradas diferenças significativas entre os *cash-flows* das atividades investimento. Assim, a dimensão do estabelecimento tem influência no nível dos *cash-flows* das atividades de investimento a um nível de significância 5%, como se verifica na Tabela 17.

Relativamente ao fluxo de caixa das atividades financiamento verificam-se igualmente diferenças entre o grupo e a dimensão das empresas [*Welch's F* (3, 520,926) = 11,919, *p-value* < 0,001]. No entanto, pelo teste de *post-hoc* de *Games-Howell* demonstrou-se que foram encontradas diferenças significativas a um nível de significância de 5% em apenas algumas dimensões de empresas como se verifica na Tabela 18.

**Tabela 18.** Comparações múltiplas -Games Howell para HI<sub>4</sub> – Atividade de financiamento.

		Diferença média (I-J)	Erro Padrão	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite inferior	Limite superior
Microentidades	Pequenas entidades	29.483,74*	47.294,83	0,925	-92.163,08	151.130,55
	Médias entidades	572.391,04*	101.692,24	<0,001	310.791,15	833.990,92
	Grande Entidades	996.817,45*	688.544,52	0,472	-795.547,21	2.789.182,12
Pequenas entidades	Microentidades	-29.483,74*	47.294,83	0,925	-151.130,55	92.163,08
	Médias entidades	542.907,30*	95.485,39	<0,001	297.197,23	788.617,37
	Grande Entidades	967.333,72*	687.655,22	0,498	-822.838,63	2.757.506,06
Médias entidades	Microentidades	-572.391,04*	101.692,24	<0,001	-833.990,92	-310.791,15
	Pequenas entidades	-542.907,30*	95.485,39	<0,001	-788.617,37	-297.197,23
	Grande Entidades	424.426,42*	693.523,04	0,928	-1.380.221,08	2.229.073,91
Grande Entidades	Microentidades	-996.817,45*	688.544,52	0,472	-2.789.182,12	795.547,21
	Pequenas entidades	-967.333,72*	687.655,22	0,498	-2.757.506,06	822.838,63
	Médias entidades	-424.426,42*	693.523,04	0,928	-2.229.073,91	1.380.221,08

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com o resultado das tabelas anteriores Tabela 16, Tabela 17 e Tabela 18 pode-se concluir que existe evidências estatísticas suficientes para afirmar que a dimensão do estabelecimento tem influência no nível dos *cash-flows* das atividades operacionais, investimentos e financiamentos na rentabilidade das empresas do setor de turismo a um nível de significância de 5% validando-se desta forma HI<sub>4</sub>.

## Conclusões, Linhas de Orientação para Futuras Investigações

Este estudo teve como principal objetivo compreender a relevância das demonstrações de fluxo de caixa para a rentabilidade das empresas do setor de turismo, especificamente nas atividades de alojamento e restauração (CAE 55 e 56). Através da análise de uma amostra de dados financeiros e não financeiros, extraídos de bases de dados como o SABI e o INE, foi possível obter insights importantes sobre o impacto das atividades operacionais, de investimento e de financiamento na performance das empresas do setor.

Os resultados indicam que o fluxo de caixa das atividades operacionais exerce um impacto positivo significativo na rentabilidade das empresas, tanto medido pelo EVA (com um impacto de 30%) como pelo EBIT (com um impacto de 42%). Este resultado destaca a importância das operações no sucesso financeiro das empresas de turismo, evidenciando que uma boa gestão dos fluxos operacionais pode contribuir significativamente para a criação de valor.

Por outro lado, o fluxo de caixa das atividades de financiamento demonstrou um impacto negativo na rentabilidade, com uma redução de 15% no EVA e de 24,9% no EBIT. Este resultado reflete os desafios associados ao financiamento no setor, onde o recurso a capital externo, quando mal gerido, pode reduzir a lucratividade.

O fluxo de caixa das atividades de investimento, embora esperado como um fator relevante, não apresentou significância estatística no impacto sobre a rentabilidade quando medido pelo EVA, sendo excluído da análise por meio do método *stepwise*. No entanto, no caso do EBIT, verificou-se um impacto negativo de 14%, sugerindo que os investimentos realizados pelas empresas do setor podem, a curto prazo, comprometer os resultados financeiros.

Adicionalmente, os resultados sugerem que a localização geográfica das empresas influencia os seus fluxos de caixa operacionais e de financiamento. Especificamente, empresas situadas no Norte apresentam um fluxo de caixa operacional significativamente menor que aquelas localizadas no Algarve, enquanto empresas de Lisboa e Vale do Tejo têm fluxos de caixa de financiamento inferiores às do Centro de Portugal. Estes resultados sublinham a importância de fatores regionais no desempenho financeiro das empresas do setor de turismo.

Por fim, conclui-se que a dimensão das empresas tem uma influência clara nos fluxos de caixa operacionais, de investimento e de financiamento, com as grandes entidades a apresentar melhores resultados financeiros em comparação com as microentidades. Esta conclusão reforça a ideia de que empresas de maior dimensão têm maior capacidade de gestão financeira, aproveitando melhor as oportunidades de mercado e gerindo de forma mais eficaz os seus recursos.

Com base nos resultados deste estudo, sugere-se o desenvolvimento de investigações futuras que aprofundem os seguintes temas:

Impacto de fatores regionais no setor de turismo: Dado que a localização geográfica foi um fator significativo na rentabilidade das empresas, estudos futuros podem investigar mais detalhadamente

as características regionais que influenciam os fluxos de caixa, como políticas públicas, infraestruturas turísticas e o perfil dos turistas.

Análise de longo prazo dos fluxos de caixa de investimento: Embora os resultados tenham demonstrado um impacto negativo dos fluxos de caixa de investimento no curto prazo, seria interessante realizar uma análise longitudinal que avaliasse o impacto destes investimentos a médio e longo prazo, considerando o tempo necessário para os retornos sobre os investimentos.

Dimensão e eficiência na gestão de fluxos de caixa: Considerando que as grandes entidades apresentaram melhores resultados no que toca à rentabilidade, futuras investigações podem explorar as práticas de gestão financeira destas empresas, analisando como a eficiência na gestão dos fluxos de caixa pode ser replicada em empresas de menor dimensão.

Estudos comparativos entre setores: Uma investigação comparativa entre o setor de turismo e outros setores de atividade poderia ajudar a identificar particularidades no comportamento dos fluxos de caixa e na rentabilidade das empresas, trazendo à luz as especificidades da gestão financeira no turismo.

Influência de variáveis macroeconómicas: Estudos que incluam a análise de variáveis macroeconómicas, como taxas de juro, inflação e variação cambial, podem ajudar a compreender como estas influenciam os fluxos de caixa das empresas do setor de turismo e, conseqüentemente, a sua rentabilidade.

Este estudo contribui para a literatura ao clarificar o impacto dos diferentes tipos de fluxos de caixa na rentabilidade das empresas de turismo, mas também abre espaço para novas investigações que possam expandir e aprofundar este conhecimento, explorando outras variáveis e contextos que influenciam o desempenho financeiro no setor.

