



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

**RELAÇÃO ENTRE CUSTO DE CAPITAL ALHEIO E A QUALIDADE DA
INFORMAÇÃO FINANCEIRA EM EMPRESAS DO SETOR HOTELEIRO
EM PORTUGAL**

Luciana Marisa Marques Vieira

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do
Grau de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão de Empresas

Orientada por

Ana Paula Carvalho do Monte

Jorge Manuel Afonso Alves

Bragança, dezembro de 2021.



Instituto Politécnico
de Viana do Castelo

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

**RELAÇÃO ENTRE CUSTO DE CAPITAL ALHEIO E A QUALIDADE DA
INFORMAÇÃO FINANCEIRA EM EMPRESAS DO SETOR HOTELEIRO
EM PORTUGAL**

Luciana Marisa Marques Vieira

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do
Grau de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão de Empresas

Orientada por

Ana Paula Carvalho do Monte

Jorge Manuel Afonso Alves

Bragança, dezembro de 2021.

Resumo

O objetivo central deste trabalho é perceber se existe uma relação entre a Qualidade da Informação Financeira (QIF) e o custo de capital alheio das empresas, ou seja, pretende-se verificar se uma melhor QIF proporciona um menor custo de capital alheio. A análise tem como objeto de estudo empresas portuguesas do setor hoteleiro. Para isso, utilizou-se uma amostra constituída por 15.228 observações de empresas portuguesas do setor hoteleiro, obtida através da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos para o período compreendido entre 2011 e 2019. Após a medição da QIF, de acordo com o modelo de Jones (1991), o modelo de análise que permite verificar a relação entre as duas principais variáveis em estudo, ou seja, o custo de capital alheio, como variável dependente, e a QIF, como variável independente, é estimado por Ordinary Least Squares. São ainda consideradas outras variáveis independentes relacionadas com a estrutura de capital, como sejam a tangibilidade e rendibilidade dos ativos, a liquidez corrente, o risco de negócio e a dimensão da empresa. Os resultados empíricos evidenciam que existe uma relação de causa efeito entre a QIF e o custo de capital alheio, o que vai ao encontro da hipótese de investigação e que permite concluir que quanto menor é a QIF maior é o custo de capital alheio. Os resultados mostram ainda que a tangibilidade dos ativos, o risco de negócio e a dimensão apresentam uma relação negativa com o custo de capital alheio, ao passo que a rendibilidade apresenta uma relação positiva com o mesmo. Desta forma, os gestores das empresas deste setor devem ter em atenção estas variáveis, para conseguirem obter custos de financiamento externo mais baixos.

Palavras-chave: Custo de capital alheio, Estrutura de capital, Qualidade de informação financeira, Setor hoteleiro.

Abstract

The main objective of this work is to understand if there is a relationship between the Quality of Financial Information (QFI) and the cost of debt capital of companies, ie, it is intended to verify whether a better QFI provides a lower cost of debt. The analysis has as object of study the Portuguese companies in the hotel sector. For this, was used a sample consisting of 15,228 observations of Portuguese companies in the hotel sector, taken through the SABI database, for the period between 2011 and 2019. After measurement the QFI according to Jones (1991) model, the analysis model that allows verifying the relationship between the two main variables under study, ie, the cost of debt capital, as a dependent variable, and the QFI, as an independent variable, is estimated by Ordinary Least Square. Other independent variables related to the capital structure are also considered, such as tangibility and profitability of assets, current liquidity, business risk and the size of the company. The empirical results show that there is a cause-effect relationship between the QFI and the cost of debt capital, which is in line with the research hypothesis and allows to conclude that the lower the QFI the higher the cost of debt capital. The results also show that the tangibility of assets, business risk and size of the company have a negative relationship with the cost of debt, while profitability has a positive relationship whit it. Thus, managers of companies in this sector must pay attention to these variables, in order to obtain lower external financing costs.

Keywords: Cost of debt capital, Capital structure, Quality of financial information, Hotel sector.

A ti, por ti, por nós, Mãe.

Agradecimentos

O meu primeiro e mais profundo agradecimento vai para a mulher mais importante da minha vida, a minha mãe, que sempre fez tudo por mim, que nunca deixou que nada me faltasse e que apesar das mais difíceis dificuldades da vida nunca deixou que isso a impedisse de lutar, para me ajudar a alcançar os meus objetivos.

De seguida quero agradecer à minha família e às minhas amigas Gisela, Madalena, Matilde e, em especial, à Lena e à Inês, que também foram como família. Por todo o apoio que sempre me deram e por nunca me terem deixado desamparada nem desistir do meu objetivo, nesta fase tão difícil da minha vida. A elas, o meu grande e sincero obrigado.

Às minhas amigas Anita, Anabela, Fatinha e Raquel, o meu grande obrigado, também, por acreditarem em mim, ouvirem os meus desabafos, as minhas frustrações e me darem sempre o ânimo e a força de que precisava para continuar.

Ao meu amigo Rui, à Susana e à Sofia, aqui fica também o meu agradecimento, por todos os telefonemas de preocupação e por me fazerem acreditar que iria conseguir.

Por último, mas não menos importante, quero fazer um agradecimento especial aos meus orientadores, Jorge Alves e Ana Paula Monte, por todos os ensinamentos, por toda a disponibilidade, por toda a dedicação e por toda a motivação que me deram.

A todas estas pessoas, aqui fica o meu profundo agradecimento. Sem elas não seria possível.

Lista de Abreviaturas, Acrónimos e Siglas

AFT – Ativos Fixos Tangíveis.

CAE VER.3. – Classificação Portuguesa de Atividades Económicas, Revisão 3.

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*.

CMCA – Custo Médio de Capital Alheio.

DAC – *Accruals* Discricionários.

DF – Demonstrações Financeiras.

EC – Estrutura de Capital.

ERC – *Earnings Response Coefficient*.

FASB – *Financial Accounting Standards Board*.

INE – Instituto Nacional de Estatística.

MTB – *Market to Book*

NUTS – Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos.

OLS – *Ordinary Least Squares*.

PAT – Teoria Positiva da Contabilidade.

QIF – Qualidade da Informação Financeira.

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos.

VN – Volume de Negócios.

WACC – Weighted Average Cost of Capital.

Índice Geral

Índice Geral	vi
Índice de Tabelas	viii
Introdução.....	1
1. Revisão de Literatura	3
1.1 Estrutura de Capital: Teorias e Determinantes	3
1.1.1 Conceito de estrutura de capital	3
1.1.2 Teorias explicativas da estrutura de capital	4
1.1.3 Determinantes da estrutura de capital	10
1.2 Custo de Capital – Métodos de Cálculo.....	13
1.2.1 Custo de capital.....	13
1.2.2 Métodos de cálculo	14
1.3 Formas de Aferir a Qualidade da Informação Financeira	17
1.3.1 Método baseado em <i>accruals</i> – Modelo de Jones	19
1.3.2 Persistência dos resultados	19
1.3.3 Alisamento de resultados	19
1.3.4 Conservadorismo	20
1.3.5 Coeficiente de resposta dos resultados	20
1.3.6 Auditoria	21
1.4 Relação entre o Custo de Capital e a Qualidade da Informação Financeira.....	22
1.5 O Setor Hoteleiro em Portugal	24
1.5.1 Contextualização do setor.....	24
1.5.2 Caracterização do setor	25
2. Metodologia	29
2.1 Conceitualização e Problemática	29
2.2 Modelos de Análise e Descrição das Variáveis	31
2.2.1 Modelo de Jones	31
2.2.2 Modelo global	32
2.2.3 Variáveis dependentes e variáveis explicativas.....	33
2.3 Dados e Amostra.....	35

3. Resultados.....	37
3.1. Caracterização da Amostra e Estatísticas Descritivas	37
3.2. Análise e Discussão dos Resultados	43
3.2.1. Resultados obtidos com a aplicação do modelo de Jones	43
3.2.2. Relação entre custo médio de capital e qualidade da informação financeira.....	44
Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação	51
Referências Bibliográficas	54

Índice de Tabelas

Tabela 1: Variáveis dependentes.....	34
Tabela 2: Variáveis independentes, e respetivo sinal esperado.....	35
Tabela 3: Síntese do processo da constituição da amostra.	36
Tabela 4: Distribuição de observações da amostra por região NUT III.	38
Tabela 5: Descrição das observações da amostra por região NUT III e por ano.	38
Tabela 6: Estatísticas descritivas das principais variáveis na aplicação do modelo de Jones (1991), para o período 2011 a 2019.	39
Tabela 7: Estatísticas descritivas das principais variáveis na aplicação do modelo de análise para o período 2011 a 2019.	40
Tabela 8: Coeficientes de correlação de <i>Pearson</i> para as variáveis utilizadas no modelo de Jones (1991)	41
Tabela 9: Interpretação do coeficiente de correlação de <i>Pearson</i>	41
Tabela 10: Coeficientes de correlação de <i>Pearson</i>	42
Tabela 11: Teste estatístico T- <i>student</i> para uma amostra.	44
Tabela 12: Relação entre CMCA e a QIF.	45
Tabela 13: Relações esperadas e validação das hipóteses de investigação.....	49

Introdução

A Qualidade da Informação Financeira (QIF) tem sido algo bastante abordado na literatura, por se achar ser um bom indicador em vários aspetos importantes nas empresas. Assim como a QIF, também a estrutura de capital tem sido alvo de grande discussão, sempre com o objetivo de encontrar aquela que será a estrutura de capital ideal para as empresas. No entanto, existem fatores como o custo de capital alheio que dificultam esse objetivo.