## Referências

- Aburishah, K. E., Dahiyat, A. A., & Owais, W. O. (2022). Impact of cash flow on earnings management in Jordan. *Cogent Business and Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2135211>
- Adiloglu, B., & Vuran, B. (2017). The importance of EBIT- EBITDA disclosure in annual reports: A comparison from Turkey. *International Journal of Social Sciences and Education Research*, 3(2). <https://doi.org/10.24289/ijsser.284252>
- Akın, B., & Seyfettinoğlu, Ü. K. (2022). Factors determining the location decision: Analysis of location choice preferences of the ICI-1000 companies with the nested logit model. *Central Bank Review*, 22(1). <https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2022.03.001>
- Al Zobi, M. K., & Al-Dhaimesh, O. H. (2021). The impact of cash flow statement components on stocks volatility: Evidence from Qatar. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(2). [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(2\).2021.29](https://doi.org/10.21511/imfi.18(2).2021.29)
- Amelia, R. W., & Sunarsi, D. (2020). Pengaruh Return on Asset Dan Return on Equity Terhadap Debt To Equity Ratio Pada Pt. Kalbe Farma, Tbk. *Ad-Deenar: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 4(01), 105. <https://doi.org/10.30868/ad.v4i01.738>
- Araújo, E. S. de. (2017). A demonstração dos fluxos de caixa como ferramenta gerencial: uma análise de indicadores de liquidez das empresas do segmento de tecidos, vestuário e calçados. In *Repositório Universidade Federal do Rio Grande do Norte*. Universidade Federal do Rio Grande do Norte.
- Araujo, J. A. O. de, & Ribeiro, M. de S. (2020). Remuneração Executiva e Desempenho. *Revista de Empreendedorismo, Negócios e Inovação*, 5(2), 4–25. <https://doi.org/10.36942/reni.v5i2.367>
- Arifaj, A. H., Berisha, V., Morina, F., & Avdyli, E. (2023). Exploring the impact of cash flow, company size, and debt on financial performance in corporations. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(3). [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(3\).2023.22](https://doi.org/10.21511/imfi.20(3).2023.22)
- Arimany, N., & Viiladecans, C. (2016). Analysis of the Cash Flow Statement's Usefulness: An Empirical Study. *European Accounting and Management Review*, 2(1), 75–100. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2737292>
- Azargoon, S., & Schröder, C. (2016). *The role of talent in firm location decision: A multiple-case study of clean-tech firms in Uppsala*.
- Azevedo, S. C. P. de. (2012). *A importância dos fluxos de caixa na análise da solvência, liquidez e viabilidade das empresas. Dissertação de Mestrado*. Instituto Superior de Contabilidade.
- Batista, B., Rodrigues, D., Moreira, E., & Silva, F. (2021). Reflexões em torno de Metodologias de Investigação: recolha de dados. In UA Editora (Ed.), *Reflexões em torno de Metodologias de Investigação: recolha de dados* (Vol. 2). Universidade de Aveiro. <https://doi.org/10.34624/ka02-fq42>

- Boicenco, O. (2010). *O Impacto Regional na Performance Económica e Financeira das Empresas de Hotelaria*.
- Broere, M., & Matthes, R. (2024). The present value discounting convention errors in uniform intra-period cash flow distributions. *Decision Analytics Journal*, 10, 100433. <https://doi.org/10.1016/J.DAJOUR.2024.100433>
- Budisaptorini, A. T., Chandrarin, G., & Asih, P. (2019). The effect of company size on company profitability and company value: The case of manufacturing companies. *International Journal of Economics and Business Administration*, 7(2). <https://doi.org/10.35808/ijeba/241>
- Bukvic, R. M., & Pavlovic, R. Z. (2023). The Cash Flow Concept in Modern Financial Analysis of Internal Sources of Companies' Investment Financing. *Current Aspects in Business, Economics and Finance Vol. 7*, 111–132. <https://doi.org/10.9734/bpi/cabef/v7/17298d>
- Bunea, O. I., Corbos, R. A., & Popescu, R. I. (2019). Influence of some financial indicators on return on equity ratio in the Romanian energy sector - A competitive approach using a DuPont-based analysis. *Energy*, 189. <https://doi.org/10.1016/j.energy.2019.116251>
- Cabral, M. C. (2017). Estratégia Turismo 2027. *Turismo de Portugal*, 66.
- Campenhoudt, L. Van, & Quivy, R. (2019). Manual de investigação em ciências sociais. In *Vasa* (1ª).
- Coutinho dos Santos, M., Magano, J., & Mota, J. (2023). The impact of the Covid-19 pandemic on the hotel Industry's economic performance: Evidence from Portugal. *Heliyon*, 9(5), e15850. <https://doi.org/10.1016/J.HELİYON.2023.E15850>
- Cunha, L. M. A. (2013). *Avaliação de projetos de investimento: erros na previsão de cash-flows avaliação de projetos de investimento*.
- D'Ecclesia, R. L., Levantesi, S., & Stefanelli, K. (2024). Measuring business impacts on the sustainability of European-listed firms. *Socio-Economic Planning Sciences*, 96(January). <https://doi.org/10.1016/j.seps.2024.102078>
- Decreto Lei n.º 191, 1ªserie Diário da Republica 5336 (2009).
- Deo, P. (2016). Evaluating a Cash Flow Statement. *2International Journal of Business, Accounting, & Finance*, 10(1), 22–42.
- Diretriz Contabilística n. º14, 2 (1992).
- Etim, E. O., Daferighe, E. E., Enang, E. R., & Nyong, M. B. (2022). Cash Flow Management and Financial Performance of Selected Listed Companies in Nigeria. *Indo-Asian Journal of Finance and Accounting*, 3(1), 27–46. <https://doi.org/10.47509/iajfa.2022.v03i01.03>
- Fernandes, M. de F. B. (2022a). *Impacto da localização geográfica na performance das empresas: aplicação do método Economic Value Added (EVA)*.

- Fernandes, M. de F. B. (2022b). *Impacto da localização geográfica na performance das empresas: aplicação do método Economic Value Added (EVA)*.
- Gaboardi, B., Fereira, M. M., & Silva, F. M. da. (2020). A Importância Da Demonstração Do Fluxo De Caixa Como Ferramenta Gerencial. *Paper Knowledge. Toward a Media History of Documents*, 7(2), 17–35.
- Gheshlaghi, F. D., Ahmadzadeh, Y., & Faal, F. (2014). The cash flow statement's component effect on Management Performance in firms enlisted in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management and Accounting Studies*, 2(01), 53–60. <https://doi.org/10.24200/jmas.vol2iss01pp53-60>
- Gitman, L. (2010a). *Principios da Administracao Financeira* (Pearson Education, Ed.; 12th ed.).
- Gitman, L. (2010b). *Principios da Administracao Financeira* (Pearson Education, Ed.; 12th ed.). <https://1drv.ms/b/c/e91f2e5e2f88bcd8/Edi8iC9eLh8ggOkoHgAAAAABNW8SFqxfVkpYv1byWy8liQ?e=l3xULV>
- Godinho, A. M. (2017). Estratégia Turismo 2027. *Turismo de Portugal*, 66. [http://estrategia.turismodeportugal.pt/sites/default/files/Estrategia\\_Turismo\\_Portugal\\_ET2027.pdf](http://estrategia.turismodeportugal.pt/sites/default/files/Estrategia_Turismo_Portugal_ET2027.pdf)
- Gofwan, H. (2022). Effect of Accounting Information System on Financial Performance of Firms: A Review of Literature Effect of Accounting Information System on Financial Performance of Firms: A Review of Related Literatures. *Journal of Acccounting Thoughts: A Methodological Approach*, 2(1), 57–60.
- Gonçalves, T. C., Louro, D., & Barros, V. (2023). Can Corporate Sustainability Drive Economic Value Added? Evidence from Larger European Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(4). <https://doi.org/10.3390/jrfm16040215>
- Gunay, F., & Ecer, F. (2020). Cash Flow Based Financial Performance of Borsa İstanbul Tourism Companies by Entropy-Mairca Integrated Model. *Journal of Multidisciplinary Academic Tourism*, 5(1), 29–37. <https://doi.org/10.31822/jomat.742022>
- Gupta, G. (2023). Geopolitical risk and investment-cash flow sensitivity: An empirical analysis for Indian business group-affiliated firms and non-business group-affiliated firms Gaurav Gupta. *Finance Research Letters*, 58(September). <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104574>
- Hariato, A., Ester, & Zulkheiri. (2023). The Analysis of Statement of Cash Flow in Assessing the Financial Performance at PT Akasha Wira International TBK. *Jurnal Kolaboratif Sains*, 6(7), 863–871. <https://doi.org/10.56338/jks.v6i7.3943>
- Hertina, D., & Saudi, M. H. M. (2019). Stock return: Impact of return on asset, return on equity, debt to equity ratio and earning per share. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 6(12), 93–104.
- Hu, W., Li, K., & Zhang, X. (2024). Financial constraints, cash flow timing patterns, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 157, 103855. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2024.103855>

- Huang, H.-C., Chang, H.-Y., & Liao, T.-H. (2023). Analyzing the Impact of the Labor Market on Company Location Selection Using Spatial Econometric Models. *Advances in Management and Applied Economics*. <https://doi.org/10.47260/amae/1369>
- IAS 33, 1013 (2014).
- IAS7. (2017). *Demonstração Dos Fluxos De Caixa -Dfc. 1988*, 1–4.
- Ilmiah, J., Dan, E., Syariah, K., Susandra Rohmandika, M., Wahyu, E., Budianto, H., Dwi, N., & Dewi, T. (2023). *Eco-Iqtishodi Pemetaan Penelitian seputar Variabel Determinan Return On Asset pada Perbankan Syariah: Studi Bibliometrik VOSviewer dan Literature Review*. 4, 1–18.
- Inácio, V. de S. (2007). FLUXO DE CAIXA UMA FERRAMENTA GERENCIAL PARA MICROEMPRESA – UM ESTUDO DE CASO. *Revista Brasileira de Ergonomia*, 9(2), 25.
- INE. (2021). Conta Satélite do turismo (2020). *Instituto Nacional de Estatística*, 1–6.
- INE. (2023). *Estatísticas do Turismo - 2022* (I. P. Instituto Nacional de Estatística, Ed.). Portal da INE. [www.ine.pt](http://www.ine.pt)
- Jacquinet, M. (2019). *Introdução breve ao conceito de Cash Flow (ou fluxo de caixa)*.
- Jankalová, M., & Kurotová, J. (2020). Sustainability assessment using economic value added. *Sustainability (Switzerland)*, 12(1). <https://doi.org/10.3390/su12010318>
- Kalbuana, N., Taqi, M., Uzliawati, L., & Ramdhani, D. (2023). CEO narcissism, corporate governance, financial distress, and company size on corporate tax avoidance. *Cogent Business and Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2167550>
- Kotronoulas, G., & Papadopoulou, C. (2023). A Primer to Experimental and Nonexperimental Quantitative Research: The Example Case of Tobacco-Related Mouth Cancer. *Seminars in Oncology Nursing*, 39(2), 0–6. <https://doi.org/10.1016/j.soncn.2023.151396>
- Leite, C. S. F. (2020). *Determinantes Da Rendibilidade E Estrutura De Capitais: Evidência Nas Empresas Da Euronext Lisboa*. 1–71.
- Lopez, J. M., & Sweet, I. T. (2024). The impact of corporate governance on the information content of earnings and cash flows: Evidence from Brazil. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103169. <https://doi.org/10.1016/J.IRFA.2024.103169>
- Macedo, M. A. D. S., Machado, M. R., Murcia, F. D.-R., & Machado, M. A. V. (2012). Análise Da Relevância Do Ebitda Versus Fluxo De Caixa Operacional No Mercado Brasileiro De Capitais. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 99–130.
- Marôco, J. (2014). *Análise Estatística com o SPSS Statistics.: 7ª edição (7th ed.)*. <https://books.google.pt/books?id=Ki5gDwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=pt-PT#v=onepage&q&f=false>

- Marques, B. B. H. (2022). *A Relevância da Informação Financeira na Perspetiva dos Gestores / Empresários da Região Norte de Portugal*. Instituto Politécnico de Bragança.
- Martins, C. A., Morais, A. A., & Morais, A. A. (2016). O contributo do turismo para o desenvolvimento das regiões. *Gaia Scientia*, 10(2), 84–91. <https://doi.org/10.21707/gaia.v10.n02a09>
- Mirnezami, S. A., Mousavi, S. M., & Mohagheghi, V. (2020). A new interval type-2 fuzzy approach for multi-scenario project cash flow assessment based on alternative queuing method and dependency structure matrix with a case study. *Engineering Applications of Artificial Intelligence*, 95, 103815. <https://doi.org/10.1016/J.ENGAPAI.2020.103815>
- Mishra, S. B., & Alok, S. (2017). Handbook of Research Methodology. *Dimensions Of Critical Care Nursing*, 9(1), 60. <https://doi.org/10.1097/00003465-199901000-00018>
- Neely, A. (1999). The performance measurement revolution: Why now and what next? *International Journal of Operations and Production Management*, 19(2), 205–228. <https://doi.org/10.1108/01443579910247437>
- Ni, Y., Huang, P., Chiang, P., & Liao, Y. (2019). Cash flow statements and firm value: Evidence from Taiwan. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 280–290. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.004>
- Noury, B., Hammami, H., Ousama, A. A., & Zeitun, R. (2020). The prediction of future cash flows based on operating cash flows, earnings and accruals in the French context. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 28. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100414>
- Oliveira, M. (2016). A Influência dos Eventos na Taxa de Ocupação Hoteleira Study Case - Montebelo Viseu Hotel & Spa. *Trabalho de Conclusão de Curso*, 1(9), 1–10.
- Pavlović, M., Gligorić, Č., & Cvijić-Rodić, J. (2021). Methodology of cash flows analysis. *Ekonomski Signali*, 16(1), 27–47. <https://doi.org/10.5937/ekonsig2101027p>
- Peixoto, M. M. da C., & Santos, T. A. dos. (2021). FLUXO DE CAIXA: Ferramenta para tomada de decisões nas pequenas empresas. *Centro Universitário FUNVIC*, 4(1), 1–23.
- Policarpo, J. F., & Ferreira, T. B. (2020a). *Fluxo de Caixa: Ferramenta Estratégica na Gestão de uma microempresa*. 61–75.
- Pompong, O. D. Y., & Rambak, J. E. (2022). Cash Flow Ratio Analysis as a Measuring Tool for The Company's Financial Performance at PT. Astra International Tbk. *Proceeding of The International Conference on Economics and Business*, 1(2), 01–08. <https://doi.org/10.55606/iceb.v1i2.107>
- Ratnaningtyas, H. (2021). Pengaruh Return on Equity, Current Ratio Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Harga Saham. *Jurnal Proaksi*, 8(1), 91–102. <https://doi.org/10.32534/jpk.v8i1.1660>
- Renaldo, N., Rozalia, D. K., Musa, S., Wahid, N., & Cecilia. (2023). Current Ratio, Firm Size, and Return on Equity on Price Earnings Ratio with Dividend Payout Ratio as a Moderation and Firm Characteristic