À semelhança do que acontece noutra tipo de empresas, também as do setor hoteleiro, recorrem a financiamentos assegurados por terceiros, ou seja, a financiamentos externos à organização, como empréstimos bancários ou obrigacionistas, para resolverem situações de falta de liquidez, e para realizarem investimentos. Contudo, essa obtenção de financiamento externo, tem um custo associado, sob a forma de juros que é o custo de capital alheio. Assim, aquilo que se pretende é que as empresas quando recorrem ao capital externo, consigam usufruir de um custo de capital o mais baixo possível. Com isto, sabe-se que os financiadores de capital recorrem à informação financeira para avaliar o risco que incorrem e, portanto, contam com informações confiáveis sobre o real desempenho da empresa (Amrah & Hashim, 2020). Desta forma, estudos anteriores têm demonstrado que as informações financeiras de alta qualidade podem influenciar as decisões de

financiamento e reduzir o custo de capital alheio (Amrah & Hashim, 2020; Boons, 2018; Muttakin et al. 2020). Neste sentido, e seguindo a mesma linha de investigação, a presente dissertação tem como objetivo principal estudar se existe uma relação de causa efeito entre a QIF e o custo do capital alheio nas empresas hoteleiras em Portugal, ou seja, pretende-se perceber se uma melhor QIF proporciona um custo de capital alheio menor.

Além desta problemática e estando o custo de capital alheio enquadrado na estrutura de capital, pretende-se também estudar o impacto dos determinantes de capital neste custo e ainda a influência de uma variável macroeconómica. Dessa forma, além da variável principal QIF, farão também parte deste estudo variáveis como: tangibilidade dos ativos; rendibilidade dos ativos; liquidez corrente; risco de negócio; dimensão da empresa e taxa média de juros de empréstimos.

Para o efeito, será utilizada uma amostra de várias empresas portuguesas do setor hoteleiro compreendida no período entre 2011 e 2019. Os dados utilizados tiveram origem na base de dados fornecida pela *Bureau Van Dijk* – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) e são referentes a empresas com os códigos da Classificação Portuguesa de Atividades Económicas (CAE) – 551 (Estabelecimentos Hoteleiros) e 552 (Residenciais para férias e outros alojamentos de curta duração). A esta amostra, numa primeira fase, será aplicado o modelo de Jones (1991) para medir a QIF das empresas, e numa segunda fase, será aplicado o modelo de regressão por *Ordinary Least Squares* (OLS) para verificar se existe relação entre as variáveis explicativas e o custo de capital alheio, de forma a obter os resultados pretendidos.

Com isto, a presente dissertação está organizada em cinco secções, incluindo a introdução. Na segunda secção é apresentada a revisão de literatura. De seguida, na terceira secção é apresentada a metodologia utilizada. Na quarta secção são apresentados os resultados e por último, na quinta secção, é apresentada a conclusão e sugestões de investigação futura.

1. Revisão de Literatura

1.1 Estrutura de Capital: Teorias e Determinantes

A Estrutura de Capital (EC) das empresas é um tema que tem bastante interesse na área financeira, e por isso, tem sido alvo de muitos estudos ao longo do tempo, com o objetivo de encontrar aquela que será a estrutura ótima de capital para uma empresa, isto é, aquela que maximize o seu valor. Com isto, já existem várias definições e teorias criadas por vários autores para tentar explicar e definir este tema. No entanto, para Cardoso (2013), a estrutura de capital ainda não possui uma definição estática, ou seja, uma única definição.

1.1.1 Conceito de estrutura de capital

No mundo empresarial, os gestores deparam-se com vários problemas ao longo da atividade da empresa, um desses problemas é a definição de uma estrutura ótima de capital. Segundo Brealey et al. (2018), o gestor é a ligação entre a capacidade interna da empresa e o mercado externo, tendo de ser capaz de tomar decisões e delinear estratégias eficientes que vão ao encontro do objetivo da empresa. Essas decisões e estratégias passam por negócios, investimentos e financiamento, sendo as decisões de financiamento as mais relevantes para este tema, porque uma escolha acertada na

combinação das várias fontes de capital leva a uma redução do custo de capital e consequentemente ao aumento do valor da empresa e da riqueza dos acionistas (Semedo, 2015). De acordo com Brealey et al. (2018), a escolha entre financiamento de capital próprio ou de capital alheio é designada por decisão de EC. Desta forma, a EC pode ser entendida como a combinação entre os capitais alheios de médio e longo prazo e os capitais próprios (Schoroeder et al., 2005).

Maquieira e Vieito (2010) mencionam que uma empresa para se financiar tem a hipótese de recorrer a dois tipos de fundos, os internos e os externos. Os fundos internos é quando recorrem ao autofinanciamento e os externos é quando recorrem à dívida e ao aumento de capital, isto significa que, a escolha de uma proporção adequada envolve diversos fatores que devem ser avaliados. Assim, de acordo com Peixoto (2017), a EC identifica o nível de endividamento ideal com o intuito de maximizar o valor de mercado da empresa, sendo este a soma do capital próprio e o valor da dívida financeira, combinando o capital próprio com o capital alheio, e minimizando o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), sendo este o resultado da forma como o ativo de uma empresa é financiado. Isto remete-nos para uma estrutura ótima de capital que, segundo Teixeira (2012) é conseguida através da combinação dos fatores internos e externos à empresa, maximizando o valor desta e minimizando os problemas financeiros.

De seguida serão apresentadas as mais notórias teorias, que têm marcado a problemática da estrutura de capital, assim como, os seus defensores.

1.1.2 Teorias explicativas da estrutura de capital

No sentido de tentar determinar quais os fatores que influenciam as decisões acerca da estrutura de capital, foram feitos vários estudos que resultaram nas teorias que a seguir se apresentam.

1.1.2.1 Abordagem tradicional

A abordagem tradicional da EC foi apresentada, pela primeira vez, por Durand em 1952. Este foi o primeiro autor a apresentar fundamentos credíveis sobre esta corrente teórica defendendo a existência de uma estrutura ótima de capital, em que fosse possível fazer uma combinação entre capital alheio e capital próprio de forma a minimizar o custo de capital alheio e maximizar o valor da empresa (Gomes & Pereira, 2014).

Para ostentar esta estrutura ótima de capital, a corrente tradicional utiliza o WACC. O WACC é o custo médio ponderado das diferentes fontes que uma empresa utiliza para se financiar, ponderadas pelo peso que cada uma delas tem na sua estrutura de financiamento, ou seja, este rácio surge da média ponderada entre o custo do capital próprio e o custo do capital alheio (Durand, 1952).

A corrente tradicional defende que a empresa é beneficiada quando recorre ao capital alheio porque, o custo do capital alheio é inferior ao custo do capital próprio, assim, quanto maior for o valor da dívida, menor será o WACC. Sendo o custo do capital alheio menor, então a empresa deve aumentar o nível de capital alheio até o WACC atingir o mínimo possível, de forma a conseguir a estrutura ótima de capital e, consequentemente, a maximização do valor da empresa (Rodrigues, 2017). No entanto, a empresa ao aumentar o capital alheio está a aumentar também, o risco financeiro o que,

por sua vez, irá provocar um aumento na rentabilidade exigida pelos acionistas, tal como foi referido por Rebelo (2003). Assim, atingindo um nível de capital alheio excessivo existirá um maior risco e uma maior rentabilidade exigida associada a esse risco.