- as Control Variable on the MNC 36 Index Period 2017-2021. *Journal of Applied Business and Technology*, 4(3), 214–226. <https://doi.org/10.35145/jabt.v4i3.136>
- Ribeiro, M. M. R. da S. (2012). A POLÍTICA PÚBLICA DO TURISMO E O TURISMO SOCIAL. *Repositório Científico Do Instituto Politécnico Do Porto*, 112.
- Rodrigues, S. C. A. (2012). *Modelo de Regressão Linear e suas Aplicações* [Universidade de Beira Interior]. <http://hdl.handle.net/10400.6/1869>
- Rodriguez, C., Florido, C., & Jacob, M. (2020). Circular Economy Contributions to the Tourism Sector: A Critical Literature Review. *Sustainability*, 12, 1–27. <https://doi.org/10.3390/su12114338>
- Sani, F., & Annisa, A. (2020). Return On Asset, Return On Equity, Dan Earning Per Share Berpengaruh terhadap Return Saham. *E-Jurnal Manajemen*, 9(2), 1069–1088. <https://doi.org/DOI:https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2020.v09.i03.p13>
- Santos, S. P. dos, Macedo, L. R., & Souza, R. F. de. (2021). 8 A relevância do fluxo de caixa para a gestão em uma empresa familiar suilane. *Laboratorium penelitian dan pengembangan farmaka tropis Fakultas Farmasi Universitas Mulawarman, Samarinda, Kalimantan Timur*, 1(1), 105–112.
- Santos, M. L. M. (2012). *Imagem*.
- Shad, M. K., Lai, F. W., Fatt, C. L., Klemeš, J. J., & Bokhari, A. (2019). Integrating sustainability reporting into enterprise risk management and its relationship with business performance: A conceptual framework. *Journal of Cleaner Production*, 208, 415–425. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.10.120>
- Simões, A. J. R. (2009). *Proposta de um modelo adaptado para micro e pequenas empresas*. Universidade de Aveiro.
- Soboleva, Y. P., Matveev, V. V., Ilinskaya, S. A., Efimenko, I. S., Rezvyakova, I. V., & Mazur, L. V. (2018). MONITORING OF BUSINESSES OPERATIONS WITH CASH FLOW ANALYSIS. *International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET)*, 9(11), 2034–2044.
- Sridhar, K. S., & Wan, G. (2010). Firm location choice in cities: Evidence from China, India, and Brazil. *China Economic Review*, 21(1). <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2009.11.003>
- Stewart, B. (2019). EVA, not EBITDA: A New Financial Paradigm for Private Equity Firms. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(3), 103–115. <https://doi.org/10.1111/jacf.12365>
- Stoffelen, A. (2024). A review of tourism and bordering processes: Launching the Annals of Tourism Research Curated Collection on tourism and territorial borders. *Annals of Tourism Research*, 105, 103728. <https://doi.org/10.1016/j.annals.2024.103728>
- Su, W., Zhang, Q., Ling, Y., & Wong, W. M. (2024). Evaluation of the green economic value added index in the game of enterprise capital providers. *Heliyon*, 10(1), e23890. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e23890>

- Takhtaei, N., & Karimi, H. (2017a). The Effect of Firm Size on Predictability Future Cash Flows Using Earnings and Operating Cash Flows. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(1), 90. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v9i1.10795>
- Takhtaei, N., & Karimi, H. (2017b). The Effect of Firm Size on Predictability Future Cash Flows Using Earnings and Operating Cash Flows. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(1), 90. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v9i1.10795>
- Tarawneh, S., Almahmoud, A. F., & Hajjeh, H. (2023). Impact of cash flow variation on project performance: contractors' perspective. *Engineering Management in Production and Services*, 15(1). <https://doi.org/10.2478/emj-2023-0006>
- Tomé, A. (2022). 2 Anos de Pandemia: O Impacto Económico no Setor Turístico. *TravelBI by Turismo de Portugal*.
- Tureac, C., & Turtureanu, A. (2010). Types and Forms of Tourism. *Acta Universitatis Danubius. Œconomica*, 4(1), 92–103.
- Urazov, K. B.; Shirinov, U. A. (2023). IMPROVING THE STATEMENT OF CASH FLOWS. *Экономика и Социум*, 6(109), 595–598.
- Verma, S. K., & Kumar, S. (2024). Fractal dimension analysis of financial performance of resulting companies after mergers and acquisitions. *Chaos, Solitons and Fractals*, 181(February). <https://doi.org/10.1016/j.chaos.2024.114683>
- Wippch, T. de F. (2009). *Fluxo de caixa para empresas que precisam gerencialmente de analises de caixa em segmentos ou produtos*. Universidade Federal do Parana.

## Apêndice

Tabela A. I. EVA por região e dimensão da empresa.

		EVA					
		Estatística	Viés	Erro Padrão	Intervalo de Confiança 95%		
					Inferior	Superior	
Norte Portugal	Microentidades	Média	44,06	-0,47	520,62	-1.045,76	993,74
		N	7.472	3,20	82,51	7.315,03	7.637,00
		Erro Desvio	44.738,60	-486,62	7483,97	32.392,87	59.618,33
	Pequenas entidades	Média	25.962,58	24,01	3.486,07	18.965,24	33.042,58
		N	4.077,00	-1,34	64,75	3.945,05	4.202,00
		Erro Desvio	225.639,38	-862,82	18.768,52	189.164,59	264.088,70
	Médias entidades	Média	115.124,76	-3.239,82	115.275,43	-111.907,21	341.208,26
		N	152,00	0,52	12,63	129,03	178,00
		Erro Desvio	1.413.172,32	-14.327,40	141.383,27	1.119.080,08	1668.917,15
	Grande Entidades	Média	2.926.150,90	-20.311,98	1.303.431,23	233.494,98	5312.176,96
		N	11,00	-0,13	3,18	5,00	17,00
		Erro Desvio	4.349.832,59	-258.607,84	683.683,18	2.643.057,33	5384.647,03
	Total	Média	13.308,17	-94,26	2.402,14	8.693,64	18.289,85
		N	11.712,00	2,24	104,51	11.521,05	11.914,92
		Erro Desvio	263.012,59	-1.804,76	21.683,07	221.592,65	304.618,48
Algarve	Microentidades	Média	3.152,03	-15,66	1.078,71	814,06	5.079,14
		N	2.506,00	-1,28	51,26	2.403,00	2.608,97
		Erro Desvio	55.767,13	-731,43	8.116,15	40585,08	72.014,93
	Pequenas entidades	Média	40.177,51	92,40	6.476,45	28051,88	53.047,35
		N	2.274,00	-3,42	46,25	2181,05	2.360,95
		Erro Desvio	319.693,77	-1.013,61	25.160,32	271810,59	367.452,52
	Médias entidades	Média	224.708,42	-1.382,37	82.520,00	62571,85	382.022,89
		N	247,00	0,60	15,29	219,03	278,00
		Erro Desvio	1.309.602,65	530,21	105.317,25	1094942,78	1.513.309,95
	Grande Entidades	Média	563.577,65	26.782,46	1.097.591,21	-1.548.291,3	2.862.104,58
		N	10,00	0,01	3,28	4,00	17,00
		Erro Desvio	3.488.138,61	-231.757,64	756.714,36	1.661.651,46	4.572.790,98
	Total	Média	31.844,63	37,01	5.417,59	21.277,71	42.762,61
		N	5.037,00	-4,08	68,55	4.896,03	5.169,00
		Erro Desvio	395.000,75	1.188,29	25.360,66	349.024,12	449.957,83

Fonte: Elaboração própria

**Tabela A. I.** EVA por região e dimensão da empresa. (cont.)

		EVA				Intervalo de Confiança 95%	
		Estatística	Viés	Erro Padrão	Inferior	Superior	
Lisboa e Vale do Tejo	Microentidades	Média	1.428,45	0,28	709,28	15,99	2.853,81
		N	8.069,00	3,31	85,45	7.908,03	8.245,95
		Erro Desvio	63.715,89	-569,12	10.473,36	43.487,24	83.254,43
	Pequenas entidades	Média	29.767,08	133,52	5.858,23	18.917,91	41.386,12
		N	6414,00	-0,79	79,44	6.254,00	6.566,95
		Erro Desvio	472.357,91	-444,36	37.399,26	405.808,52	548.318,50
	Médias entidades	Média	139.176,89	-3285,90	83.946,79	-28.710,72	295.439,04
		N	417,00	-0,92	20,11	378,00	457,00
		Erro Desvio	1.724.627,96	-8126,19	141.625,09	1.446.000,90	1.990.608,20
	Grande Entidades	Média	1.427.593,85	424,45	270.502,80	915.962,72	1.969.401,49
		N	94,00	-0,03	9,48	76,00	112,00
		Erro Desvio	2.620.508,92	-24252,51	250.874,91	2.088.775,45	3.105.236,83
	Total	Média	26.322,71	-51,17	4005,80	18.229,47	34.171,57
		N	14.994,00	1,58	114,95	14.779,05	15.212,95
		Erro Desvio	485.538,26	-396,94	24.503,00	437.526,86	535.278,27
Centro Portugal	Microentidades	Média	1.615,35	-1,86	321,75	1003,59	2.288,19
		N	4.992,00	1,30	73,50	4844,05	5.130,00
		Erro Desvio	23.415,66	-185,03	2736,71	18418,02	28.961,37
	Pequenas entidades	Média	16.132,13	-23,82	2577,94	11026,49	21.446,85
		N	2.003,00	-1,36	44,33	1917,05	2.094,95
		Erro Desvio	113.859,82	-552,76	6404,78	101124,18	12.5849,96
	Médias entidades	Média	-538.816,78	2774,18	326360,21	-1276976,23	34.803,44
		N	51,00	0,06	7,37	37,00	65,97
		Erro Desvio	2.422.457,22	-134111,92	662.199,17	926.796,64	3.522.667,27
	Total	Média	1.830,38	-0,50	2.534,72	-3436,66	6.303,55
		N	7.046,00	-0,01	85,64	6.878,03	7.197,90
		Erro Desvio	218.850,05	-8.964,84	57.417,18	100.579,34	315.900,66

Fonte: Elaboração própria

**Tabela A. I.** EVA por região e dimensão da empresa.(cont.)

		EVA						
					Intervalo de Confiança 95%			
		Estatística	Viés	Erro Padrão	Inferior	Superior		
Alentejo	Microentidades	Média	2.165,15	58,30	1.250,37	-60,80	4885,68	
		N	1.473,00	0,09	38,43	1.395,03	1.550,00	
		Erro Desvio Média	46.324,79	-847,49	11.025,84	25.701,11	67.116,52	
	Pequenas entidades	N	575,00	-0,08	23,28	530,00	622,97	
		Erro Desvio Média	173.680,64	-861,24	20.243,48	129.855,24	21.4215,11	
		Médias entidades	161.826,05	-4168,71	99.174,47	-14.638,79	372.590,15	
	Médias entidades	N	30,00	-0,16	5,23	20,00	40,00	
		Erro Desvio Média	562.415,53	-25.999,38	109.997,94	281.779,43	732.940,11	
		Médias entidades	5.063,03	-117,25	2.651,54	-397,98	10.243,14	
	Total	N	2.078,00	-0,15	45,34	1.987,00	2.165,97	
		Erro Desvio Média	120.974,51	-881,17	12.265,54	95.138,57	14..135,75	
	Região Autónoma da Madeira	Microentidades	Média	-15.828,95	-10,26	6.989,19	-31.562,18	-4417,95
			N	827,00	0,35	28,52	774,03	882,97
			Erro Desvio Média	202.114,09	-13.534,93	70.510,92	52.006,71	323.414,95
Pequenas entidades		N	-31.078,73	-152,12	10.214,98	-50.841,17	-11.018,57	
		Erro Desvio Média	796,00	-0,61	26,93	744,00	852,00	
		Médias entidades	285.269,84	-887,02	22.334,17	241.329,84	331.322,66	
Médias entidades		N	325.376,88	-3.839,09	138.865,20	29.618,92	589.739,31	
		Erro Desvio Média	92,00	-0,10	9,39	75,00	110,00	
		Médias entidades	1.333.993,20	-9.502,88	132.538,80	1.074.515,04	1.587.341,06	
Grande Entidades		N	2.979.372,11	-47.276,01	1.510.417,92	-224.063,06	5.739.247,64	
		Erro Desvio Média	13,00	0,01	3,35	7,00	20,00	
		Médias entidades	5.414.758,16	-348.406,47	1.406.767,74	1.709.549,95	7.301.748,47	
Total		N	17.845,66	-688,65	15.519,21	-14.041,15	47.752,08	
		Erro Desvio Média	1.728,00	-0,35	40,81	1.649,00	1.814,00	
Total	N	653.605,19	-2.259,83	75.860,30	490.570,96	793.567,65		
	Erro Desvio Média							