Com isto, o WACC deve atingir um ponto ótimo onde ocorre a exata compensação. Nesse ponto, a vantagem de aumentar o capital alheio é anulada pelo custo do capital próprio, e a partir daí verifica-se tanto o aumento do custo do capital alheio, como o do capital próprio, o que irá fazer com que o WACC também aumente (Durand,1952; Rodrigues,2017). De acordo com isto, podemos afirmar que, a teoria tradicional considera que uma estrutura ótima de capital resulta da utilização de um nível moderado de capital alheio e da minimização do WACC, conseguindo o aumento do valor da empresa. Contudo, esta abordagem não pode ser considerada uma teoria verdadeira por não preencher todos os requisitos necessários (Rodrigues,2017).

1.1.2.2 Abordagem de Modigliani e Miller

Modigliani e Miller (1958) foram os verdadeiros pioneiros na análise da estrutura de capital ao publicarem o artigo *“The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment”*. Foi a partir deste estudo que, começaram a existir muitos outros e várias teorias aplicadas a este domínio. Estes autores vieram contradizer a visão tradicional afirmando que não existe uma estrutura ótima de capital, em que se minimize o custo de capital e maximize o valor da empresa. Assim, Modigliani e Miller (1958) lançam o princípio da irrelevância da estrutura de capital defendendo que a estrutura de capital é irrelevante porque esta não afeta o valor da empresa, se obedecer a determinados pressupostos.

Para sustentar esta abordagem, Modigliani e Miller (1958) apoiam-se nos seguintes pressupostos:

- Existência de mercados perfeitos onde as condições de endividamento para empresas e investidores são idênticas;
- Inexistência de impostos, custos de agência, custos de transação, custos de insolvência e assimetria de informação;
- Os investidores possuem as mesmas oportunidades que as empresas;
- As expectativas dos investidores são homogêneas e os seus comportamentos racionais;
- As empresas são agrupadas por diferentes classes de rendimento/ risco;
- As decisões dos gestores têm como objetivo maximizar a sua riqueza;
- Os ativos das empresas são divisíveis;
- As empresas emitem dois tipos de dívida na forma de obrigações ou ações (capital próprio).

Com o objetivo de provar que a EC de uma empresa é independente do seu valor de mercado, a partir destes pressupostos os referidos autores desenvolveram três preposições. Na primeira preposição, Modigliani e Miller (1958, p. 268) afirmam que *“O Valor da empresa endividada é igual ao valor da empresa não endividada”*. Isto significa que o valor de uma empresa que utiliza capital alheio é igual ao valor de uma empresa que não utiliza capital alheio, com isto, nenhuma poderá ser classificada como melhor ou pior, do que a outra. Neste sentido, e de acordo com esta preposição,

não existe uma estrutura de capital ótima, visto que, as diferentes combinações de financiamento não vão interferir no WACC nem no valor de mercado da empresa (Gomes & Pereira, 2014).

A proposição II é referente à rentabilidade de ações da empresa. Modigliani e Miller (1958) defendem que a taxa de rentabilidade esperada pelos investidores aumenta na medida em que o rácio de endividamento da empresa também aumenta, ou seja, o retorno exigido pelos acionistas é superior com o aumento do nível de endividamento, de forma a fazer face ao risco financeiro que incorrem. No entanto, segundo Brealey et al. (2018), este aumento do endividamento é irrelevante para os acionistas, pois a taxa de risco é compensada pela taxa de rentabilidade esperada por estes.

De acordo com Modigliani e Miller (1958), o custo de recorrer ao capital alheio é inferior ao custo de recorrer ao capital próprio, mas os dois aumentam com o crescimento do nível de endividamento. Assim, os autores deixam claro que a tentativa de substituir o capital próprio pelo capital alheio é uma tentativa falhada pois, faz com que o valor do restante capital próprio aumente e o custo de capital se mantenha igual (Myers, 2001).

A proposição III e última proposição está relacionada com as anteriores, com tudo, esta é referente à taxa de rentabilidade dos investimentos. Com esta proposição os autores defendem que o que vai determinar o valor da empresa é a sua política de investimento e não a política de financiamento, sendo para aqui irrelevante a forma de como o investimento é financiado. O que vai interessar para a determinação do valor da empresa é a taxa de rentabilidade esperada dos investimentos. Sendo assim, a empresa só deverá aceitar investimentos que contenham uma taxa de rentabilidade esperada igual ou superior ao seu custo de capital (Modigliani & Miller, 1958).

1.1.2.3 Teoria do Efeito Fiscal

Esta teoria surge de forma a corrigir a corrente teórica anterior. Apesar do modelo criado em 1958 por Modigliani e Miller ser um modelo capaz de concorrer com a abordagem tradicional, ainda sofre de algumas limitações devido à existência do pressuposto dos capitais perfeitos e devido à não consideração dos efeitos fiscais (Gomes & Pereira, 2014). Neste sentido, os autores perceberam que os efeitos fiscais poderiam levar a outras conclusões e assim, publicaram um novo artigo intitulado de *“Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”* com o objetivo de corrigir essas limitações e aperfeiçoar a corrente, anteriormente, desenvolvida (Gomes & Pereira, 2014).

Neste artigo, os autores reconhecem que a fiscalidade tem um efeito sobre a EC. Modigliani e Miller (1963) defendem que o valor de mercado da empresa é influenciado pela sua estrutura de capital, onde o valor de mercado de uma empresa endividada é igual ao valor de uma empresa não endividada, sendo este valor acrescido dos benefícios fiscais associados ao endividamento.

Segundo Myers (1984), à medida que uma empresa vai aumentando o seu endividamento vai aumentando também, os seus benefícios fiscais. Estes benefícios fiscais advêm do facto de os custos suportados com a utilização de capitais alheios, sob a forma de juros, poderem ser dedutíveis fiscalmente, o que possibilita uma redução na carga fiscal da empresa o que, por sua vez, os custos

suportados com os capitais próprios, sob a forma de dividendos, não o possibilita. Isto leva a que, o imposto sobre o rendimento se torne um estímulo ao endividamento.

De acordo com esta teoria de Modigliani e Miller (1963), uma estrutura ótima de capital será uma estrutura constituída somente por capital alheio, porque a redução na carga fiscal pela maior utilização de capital alheio aumenta o valor de mercado da empresa e, conseqüentemente, os rendimentos para os acionistas.

1.1.2.4 Teoria do *Trade-off*

A teoria anterior de Modigliani e Miller (1963) incentiva a utilização de capitais alheios devido aos benefícios fiscais que a empresa tem, mas como é lógico uma empresa não pode recorrer somente ao endividamento pois corre o risco de falência, o que pressupõe que deva ser definido um nível ótimo de endividamento. Nesta sequência, passadas algumas décadas, para conferir mais realismo aos estudos sobre a estrutura de capital surge a teoria do *Trade-off* (Gomes & Pereira, 2014).

Myers (2001) declara que os gestores devem explorar os benefícios fiscais, porque obtêm uma elevada rentabilidade, o que significa que também vão obter um maior lucro tributável, e a empresa pode reduzi-lo ao endividar-se sem apresentar dificuldades financeiras.

Contudo, para Ross et al. (2002) o endividamento faz com que a empresa venha a ter várias obrigações, principalmente com o pagamento dos juros associados a esse mesmo endividamento. Perante esta situação, a empresa está sujeita a um conjunto de riscos, associados a um incumprimento que poderá existir perante as obrigações assumidas e que podem, em muitos casos, conduzir a graves dificuldades financeiras podendo até mesmo levar à falência da empresa. Sendo assim, o nível de dívida provocado pelo recurso ao capital externo levou à existência de custos de falência como sendo um fator determinante na obtenção de uma estrutura ótima de capital (Gomes & Pereira, 2014; Serrasqueiro & Caetano, 2015).

Segundo Brigham e Houston (1999), existe um nível de recurso a capital alheio em que o risco de falência é praticamente nulo. Todavia, o aumento do capital alheio na formação da EC acima de um determinado patamar, torna os custos de falência alarmantes, visto que, reduz significativamente os benefícios fiscais como resultado do endividamento.