Fonte: Elaboração própria

**Tabela A. I. EVA por região e dimensão da empresa.(cont.)**

EVA		Intervalo de Confiança 95%						
		Estatística	Viés	Erro Padrão	Inferior	Superior		
Região Autónoma dos Açores	Microentidades	Média	-3.681,84	-1,49	1.024,81	-5819,10	-1.708,36	
		N	981,00	0,25	30,59	922,03	1.042,00	
		Erro Desvio	30.978,07	-222,72	3.303,14	24843,20	37.505,50	
	Pequenas entidades	Média	11.987,51	-203,24	14.992,89	-18587,20	41.388,61	
		N	500,00	-0,10	22,55	456,03	545,97	
		Erro Desvio	329.659,05	-4.738,17	58.452,79	214192,72	439.947,01	
	Médias entidades	Média	41.812,06	9.183,00	220.699,29	-382967,92	478.892,43	
		N	41,00	0,03	6,31	29,00	53,00	
		Erro Desvio	1.402.077,46	-37.129,27	174.209,31	966329,84	1.652.261,97	
	Total	Média	2.691,31	153,58	7.668,92	-13866,79	17.282,68	
		N	1.522,00	0,18	37,81	1450,00	1.597,97	
		Erro Desvio	296.758,70	-2.491,13	32.551,75	226.866,58	359.729,56	
	Total	Microentidades	Média	543,50	0,66	372,95	-178,30	1.250,97
			N	26.320,00	7,22	150,85	26.032,03	26.619,97
			Erro Desvio	60.504,95	-467,22	8.016,81	45.373,29	77.000,61
Pequenas entidades		Média	24.291,36	38,43	2.622,32	19.502,34	29.788,38	
		N	16.639,00	-7,70	124,71	16.391,13	16.879,97	
		Erro Desvio	349.863,34	4,83	20.244,38	313.386,64	392.475,62	
Médias entidades		Média	135.983,30	-2.110,49	48.695,14	35.463,05	226.163,63	
		N	1.030,00	0,04	32,33	964,03	1.095,00	
		Erro Desvio	1.568.911,55	-3.672,07	87.742,92	1.395.221,40	1.733.827,63	
Grande Entidades		Média	1.646.477,31	-8.113,27	287.350,68	1.064.106,91	2.197.546,37	
		N	128,00	-0,14	11,11	106,03	151,00	
		Erro Desvio	3.256.158,68	-13370,76	247870,11	2761922,34	3.737.592,98	
Total		Média	17.437,74	-66,68	1836,99	13.721,65	20.930,94	
		N	44.117,00	-0,59	189,89	43.726,13	44.502,95	
		Erro Desvio	380.131,41	-62,90	13.896,48	351.928,15	405.602,62	

Fonte: Elaboração própria

**Tabela A. II.** Teste da HI1 pelo método Enter

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro estandardizado	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	-53394,286	13478,955		-3,961	<0,001		
Fluxos de caixa das atividades operacionais	0,169	0,013	0,271	12,659	<0,001	0,336	2,979
Fluxos de caixa das atividades de investimento	-0,024	0,014	-0,053	-1,781	<b>0,075</b>	0,175	5,730
Fluxos de caixa das atividades de financiamento	-0,102	0,014	-0,200	-7,222	<0,001	0,199	5,021

Fonte: Elaboração própria

**Tabela A. III.** Modelo Games-Howell

(I) Região	(J) Região	Diferença média (€)	Erro Padrão	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite Inferior	Limite Superior
<b>Fluxo de caixa operacional</b>						
Norte Portugal	Algarve	-268.428,38*	67.681,15	<b>0,001</b>	-468.192,85	-68663,91
	Lisboa e Vale do Tejo	-301.164,10*	56.167,62	<b>0,000</b>	-466.879,19	-135449,01
	Centro Portugal	145.431,85	49.999,16	<b>0,057</b>	-2.178,36	293042,06
	Alentejo	166.687,22	62107,97	<b>0,105</b>	-17.220,77	350595,23
	Região Autónoma da Madeira	-531.374,33*	107819,76	<b>0,000</b>	-850.503,31	-212245,35
	Região Autónoma dos Açores	-46.083,33.	89.252,59	<b>0,999</b>	-310.931,11	218.764,43
Algarve	Norte Portugal	268.428,38*	67.681,15	<b>0,001</b>	68.663,91	468.192,85
	Lisboa e Vale do Tejo	-32.735,72	67.889,72	<b>0,999</b>	-233.090,89	167.619,45
	Centro Portugal	413.860,23*	62.881,86	<b>0,000</b>	228.202,57	599.517,88
	Alentejo	435.115,612*	72.880,81	<b>0,000</b>	219.644,06	650.587,15
	Região Autónoma da Madeira	-262.945,95	114.364,82	<b>0,246</b>	-60.1197,33	75.305,43
	Região Autónoma dos Açores	222.345,04	97.057,91	<b>0,251</b>	-65.179,87	509.869,96

Nota: \* - a diferença média é significativa no nível 0,05

Fonte: Elaboração própria

**Tabela A. III. Modelo Games-Howell (cont.)**

(I) Região	(J) Região	Diferença média (€)	Erro Padrão	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite Inferior	Limite Superior
Lisboa e Vale do Tejo	Norte Portugal	301.164,10*	56.167,62	<b>0,000</b>	135.449,01	466.879,19
	Algarve	32.735,72	67.889,73	<b>0,999</b>	-167.619,45	233.090,90
	Centro Portugal	446.595,95*	50.281,13	<b>0,000</b>	298.212,37	594.979,54
	Alentejo	467.851,33*	62.335,20	<b>0,000</b>	283.310,88	652.391,79
	Região Autónoma da Madeira	-230.210,23	107.950,81	<b>0,335</b>	-549.715,51	89.295,04
	Região Autónoma dos Açores	255.080,77	89410,86	<b>0,068</b>	-10214,77	520376,31
	Centro Portugal	Norte Portugal	-145431,85	49999,16	<b>0,057</b>	-293042,07
Algarve		-413860,23378*	62881,86	<b>0,000</b>	-599517,89	-228202,58
Lisboa e Vale do Tejo		-446595,95498*	50281,13	<b>0,000</b>	-594979,54	-298212,37
Alentejo		21255,38	56840,04	<b>1,000</b>	-147348,90	189859,66
Região Autónoma da Madeira		-676806,18737*	104873,69	<b>0,000</b>	-987354,78	-366257,60
Região Autónoma dos Açores		-191.8515,19	85.670,39	<b>0,280</b>	-446.020,91	62.990,53
Alentejo		Norte Portugal	-166.687,23	62.107,98	<b>0,105</b>	-350.595,23
	Algarve	-435.115,61270*	72.880,82	<b>0,000</b>	-650.587,16	-219.644,07
	Lisboa e Vale do Tejo	-467.851,33390*	62.335,20	<b>0,000</b>	-652.391,79	-283.310,88
	Centro Portugal	-21.255,38	56.840,04	<b>1,000</b>	-189.859,66	147.348,90
	Região Autónoma da Madeira	-698.061,56629*	111.157,44	<b>0,000</b>	-1.027.041,00	-369082,14
	Região Autónoma dos Açores	-212.770,57	93.257,17	<b>0,256</b>	-489.415,76	63.874,62
	Região Autónoma da Madeira	Norte Portugal	531.374,33*	107.819,76	<b>0,000</b>	212.245,36
Algarve		262.945,95	114.364,83	<b>0,246</b>	-75.305,43	601.197,34
Lisboa e Vale do Tejo		230.210,23	107.950,81	<b>0,335</b>	-89.295,04	549.715,51
Centro Portugal		676.806,18*	104.873,69	<b>0,000</b>	366.257,60	987.354,78
Alentejo		698.061,56*	111.157,44	<b>0,000</b>	369.082,14	102.7041,00
Região Autónoma dos Açores		485.290,99*	128.314,46	<b>0,003</b>	105.683,25	864.898,75

Nota: \* - a diferença média é significativa no nível 0,05

Fonte: Elaboração própria

**Tabela A. III. Modelo Games-Howell (cont.)**

(I) Região	(J) Região	Diferença média (€)	Erro Padrão	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite Inferior	Limite Superior
Região Autónoma dos Açores	Norte Portugal	46.083,34	89.252,59	<b>0,999</b>	-218.764,44	310.931,11
	Algarve	-222.345,05	97.057,91	<b>0,251</b>	-509.869,97	65.179,88
	Lisboa e Vale do Tejo	-255.080,77	89.410,86	<b>0,068</b>	-520.376,31	10.214,77
	Centro Portugal	191.515,19	85.670,39	<b>0,280</b>	-62.990,53	446.020,91
	Alentejo	212.770,57	93.257,17	<b>0,256</b>	-63.874,62	489.415,76
	Região Autónoma da Madeira	-485.290,99*	128.314,46	<b>0,003</b>	-864.898,75	-105.683,25
<b>Fluxo de caixa de investimento</b>						
Norte Portugal	Algarve	284.241,59	109.081,85	<b>0,125</b>	-37.897,02	606.380,20
	Lisboa e Vale do Tejo	149.550,46	59.363,29	<b>0,153</b>	-25.578,44	324.679,36
	Centro Portugal	8.753,25	73.159,70	<b>1,000</b>	-207.512,75	225.019,25
	Alentejo	-60.296,54	69.565,86	<b>0,977</b>	-266.739,65	146.146,58
	Região Autónoma da Madeira	18.6071,53	150.164,06	<b>0,878</b>	-258.713,54	630.856,59
	Região Autónoma dos Açores	87.673,27	93.147,36	<b>0,965</b>	-188.981,87	364.328,41
Algarve	Norte Portugal	-284.241,59	109.081,85	<b>0,125</b>	-606.380,20	37.897,02
	Lisboa e Vale do Tejo	-134.691,13	114.063,92	<b>0,901</b>	-471.456,00	202.073,74
	Centro Portugal	-275.488,34	121.815,10	<b>0,264</b>	-635.132,94	84.156,27
	Alentejo	-344.538,12	119.691,21	<b>0,062</b>	-698.080,72	9.004,47
	Região Autónoma da Madeira	-98.170,06	178.985,54	<b>0,998</b>	-627.205,17	430.865,04
	Região Autónoma dos Açores	-196.568,32	134.770,20	<b>0,769</b>	-594.856,12	201.719,48
Lisboa e Vale do Tejo	Norte Portugal	-149.550,46	59.363,29	<b>0,153</b>	-324.679,36	25.578,44
	Algarve	134.691,13	114.063,92	<b>0,901</b>	-202.073,74	471.456,00
	Centro Portugal	-140.797,21	80.399,43	<b>0,582</b>	-378.279,84	96.685,42
	Alentejo	-209.847,00	77.143,60	<b>0,096</b>	-438.286,36	18.592,37
	Região Autónoma da Madeira	36.521,06	153.821,23	<b>1,000</b>	-418.904,75	491.946,88
	Região Autónoma dos Açores	-61.877,19	98.935,12	<b>0,996</b>	-355.266,07	231.511,67

Nota: \* - a diferença média é significativa no nível 0,05

Fonte: Elaboração própria.

**Tabela A. III. Modelo Games-Howell (cont.)**

(I) Região	(J) Região	Diferença média (€)	Erro Padrão	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite Inferior	Limite Superior
Centro Portugal	Norte Portugal	-8.753,25	73.159,69	<b>1,000</b>	-225.019,25	207.512,75
	Algarve	2754.88,33	121.815,09	<b>0,264</b>	-84.156,26	635.132,94
	Lisboa e Vale do Tejo	140.797,21	80.399,42	<b>0,582</b>	-96.685,41	378.279,84
	Alentejo	-69.049,78	88.201,34	<b>0,987</b>	-330.052,83	191.953,25
	Região Autónoma da Madeira	177.318,27	159.653,72	<b>0,925</b>	-295.150,38	649.786,93
	Região Autónoma dos Açores	78.920,01	107.779,85	<b>0,991</b>	-24.0320,70	398.160,73
Alentejo	Norte Portugal	60.296,53	69.565,86	<b>0,977</b>	-146.146,57	266.739,65
	Algarve	344538,12460	119.691,20	<b>0,062</b>	-9.004,47	698.080,72
	Lisboa e Vale do Tejo	20.846,99	77.143,60	<b>0,096</b>	-18.592,36	438.286,36
	Centro Portugal	69.049,78	88.201,34	<b>0,987</b>	-191.953,25	330.052,83
	Região Autónoma da Madeira	246.368,06	158.039,17	<b>0,709</b>	-221.452,91	714.189,03
	Região Autónoma dos Açores	147.969,80	105.373,45	<b>0,799</b>	-164.475,34	460.414,95
Região Autónoma da Madeira	Norte Portugal	-186.071,52	150.164,06	<b>0,878</b>	-630.856,52	258.713,53
	Algarve	98.170,06	178.985,53	<b>0,998</b>	-430.865,04	627.205,17
	Lisboa e Vale do Tejo	-36.521,063	153.821,23	<b>1,000</b>	-491.946,88	418.904,75
	Centro Portugal	-177.318,27	159.653,72	<b>0,925</b>	-649.786,93	295.150,38
	Alentejo	-246.368,06	158.039,17	<b>0,709</b>	-714.189,03	221.452,91
	Região Autónoma dos Açores	-98.398,25	169.745,11	<b>0,997</b>	-600.612,7705	403.816,25
Região Autónoma dos Açores	Norte Portugal	-87.673,26	93.147,36	<b>0,965</b>	-364.328,40	188.981,86
	Algarve	196.568,32	134.770,20	<b>0,769</b>	-201.719,47	594.856,11
	Lisboa e Vale do Tejo	61.877,19	98.935,11	<b>0,996</b>	-23.511,67	355.266,06
	Centro Portugal	-78.920,01	107.779,85	<b>0,991</b>	-398.160,73	240.320,70
	Alentejo	-147.969,80	105.373,45	<b>0,799</b>	-460.414,95	164.475,34
	Região Autónoma da Madeira	98.398,25	169.745,11	<b>0,997</b>	-403.816,25	600.612,77

Nota: \* - a diferença média é significativa no nível 0,05

Fonte: Elaboração própria

Tabela A. III. Modelo Games-Howell (cont.)