Desta forma, a teoria *Trade-off* desenvolve uma corrente que defende a existência de uma estrutura ótima de capital, mas esta resulta da conjugação perfeita entre os benefícios fiscais resultantes do endividamento e os custos de falência, ou seja, a EC é atingida quando os custos de falência se igualam aos benefícios fiscais (Robichek & Myers, 1965).

1.1.2.5 Teoria dos Custos de Falência

Os custos de falência surgem pelo incumprimento das obrigações da empresa perante os seus credores (Brealey & Myers, 1998). Como já foi referido anteriormente, um aumento do endividamento leva a um aumento do valor da empresa, contudo, este endividamento pode originar custos de falência e estes podem ser diretos ou indiretos. Os custos diretos são custos relacionados com o processo de falência da empresa que envolve advogados, administrativos e despesas legais,

enquanto, os indiretos resultam da percepção de que a empresa está a passar dificuldades e da forte possibilidade de falência, por existir quebras nos clientes, quebras no fornecimento por parte dos fornecedores e perdas de funcionários (Herdeiro, 2019; Peixoto, 2017; Vieito, 2014).

Ao existir a probabilidade de falência é necessário ter em atenção que devem existir limites, relativamente, ao nível de endividamento. Para Scott (1976, p.44; p.50), “um aumento do nível de endividamento também aumenta a probabilidade de ocorrência dos custos de falência” e o nível de endividamento ótimo “é uma função crescente do valor de liquidação dos ativos, da taxa de imposto sobre as empresas e da dimensão da empresa”. Já Warner (1977) discorda, dizendo que os custos de falência das empresas com uma menor dimensão representam uma proporção maior face ao valor dos seus ativos, sendo estas mais prejudicadas face a outras empresas com uma dimensão maior. Assim, Peterson (1994) aponta para a importância de manter um equilíbrio entre os benefícios fiscais (endividamento) e os custos de falência. Neste sentido, esta teoria considera que a estrutura ótima de capital é o resultado do confronto entre os benefícios fiscais e os custos de falência (Vieito, 2014).

1.1.2.6 Teoria da Agência

A teoria da Agência abordada por Jensen e Meckling (1976) vem relacionar os custos de agência com a EC das empresas. Esta teoria pressupõe a existência de uma relação entre uma ou mais pessoas (o principal), que contrata outra (o agente), que se compromete a desenvolver uma ação/serviço em seu nome, obrigando à delegação de alguns poderes (Jensen & Meckling, 1976). Fruto desta relação surgem os problemas de agência, que ocorrem quando o agente age em função dos seus interesses próprios, maximizando os seus objetivos, em vez de, respeitar os compromissos assumidos com o principal e maximizar o capital próprio. Isto origina conflitos entre o principal (acionistas) e o agente (gestores) que para serem eliminados provocam os tais custos de agência (Carmo, 2013).

Segundo Jensen e Meckling (1976), as empresas incorrem dois tipos de custos de agência que afetam de forma negativa o valor da empresa, sendo eles os custos de agência do capital próprio e os custos de agência da dívida. Os primeiros ocorrem quando existem divergências entre acionistas e credores e os segundos ocorrem quando existe uma abertura de capital a investidores externos.

De forma a combater estes problemas de agência, existem formas que podem condicionar as ações dos gestores, como por exemplo, a definição da remuneração em função do seu desempenho financeiro ou o recurso ao financiamento externo, pois por vezes as decisões dos gestores nem sempre são com o objetivo de maximizar o valor da empresa porque agem em proveito próprio. Assim, nesta corrente de Jensen e Meckling (1976) verifica-se que o comportamento dos gestores dependerá da natureza dos direitos de propriedade especificados nos contratos, sendo que esta conduta será tão mais eficiente, quanto maior a proporção do capital detida pelo gestor da empresa.

Além disso, os autores concluíram que existe um determinado nível de estruturação de capital próprio e alheio, onde os custos de agência são minimizados e onde a empresa consegue alcançar a estrutura ótima de capital.

1.1.2.7 Teoria *Pecking Order*

A teoria *Pecking Order* (ordem de preferência) foi criada por Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). E foi a presença da informação assimétrica nos mercados financeiros que desencadeou o início desta nova teoria acerca da estrutura de capital. Segundo Harris e Raviv (1990), a assimetria de informação existe quando os gestores das empresas detêm informações relativas à empresa que os acionistas não têm, sendo que os acionistas e os administradores também possuem informações que o público em geral não tem acesso.

Segundo a teoria *Pecking Order*, em consequência dos problemas da informação assimétrica relativamente aos custos das diferentes fontes de financiamento, deve existir uma hierarquia, ordenada de forma crescente, de acordo com risco associado (Myers, 1984). Desta forma, as empresas devem, em primeiro lugar, financiar os seus investimentos com financiamento interno, ou seja, autofinanciando-se e só depois, caso seja necessário, recorrer ao financiamento externo, nomeadamente, a empréstimos e em situações ocasionais à emissão de ações (Camfield et al., 2018).

Para Myers e Majluf (1984) as emissões de ações, como forma de financiamento, tem um maior impacto do que as emissões de dívida porque as primeiras tenderão a ser mais caras do que as emissões de títulos seguros. Além disto, os autores referem que quando é anunciada uma emissão de ações, em média, o preço destas diminui o que irá transmitir uma informação má para os investidores, assim, a emissão só deverá ocorrer quando estes agentes sobrevalorizarem o valor da empresa.

Tal como foi referido por Silva (2011), se os gestores optarem pelo autofinanciamento, isto irá influenciá-los a salvaguardar resultados para poderem investir futuramente, o que irá também aumentar o valor do ativo da empresa. As empresas ao possuírem ativos líquidos suficientes não necessitarão de recorrer a um aumento do endividamento, ou seja, prevê-se que quanto maiores forem as disponibilidades financeiras da empresa menor será o recurso à dívida.

De acordo com isto, Novo (2009) verificou que as empresas com maior capacidade de gerar fundos registarão um nível de capital alheio menor. Ao contrário das empresas que apresentam uma capacidade reduzida, pois estas registarão um nível superior de capital alheio, devido à emissão de dívida. Myers (2001) declara que esta teoria ajuda a perceber o facto de as empresas mais rentáveis possuírem um nível mais baixo de capital alheio, o que significa que, o aumento da rentabilidade levará à diminuição do endividamento.

Nesta teoria, é de notar que não existe uma estrutura ótima de capital onde seja possível combinar o capital próprio com o capital alheio, uma vez que existem duas fontes de capital próprio, interna e externa, encontrando-se uma no topo da hierarquia e a outra no extremo. Resumidamente, na teoria *Pecking Order*, as empresas primeiramente financiam os seus investimentos com os fundos gerados internamente, só depois utilizam o financiamento externo, e por fim, a emissão de novas ações (Camfield et al., 2018).

1.1.2.8 Teoria *Market Timing*

A teoria *Market Timing* foi desenvolvida por Malcolm Baker e Jeffrey Wurgler em 2002 e é uma das teorias mais recentes sobre a EC. Esta nova corrente teórica tenta explicar a EC sustentando-se na existência de imperfeições e ineficiências no mercado, podendo a empresa aproveitar os momentos favoráveis desse mesmo mercado, beneficiando assim os sócios com a entrada de novos acionistas.

Baker e Wurgler (2002) defendem que a EC é uma janela de oportunidades em que as empresas emitem ações quando se verifica que as mesmas estão sobreavaliadas e recompram quando as consideram subavaliadas. Assim, o objetivo principal é os gestores aproveitarem as tendências do mercado e explorarem as variações de modo a otimizar o financiamento de oportunidades de investimento.

Para Baker e Wurgler a teoria *Market Timing* é importante na definição das políticas de financiamento, pois esta teoria sustenta a emissão de ações em vez de dívida, quando o valor de mercado da empresa é superior ao seu valor patrimonial, e a recompra dessas mesmas ações quando o contrário acontece. As análises realizadas aos níveis de retorno de longo prazo das ações apontam que a adoção desta política de estrutura de capital é bem-sucedida.