Fluxo de caixa de financiamento						
(I) Região	(J) Região	Diferença média (€)	Erro Padrão	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite Inferior	Limite Superior
Norte Portugal	Algarve	-69.808,77	99.741,78	<b>0,993</b>	-364.335,91	224.718,35
	Lisboa e Vale do Tejo	96.850,64	56.805,65	<b>0,613</b>	-70.736,2390	26.4437,53
	Centro Portugal	-136.694,78	72.263,20	<b>0,486</b>	-350.278,84	76.889,28
	Alentejo	-109.817,79	75.938,01	<b>0,776</b>	-335.247,31	115.611,71
	Região Autónoma da Madeira	288.216,08	110.549,78	<b>0,126</b>	-39.068,39	615.500,56
	Região Autónoma dos Açores	-100.236,30	101.822,96	<b>0,957</b>	-402.718,55	202.245,94
Algarve	Norte Portugal	69.808,77	99.741,78	<b>0,993</b>	-224.718,35	364.335,91
	Lisboa e Vale do Tejo	166.659,42	102.663,36	<b>0,667</b>	-136.443,51	469.762,35
	Centro Portugal	-66.886,00	111.959,16	<b>0,997</b>	-397.428,47	263.656,45
	Alentejo	-40.009,02	114.365,49	<b>1,000</b>	-377.934,66	297.916,62
	Região Autónoma da Madeira	358.024,86	139.764,58	<b>0,139</b>	-54.871,14	770.920,86
	Região Autónoma dos Açores	-30.427,52	132.969,17	<b>1,000</b>	-423.667,0784	362.812,0211
Lisboa e Vale do Tejo	Norte Portugal	-96.850,64	56.805,65	<b>0,613</b>	-264437,53	70.736,23
	Algarve	-166.659,42	102.663,36	<b>0,667</b>	-469762,35	136.443,51
	Centro Portugal	-233.545,43*	76.245,08	<b>0,036</b>	-458790,51	-8.300,34
	Alentejo	-206.668,44	79.736,59	<b>0,131</b>	-443086,65	29.749,76
	Região Autónoma da Madeira	191.365,43	113.192,74	<b>0,623</b>	-143.618,78	526.349,66
	Região Autónoma dos Açores	-197.086,95	104.686,48	<b>0,493</b>	-507.829,15	113.655,24
Centro Portugal	Norte Portugal	136.694,78	72.263,20	<b>0,486</b>	-76.889,28	350.278,84
	Algarve	66.886,00	111.959,16	<b>0,997</b>	-263.656,45	397.428,47
	Lisboa e Vale do Tejo	233.545,43*	76.245,08	<b>0,036</b>	8.300,34	458.790,51
	Alentejo	26.876,98	91.394,817	<b>1,000</b>	-243.702,46	297.456,43
	Região Autónoma da Madeira	424.910,86*	121.686,83	<b>0,009</b>	65.028,69	784.793,04
	Região Autónoma dos Açores	36458,47	113817,17	<b>1,000</b>	-300860,58	373.777,54

Nota: \* - a diferença média é significativa no nível 0,05

Fonte: Elaboração própria.

**Tabela A. III. Modelo Games-Howell (cont.)**

(I) Região	(J) Região	Diferença média (€)	Erro Padrão	Sig.	Intervalo de Confiança 95%	
					Limite Inferior	Limite Superior
Alentejo	Norte Portugal	10.9817,79	75.938,01	<b>0,776</b>	-115.611,71	335.247,31
	Algarve	40.009,02	114.365,49	<b>1,000</b>	-297.916,62	377.934,66
	Lisboa e Vale do Tejo	206.668,44	79.736,59	<b>0,131</b>	-297.49,76	443.086,65
	Centro Portugal	-26.876,98	91.394,817	<b>1,000</b>	-297.456,43	243.702,46
	Região Autónoma da Madeira	398.033,88*	123.904,38	<b>0,023</b>	31.423,08	764.644,67
	Região Autónoma dos Açores	9.581,49	116.185,01	<b>1,000</b>	-334.916,54	354.079,53
Região Autónoma da Madeira	Norte Portugal	-288.216,08	110.549,78	<b>0,126</b>	-615.500,56	39.068,39
	Algarve	-358.024,86	139.764,58	<b>0,139</b>	-770.920,86	54.871,1434
	Lisboa e Vale do Tejo	-191.365,43	113.192,74	<b>0,623</b>	-526.349,66	143.618,7879
	Centro Portugal	-424.910,86*	121.686,8	<b>0,009</b>	-784.793,04	-65.028,6902
	Alentejo	-398.033,88*	123.904,38	<b>0,023</b>	-764.644,67	-31.423,08
	Região Autónoma dos Açores	-388.452,38	141.257,32	<b>0,088</b>	-806.413,86	29.509,08
Região Autónoma dos Açores	Norte Portugal	100.236,30	101.822,96	<b>0,957</b>	-202.245,94	402.718,55
	Algarve	30.427,52	132.969,17	<b>1,000</b>	-362.812,02	423.667,07
	Lisboa e Vale do Tejo	197.086,95	104.686,48	<b>0,493</b>	-113.655,24	507.829,15
	Centro Portugal	-36.458,47	113.817,17	<b>1,000</b>	-373.777,54	300.860,58
	Alentejo	-9.581,49	116.185,01	<b>1,000</b>	-354.079,53	334.916,54
	Região Autónoma da Madeira	388.452,38	141.257,32	<b>0,088</b>	-29.509,08	806.413,86

Nota: \* - a diferença média é significativa no nível 0,05

Fonte: Elaboração própria

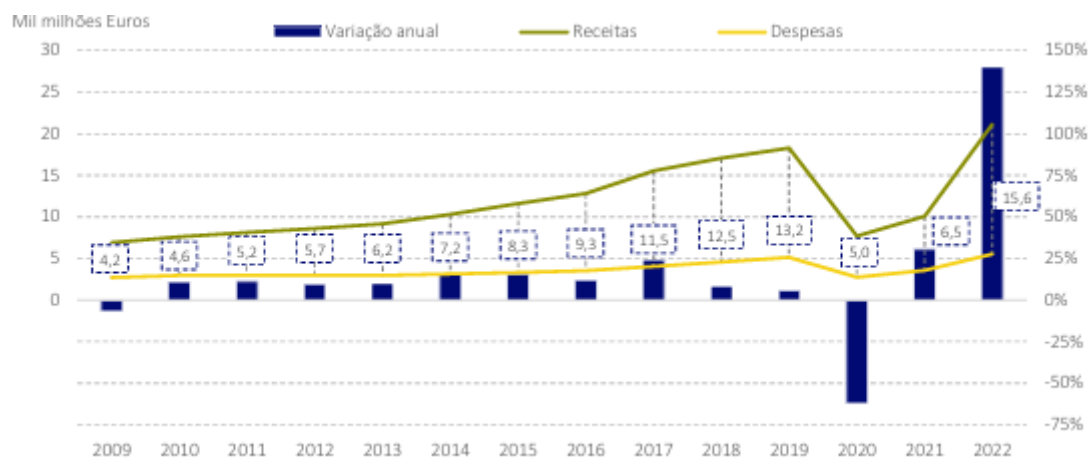


Figura A. 1. Balança Turística Portuguesa, Viagens e Turismo, 2009-2022