Posto isto, Baker e Wurgler (2002) definiram o rácio *Market-to-Book* (MTB) como medida de avaliar o impacto no curto e no longo prazo, em que relacionam o endividamento e utilização de *Market Timing* no mercado de ações. A relação que existe entre o valor de mercado e o valor patrimonial (MTB) aumenta a rentabilidade através da emissão de ações. Com isto, quando o rácio MTB da empresa, apresenta valores elevados significa que a empresa se encontra sobreavaliada pelo mercado, e os gestores aproveitam para emitir ações. Por outro lado, empresas com MTB baixo, significa uma subavaliação do mercado e os gestores decidem emitir dívida.

Desta forma, o rácio MTB permite aos gestores das empresas explorarem as expectativas dos investidores externos, tendo sempre como objetivo manter a riqueza dos acionistas da empresa (Baker & Wurgler, 2002).

1.1.3 Determinantes da estrutura de capital

Os determinantes a seguir apresentados são os mais estudados na EC das empresas do setor hoteleiro e têm por base as teorias anteriormente abordadas (Li & Singal, 2019; Mueller & Sensini, 2021; Nunes & Serrasqueiro, 2017; Pacheco & Tavares, 2017). No entanto, e de acordo com Frank e Goyal (2009); Pacheco e Tavares (2017), os seguintes determinantes são sugeridos, fundamentalmente, pelas teorias *Trade-off* e *Pecking Order*.

1.1.3.1 Tangibilidade dos ativos

O setor hoteleiro é um setor onde existe um intenso investimento de capital e geralmente é um setor com uma elevada proporção de Ativos Fixos Tangíveis (AFT), sobretudo sob a forma de terrenos e edifícios e por isso, a tangibilidade destes tem sido abordada em vários estudos sobre a EC (e.g.: Aggarwal & Padhan, 2017; Li & Singal, 2019; Mueller & Sensini, 2021; Tang & Jang, 2007). Assim, tanto a teoria *Trade-off* como a *Pecking Order* indicam uma relação positiva entre a tangibilidade

dos ativos e a dívida, por este tipo de empresas possuírem uma alta composição de ativos (Aggarwal & Padhan, 2017). As empresas deste setor ao possuírem um alto nível de ativos, conseguem adquirir uma maior confiança por parte dos credores porque os seus ativos servem de garantia em caso de falência da empresa (Aggarwal & Padhan, 2017; Mueller & Sensini, 2021). Desta forma, de acordo com a teoria *Trade – off* existe uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento, ou seja, quanto maior o valor dos ativos maior o valor do endividamento, uma vez que os ativos servem de garantia em caso do processo de falência e reduzem os custos de agência e os problemas de assimetria de informação (Nunes & Serrasqueiro, 2017; Pacheco & Tavares, 2017). Relativamente à teoria *Pecking Order*, esta também sugere uma relação positiva, porque empresas com mais AFT podem oferecer mais garantias, o que deixa os seus financiadores mais confortáveis, e por isso podem investir mais nos seus projetos por conseguirem mais fundos e por os custos financeiros desses fundos serem menores (Aggarwal & Padhan, 2017; Mueller & Sensini, 2021; Pacheco & Tavares, 2017).

1.1.3.2. Rendibilidade dos ativos

De acordo com Pacheco e Tavares (2017), estudos anteriores que analisaram o determinante da rendibilidade dos ativos, também conhecido de lucratividade, apontaram para resultados diferentes. Segundo a teoria *Trade – off*, as empresas com maior rendibilidade devem recorrer mais à dívida para poderem usufruir dos benefícios fiscais ao deduzirem os encargos financeiros de recorrerem ao financiamento externo (Nunes & Serrasqueiro, 2017). Já segundo a teoria *Pecking Order*, as empresas mais rentáveis não devem deixar de obedecer à ordem da hierarquia e devem financiar os seus projetos/investimentos, primeiramente, com os seus próprios fundos e só em último lugar recorrer à dívida (Li & Singal, 2019; Pacheco & Tavares, 2017). De acordo com isto, alguns estudos empíricos tendo por base a teoria *Trade -off* sugerem uma relação positiva entre a rendibilidade dos ativos/lucratividade e o endividamento/dívida (Aggarwal & Padhan, 2017; Modigliani & Miller, 1963; Nunes & Serrasqueiro, 2017). Já outros, tendo por base a teoria *Pecking Order*, sugerem que a rendibilidade está negativamente relacionada com o endividamento/dívida, pois empresas com mais lucro preferem usar esse lucro para financiar os seus investimentos em vez da dívida (Mueller & Sensini, 2021; Pacheco & Tavares, 2017; Serrasqueiro & Caetano, 2015).

1.1.3.3. Liquidez corrente

A liquidez corrente é um determinante importante na EC das empresas porque, empresas que contenham uma boa liquidez conseguem facilmente financiar os seus investimentos e também satisfazer os seus compromissos de curto prazo (Aggarwal & Padhan, 2017). Assim, tal como acontecia com a rendibilidade dos ativos, estudos empíricos anteriores também verificaram resultados divergentes porque, se por um lado, as empresas que apresentem um bom rácio de liquidez podem recorrer à dívida sem qualquer problema por possuírem uma boa capacidade de cumprir com os seus compromissos financeiros, por outro lado, devem preferir sempre primeiramente o autofinanciamento, pois, os custos incorridos nesta última situação serão inferiores (Aggarwal & Padhan, 2017; Pacheco & Tavares, 2017). Posto isto, se atendermos à teoria de *Pecking Order*, será prevista uma relação negativa entre o rácio da liquidez e o endividamento, ou

seja, empresas mais endividadas apresentarão níveis mais baixos de tesouraria. Contrariamente, se tivermos em conta a teoria *Trade-off*, existirá uma relação positiva entre a liquidez e o endividamento. Pacheco e Tavares (2017) no seu estudo concluíram que a liquidez é um fator chave na EC e possui uma relação negativa com o endividamento, uma vez que pequenas e médias empresas do setor hoteleiro que possuíam elevados níveis de endividamento continham problemas de liquidez, e por isso também tinham dificuldades em cumprir os seus compromissos de curto prazo, o que vem confirmar a teoria *Pecking Order*.

1.1.3.4 Risco de negócio

As pequenas e médias empresas, em particular, as do setor hoteleiro estão sujeitas a um risco de negócio bastante considerável devido às suas atividades sazonais e ao ambiente económico em que estão inseridas. Desta forma, importa estudar o impacto deste determinante no nível de endividamento das empresas. Segundo Teixeira e Parreira (2014), os estudos empíricos já realizados defendem resultados diferentes acerca da relação entre o risco e o endividamento, ou seja, alguns autores defendem uma relação negativa e outros uma relação positiva. Isto deve-se ao facto de a mediação desta variável ser realizada a partir de diferentes indicadores, uma vez que, é difícil definir parâmetros para medir este determinante (Pacheco & Tavares, 2017; Teixeira e Parreira, 2014). Com isto, a maior parte dos estudos sugerem uma relação negativa, pois empresas com níveis mais altos de risco têm uma maior probabilidade de falência, tornando os encargos com a dívida mais altos, o que corresponde a uma menor possibilidade de utilização do endividamento na estrutura de capitais, ou seja, o risco reduz a capacidade das empresas se financiarem e ainda aumenta os seus custos (Bastos & Nakamura; 2009; Harris & Raviv, 1991; Myers, 1984; Teixeira & Parreira, 2014;). No entanto, estudos como Mutenheri & Green (2002); Pacheco & Tavares (2017); encontraram uma relação positiva o que pode estar relacionado com a dimensão das empresas, pois os investidores continuam a financiar empresas de grande dimensão apesar de ser arriscado.

1.1.3.5 Dimensão da empresa

A dimensão da empresa é geralmente um bom indicador para os investidores perceberem a capacidade das empresas para cumprirem obrigações relativas aos empréstimos de capital e por isso, ambas as teorias principais defendem uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento (Fama & French, 2007; Martins et al., 2014; Pacheco & Tavares, 2017). Por norma, empresas de maior dimensão têm uma maior diversidade de atividades e por isso conseguem obter com maior facilidade capital alheio a custos mais reduzidos, pela probabilidade de falência ser menor, o que faz com que estas empresas tenham um incentivo maior em recorrer à dívida (Fama & French, 2007; Rajan & Zingales, 1995). Por outro lado, empresas de menor dimensão também são obrigadas a recorrer à dívida, pelo menos na fase inicial da sua atividade, sendo por vezes a única forma de atingirem os seus objetivos, pois ainda não têm a capacidade de se autofinanciar (Mueller & Sensini, 2021). Desta forma, vários estudos encontraram uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento não só em empresas de grande dimensão como também de pequena sendo que, normalmente, essa relação é confirmada pela dívida de curto prazo nas empresas de pequena dimensão, enquanto, nas empresas de grande dimensão é confirmada pela dívida de longo

prazo (Devesa & Esteban, 2011; Mueller & Sensini, 2021; Nunes & Serrasqueiro, 2017; Pacheco & Tavares, 2017; Serrasqueiro & Nunes, 2014).

1.2 Custo de Capital – Métodos de Cálculo

1.2.1 Custo de capital

Qualquer empresa independentemente do setor em que está inserida, procura desenvolver projetos e elaborar planos para investir os seus recursos com o objetivo de aumentar o seu valor da empresa e maximizar a riqueza dos acionistas (Ferreira, 2017). Apesar disso, segundo Chawla (2014) é necessário que as empresas façam uma seleção da informação mais importante e que a analisem para que possam tomar decisões inteligentes.

No sentido de cumprir este objetivo, as empresas devem efetuar investimentos que aumentem as receitas e diminuam as despesas, de forma a aumentarem os lucros. No entanto, para realizar estes investimentos são necessários fundos, internos ou externos, o que representa um custo para a empresa (Ferreira, 2017). Assim, para se saber o aumento do valor que a empresa irá ter, não chega conhecer apenas a rentabilidade futura do investimento, mas também o custo que será necessário para suportar esse investimento (Clayman et al., 2012). Esse custo é designado por custo de capital.

Neste seguimento, e de acordo com Damodaran (2016), Ross et al. (2010) e Shapiro (2005) para avaliar as oportunidades de investimento deve – se utilizar o custo de capital, como taxa de desconto na avaliação de projetos. Por isso, é importante perceber o conceito de custo de capital. O custo de capital é então o retorno esperado pelos financiadores, quer internos (sócios/acionistas) quer externos (credores) e depende principalmente da utilização dos fundos e não da sua fonte (Brealey et al., 1998; Ross et al., 2010).

Para Damodaran (2016), o custo de capital de uma empresa é a média ponderada do custo das várias fontes de financiamento utilizadas num investimento ou num negócio, ponderadas pelo peso relativo de cada uma. Como é uma média ponderada é natural que os gestores analisem bem o impacto de diferentes fontes de capital no custo da obtenção de financiamento, sendo assim uma importante ferramenta na otimização da estrutura de capital (Damodaran, 2016).

Para Neto (2003), o custo total de capital de uma empresa representa as expectativas mínimas de remuneração das várias fontes de financiamento, seja de capital próprio ou de capital alheio. Além disso, e de acordo com Damodaran (2016), pode ser usado como uma medida de avaliação na análise do desempenho e viabilidade económica de um determinado investimento.

Segundo Clayman et al. (2012), o custo de capital é a taxa de retorno que os fornecedores ou investidores de capital exigem em troca da sua contribuição de capital. Este custo também pode ser visto como um custo de oportunidade de fundos para os fornecedores de capital, visto que ao estar a investir num determinado projeto esse investidor está a abdicar de investir num outro projeto. Posto isto, um potencial investidor de capital não irá investir no projeto de uma empresa a não ser que o retorno esperado seja, igual ou superior, aquele que poderia obter num outro projeto com um risco comparável.

Brealey e Myers (1998) defendem que, se o custo de capital for elevado, a taxa de atualização utilizada também será maior. Sendo assim, a taxa de custo de capital encontrada deverá ser a mais próxima da realidade possível, porque se a empresa subestimar o custo de capital, poderá sobreavaliar a capacidade de um projeto gerar resultados e induzir em erro os fornecedores de capital. Por outro lado, se o custo de capital for sobreavaliado, melhores projetos poderão ser rejeitados, isto porque, projetos com uma taxa de retorno atrativa serão considerados inviáveis devido a falhas na estimação do custo de capital.

Por último, é importante mencionar que o custo de capital, geralmente, é afetado pelo ambiente económico da empresa e por alguns aspetos internos, como por exemplo a credibilidade perante possíveis credores (Ferreira, 2005).

1.2.2 Métodos de cálculo

Todo o enquadramento anterior realça a importância para o cálculo correto e adequado do custo de capital de uma empresa, já que este é um instrumento essencial na tomada de decisões e que pode indicar a viabilidade ou inviabilidade de um projeto. Assim sendo, a seguir serão apresentados os diferentes métodos de cálculo.

1.2.2.1 Custo médio ponderado de capital

Ao longo dos anos, já vários modelos foram desenvolvidos para a estimação do custo médio ponderado de capital, contudo, o modelo globalmente aceite e o mais utilizado tanto a nível empresarial como académico é o WACC. Weston e Brigham (2000) afirmam que para conhecer o total dos recursos financeiros necessários, proporções de dívida, de ações, juntamente com os custos dos componentes do capital, poderá ser utilizado o WACC.

De uma forma geral, o WACC é um assunto bastante estudado e discutido na literatura de finanças empresariais, por ser bastante útil nas decisões de investimento e por determinar opções de financiamento (e.g.: Arditti, 1973; Brealey et al., 2018; Damodaran, 2001). Geralmente, os analistas financeiros concentram-se na capitalização total da empresa, ou seja, na soma da dívida de longo prazo e do capital próprio, ignorando os passivos de curto prazo no processo. Desta forma, este custo é o custo global de capital da empresa e pode ser entendido como o retorno exigido para a empresa como um todo (Ross et al., 2010).

Segundo Damodaran (2016), o WACC é obtido através da média das taxas de custo das várias fontes de financiamento usadas, ponderada pelo peso relativo das diferentes fontes no total de financiamento, com esse financiamento a assumir a forma de dívida ou de capital próprio. Assim, o WACC refletirá o risco que os investidores de capital vêm no investimento e o custo da dívida refletirá o risco de incumprimento percebido pelos credores desse mesmo investimento. Os pesos em cada componente refletirão a quantidade que será utilizada de cada fonte no financiamento do investimento.

Deste modo, a fórmula para estimar a taxa de WACC pode ser apresentada pela seguinte expressão (Ross et al., 2010):

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times Re \right) + \left(\frac{D}{V} \times Rd \times (1 - t) \right) \quad [1]$$

Em que:

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

E = Valor de mercado do capital próprio

D = Valor de mercado do capital de terceiros na empresa

V = Valor de mercado do capital total (*E*+*D*)

$\frac{E}{V}$ = Proporção do capital próprio sobre o financiamento total da empresa

$\frac{D}{V}$ = Proporção do capital alheio sobre o financiamento total da empresa

Re = Taxa de custo de capital próprio

Rd = Taxa de custo de capital alheio

t = Taxa de imposto

Importa referir que este modelo já fornece o WACC depois de impostos, ao multiplicar a proporção do capital alheio como fonte de financiamento pelo custo marginal da dívida por (1 - T). Isto deve-se ao facto de os juros referentes ao financiamento de capital alheio serem dedutíveis no rendimento tributável, o que possibilita a diminuição do custo de financiamento e o apuramento o custo real da dívida. Como as restantes fontes de capital não são dedutíveis, não é necessário nenhum ajustamento (Ferreira, 2017).

Sendo o cálculo do custo de capital dividido em duas grandes partes, ou seja, entre o custo de capital alheio e o custo de capital próprio, de seguida serão apresentados os modelos mais válidos para o cálculo dos mesmos.

1.2.2.2 Modelo de estimação do custo de capital próprio

Para Ross et al. (2010) a parte mais difícil na estimação do WACC é o cálculo do custo de capital próprio. De acordo com Campolargo (2018) o custo de capital próprio é um núcleo importante das fontes de financiamento de uma empresa ou projeto. Inicialmente, é constituído por capitais investidos e depois por aumentos de capital, por capital de risco, subsídios ao investimento não reembolsáveis, cessação de ativos ou autofinanciamento, através dos resultados líquidos do período retidos, por exemplo. Desse modo, o custo de capital próprio é a taxa de retorno que os acionistas exigem sobre as ações da empresa (Ross et al., 2010).

Na literatura existem inúmeros modelos que tentam explicar o custo do capital próprio de forma diferente do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), sendo que alguns derivam do CAPM original.

Todavia o CAPM é o modelo mais relevante, o mais fundamentado e aquele que apresenta os melhores resultados empíricos, sendo por isso a este modelo que as empresas mais recorrem (Campolargo, 2018; Ross et al., 2010). Isto não significa que este não tenha limitações, pelo contrário, é de difícil aplicação e está rodeado de subjetividades, apesar disso, é muito importante calcular o custo dos capitais próprios, e por isso, este é o modelo que melhor nos permite obter esse custo (Campolargo, 2018).

O CAPM pretende estudar as implicações do comportamento do investidor no equilíbrio de mercado, e considera que o mercado funciona em concorrência perfeita pelo que um investidor individual por si só não consegue influenciar o preço de um ativo no mercado (Pinho & Soares, 2007).

Segundo Fama e French (2007), o CAPM surge inicialmente do modelo de escolha de uma carteira por Markowitz (1959). Posteriormente, Sharp e Lintner reajustaram este modelo acrescentando-lhe duas premissas definindo assim, a seguinte equação:

$$CAPM = Re = rf + \beta * (rm - rf) \quad [2]$$

Em que:

Re = Rendibilidade esperada / Custo do capital próprio

rf = Taxa de um ativo isenta de risco

β = Indicador de risco sistemático

rm = Rendibilidade de mercado

$(rm - rf)$ = Prémio de risco de mercado

De acordo com este modelo linear, a rendibilidade de um ativo está linearmente relacionada com o seu coeficiente Beta, pelo que numa situação de equilíbrio, a expectativa de retorno de um ativo será igual ao retorno de um ativo sem risco, somado a um prémio pelo risco assumido ponderado pelo Beta, representando este, a medida de sensibilidade de risco sistemático, da empresa em causa em relação ao mercado (Araújo et al., 2012).

1.2.2.3 Modelo de estimação do custo de capital alheio

O custo do capital alheio é a rendibilidade exigida pelos credores/financiadores dos montantes emprestados à empresa e inclui custos diretos e indiretos, ou seja, é a taxa de juro que a empresa deve pagar por uma fonte de financiamento externa à empresa constituída pelos credores desta (Brealey et al., 1998; Ross et al., 2010). Esta fonte de financiamento pode assumir o papel de comercial, créditos bancários, leasings ou empréstimos obrigacionistas, entre outros, e a respetiva remuneração desta fonte de financiamento está prevista num contrato (Campolargo, 2018).

O cálculo do custo do capital alheio é relativamente mais simples do que o custo do capital próprio (Ross et al., 2013). Este é geralmente, inferior ao custo do capital próprio devido ao benefício fiscal da dívida e o peso da dívida no financiamento total é pequeno. Assim, o custo de capital alheio tem

um impacto menor sobre o custo de capital e por isso, ainda existem poucos estudos sobre esta parte (Li, 2019).

Pittman e Fortin (2004) consideram que o custo de capital alheio é igual às despesas suportadas com os juros da dívida. Desta forma, o método para calcular este custo é definido pela seguinte expressão:

$$Rd = \frac{E_f + E_c}{D} (1 - t) \quad [3]$$

Em que:

Rd = Custo do capital alheio

E_f = Despesa com juros

E_c = Despesa de juros capitalizada

D = Dívida

t = Taxa de imposto

Pittman e Fortin (2004) definiram a dívida (D) como a média da dívida total. Já outros estudos consideraram a dívida como a média da dívida incluindo os juros, e ainda, outros consideraram a dívida como a média entre o valor inicial e o valor final do empréstimo (Li, 2019). Posteriormente, houve um estudo que usou as várias formas para determinar o custo de capital alheio, no entanto, apesar dos métodos serem diferentes os resultados foram semelhantes (Li,2019).

1.3 Formas de Aferir a Qualidade da Informação Financeira

Antes de descrever as várias formas de aferir a QIF, importa esclarecer o conceito de informação financeira e enquadrar a qualidade da mesma.

A informação financeira consiste numa aglomeração de dados quantitativos e qualitativos acerca de uma entidade. Neste sentido, a informação financeira confunde-se com informação contabilística, preparada segundo princípios e regras contabilísticas e divulgada nas Demonstrações Financeiras (DF) (Rodrigues, 2020). Segundo Rodrigues (2020) as DF são preparadas com o intuito de fornecer informação sobre a posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade, que seja útil na tomada de decisões económicas e que corresponda às necessidades dos diferentes utentes desta. Estes utentes de informação apresentam-se sob a forma de investidores/financiadores, trabalhadores, fornecedores e outros credores comerciais, administração pública e público em geral (Rodrigues, 2020).

Posto isto, vários estudos realçam a ideia de que o resultado contabilístico é aquele que, de entre os vários elementos da informação financeira, possui um maior conteúdo informativo (Ball & Brown, 1968; Dechow et., 1998). De uma forma geral, o resultado contabilístico permite uma leitura rápida do desempenho da empresa e serve como base na tomada de decisões dos diferentes *stackholders*. Algumas das decisões que têm por base o resultado contabilístico, são a avaliação das empresas, a contratação das renumerações dos gestores e a contratação de financiamento (Dechow, 1994).

Assim, o resultado contabilístico é utilizado como o catalisador de toda a informação financeira. No entanto, para que este ajude os *stackholders* a tomar decisões acertadas, é necessário que a informação financeira (resultado contabilístico) seja de qualidade e deixe transparecer a verdadeira realidade económica de uma entidade.

Segundo Dechow et al. (2010), a QIF depende de três aspetos, sendo eles, a relevância para a tomada de uma decisão em específico, a capacidade para captar aspetos importantes sobre o desempenho da empresa e a forma como o sistema contabilístico capta e transmite essa informação.

De acordo com a Estrutura Conceptual, para que a informação financeira seja de qualidade, tem de obedecer a quatro características qualitativas principais, que são a compreensibilidade, a relevância, a fiabilidade e a comparabilidade e no que respeita aos utentes dessa informação refere que, estes “estão interessados em informação que lhes permita determinar se os seus empréstimos, e os juros que a eles respeitam, serão pagos quando vencidos” (Comissão de Normalização Contabilística, 2003a, §9). Isto significa que, a informação financeira (resultado contabilístico) será de qualidade se permitir aos financiadores medir de forma precisa o risco de incumprimento da empresa para satisfazer os seus compromissos contratuais. Para isso, a informação tem de ser fiável, relevante, tanto para avaliar o atual desempenho da empresa, como para prever o desempenho dos fluxos de caixa futuros.

Como já foi referido anteriormente, a QIF depende da forma como o sistema contabilístico capta e transmite a informação, desta forma, deve ter-se em atenção a flexibilidade das normas contabilísticas. Esta flexibilidade proporciona ao gestor várias opções de contabilização e dá-lhe a possibilidade de escolha nos diferentes tratamentos contabilísticos. Assim sendo, o gestor pode atuar de duas formas, ou seja, pode utilizar a sua discricionariedade de forma a escolher a solução que origine informação mais relevante para os utilizadores da informação financeira, ou pode atuar de forma oportunista, fazendo escolhas contabilísticas que lhe permitam atingir determinado objetivo (Guay et al., 1996). Estas escolhas contabilísticas são consideradas como “manipulação de resultados”, o que está relacionado a QIF.

Para Healy e Wahlen (1999), a manipulação de resultados acontece quando os gestores preparam as DF de modo a evidenciar um desempenho económico-financeiro da entidade diferente do real, ou seja, os preparadores da informação financeira em vez de assumirem uma posição neutra que permita evidenciar nas contas os aspetos relevantes para a tomada de decisões, assumem uma posição oportunista, que se traduz em indicadores financeiros com uma interpretação mais favorável do que a real. Com isto, os contratos de crédito bem como as decisões de investimento terão por base uma informação irreal, mas que não é ilegal por estar dentro dos limites contabilísticos (Stlowy & Breton, 2004). Sendo assim, a manipulação de resultados é fruto da flexibilidade do sistema contabilístico associado à discricionariedade do gestor e constitui uma prática que diminui a QIF.

Face ao exposto, surgem formas de aferir a QIF produzida pelas empresas, pelo que estas serão seguidamente apresentadas.

1.3.1 Método baseado em *accruals* – Modelo de Jones

De acordo com a literatura, a quantificação por via dos *accruals* é uma das formas mais utilizadas para medir a QIF (Dechow et al., 2010; Dechow & Schrand, 2004; DeFond, 2010; Schipper & Vincent, 2003). Os *accruals* estão diretamente associados ao “princípio do acréscimo” e ao “princípio da correlação” entre rendimentos e gastos, traduzindo ajustamentos temporários que antecipam ou adiam o reconhecimento dos fluxos de caixa (Carmo, 2013).

Segundo Dechow et al., (2010) os *accruals* são constituídos por duas componentes, uma normal (*accruals* normais também conhecidos como não discricionários) e outra anormal (*accruals* anormais também conhecidos como discricionários). A componente normal apreende os ajustamentos que traduzem a atividade e o desempenho da empresa e a componente anormal apreende a discricionabilidade do gestor, especificamente, ações de manipulação de resultados, assim como erros não intencionais relacionados com a aplicação do normativo contabilístico.

Face a isto, e por a aferição da QIF ser bastante complexa, vários modelos baseados em *accruals*, já foram desenvolvidos, com o objetivo de solucionar algumas limitações (e.g.: Holland & Ramsay, 2003; McNichols & Wilson, 1988; Sweeney, 1994:). Contudo, de acordo com Santos (2008), quase todos os modelos têm a sua génese no trabalho de Jones (1991).

1.3.2 Persistência dos resultados

Segundo Schipper e Vincent (2003), a persistência dos resultados está relacionada com a sua permanência ou continuidade ao longo do tempo. Através da persistência dos resultados é possível aferir a QIF, uma vez que, esta constitui uma característica contabilística que contribui para previsões futuras da empresa (Li, 2019). Desta forma, os resultados persistentes, ao contrário dos resultados transitórios, têm tendência para se repetir no futuro e, por isso, são considerados como um bom indicador financeiro para prever os resultados e fluxos de caixa futuros (Li, 2019; Schipper & Vincent, 2003). Este indicador financeiro torna-se fundamental para investidores e analistas financeiros, no contexto de avaliação de investimentos ou na avaliação do valor da empresa (Bilal, 2020; Pirveli, 2020).

De acordo com Bilal (2020), Dechow et al. (2010) e Pirveli (2020), numa empresa em que haja maior persistência, os resultados correntes serão um indicador mais útil na previsão do desempenho futuro do que numa empresa com menor persistência e, atualizando os resultados correntes, também se obterá erros de avaliação inferiores na empresa com resultados mais persistentes do que noutra.

1.3.3 Alisamento de resultados

O alisamento de resultados ou ausência de variabilidade surge como uma técnica de gestão de resultados e tem subjacente o facto de que os gestores têm acesso a informação privilegiada acerca dos resultados futuros da empresa. Neste sentido, o alisamento de resultados é um ato intencional conduzido pelos gestores, que é feito através dos *accruals*, para alisar as flutuações dos fluxos de caixa aumentando assim a relevância dos resultados como indicador do desempenho futuro da empresa (Dechow et al., 2010; Francis et al., 2004). Pois, a existência de baixas flutuações nos

fluxos de caixa, proporciona uma imagem mais favorável para os investidores que queiram investir na empresa (Bora & Saha, 2016).

No entanto, o alisamento de resultados afeta a QIF em dois sentidos opostos. Por um lado, o alisamento de resultados melhora a QIF, porque o gestor ao alisar os resultados considera os resultados correntes, assim como os resultados futuros, como sendo a polarização resultante da incorporação de informação privilegiada do gestor (Ewert & Wagenhofer, 2016). Por outro lado, o alisamento de resultados é considerado, cada vez mais, como uma prática associada à manipulação de resultados, que visa diminuir a sua variabilidade, o que se traduz numa redução da QIF (Bhattacharya et al., 2003; Leuz et al., 2003).

Neste contexto, Dechow et al. (2010) mencionam como um dos aspetos críticos à aferição da QIF através deste método, a necessidade de desenvolver medidas que possibilitem diferenciar os dois tipos de alisamento: o alisamento que produz uma melhor qualidade de resultados e o alisamento que se traduz em práticas de manipulação de resultados.

1.3.4 Conservadorismo

O conservadorismo é também conhecido como incorporação assimétrica de ganhos e perdas nos resultados, uma vez que, existe uma assimetria quanto ao grau de verificabilidade exigido para o reconhecimento de ganhos e de perdas. Este reflete a “tendência do preparador da informação financeira para exigir um maior grau de verificabilidade para o reconhecimento das boas notícias como ganho, do que para o reconhecimento das más notícias como perda” (Basu, 1997, p.7).

De acordo com o *Financial Accounting Standards Board* (FASB, 1980), o conservadorismo considera que, na presença de duas estimativas de pagamentos ou recebimentos futuros que contenham a mesma probabilidade de ocorrência, se opte por aquela que é menos positiva, no ato de mensurar. Isto leva a que, na presença de incerteza, aconteça mais rapidamente uma subvalorização dos resultados e dos ativos líquidos do que uma sobrevalorização (Zhang, 2008). Neste seguimento, o conservadorismo é uma atitude desejável quando se baseia no facto de o mesmo representar um ato prudente do gestor, que pode evitar a subvalorização de passivos e a sobrevalorização de ativos (Watts, 2003). Nesta perspetiva, o conservadorismo é mais vantajoso para os financiadores, visto que, a probabilidade de subavaliação do risco de incumprimento da empresa é menor estando os ativos líquidos subavaliados (Schipper & Vincent, 2003). Assim, no contexto da contratação de financiamento, os resultados conservadores são considerados de qualidade (Zhang, 2008).

Contudo, o conservadorismo pode ser considerado também, como uma atitude indesejável, já que pode distorcer o verdadeiro desempenho da empresa, bem como a sua posição financeira, apresentando uma situação mais desfavorável daquela que é na realidade, reduzindo assim a QIF (Fan & Zhang, 2012).

1.3.5 Coeficiente de resposta dos resultados

Através do Coeficiente de Resposta dos Resultados (ERC) ou na expressão inglesa *Earnings Response Coefficient*, também é possível aferir a QIF. Este método surge dos estudos de Ball e

Brown (1968) e Beaver (1968), e mede o conteúdo informativo dos resultados, através da sua relação com as rendibilidades do mercado. A medição da QIF através do conteúdo informativo, parte do pressuposto de que, a divulgação dos resultados contabilísticos têm repercussões no mercado, ou seja, no preço, na rendibilidade ou no volume de transações das ações, o que significa que os mesmos possuem informação bastante relevante que é integrada pelos investidores no momento da determinação da empresa.

Segundo Dechow e Schrand (2004), a medição da QIF através deste coeficiente subentende que os mercados são eficientes e que os preços das ações refletem facilmente toda a informação disponível.

De acordo com Dechow et al. (2010), o coeficiente de resposta dos resultados é concedido pelo coeficiente β de uma regressão entre as rendibilidades das ações e os resultados não esperados, sendo que estes compreendem a diferença entre os resultados do período e os resultados esperados do pelo mercado, podendo basear-se numa previsão ou nos resultados do ano anterior. Assim sendo, quanto maior for o ERC, maior será o seu conteúdo informativo, e por consequência, maior será a QIF.

1.3.6 Auditoria

Uma outra forma de medir a QIF é através da auditoria. A literatura tem vindo a indicar que a auditoria tem um papel importante na quantificação da QIF. As empresas são alvo de controlo e de supervisão organizacional. No entanto, daí surgem alguns problemas e no sentido de os solucionar procura-se estabelecer sistemas internos de testes e avaliações internas com o intuito de auxiliar a gestão na obtenção de eficiência (Yee et al., 2008). Assim existem estudos que apontam para uma influência significativa do sistema de controlo interno na qualidade dos resultados (Kewo & Afiah, 2017).

Para Shuli (2011), os auditores possuem uma boa capacidade para avaliar a qualidade dos resultados, dado que estão a par dos princípios da contabilidade e da auditoria financeira, da auditoria interna e das práticas comerciais. Segundo Johnson et al. (2002), a capacidade de um auditor melhorar a QIF dependerá da probabilidade de este detetar uma distorção ou omissão que seja materialmente relevante. Depois de o auditor detetar essa distorção relevante, se ele a corrigir ou a revelar estará a melhorar a QIF, caso contrário não. Assim, torna-se evidente que a implementação de um sistema de controlo interno/auditoria interna produz um efeito positivo na QIF.

Todavia, também existem deficiências nos sistemas de controlo interno, e por isso Hribar et al. (2014) referem que os gastos com o trabalho de auditoria funcionam como um indicador da qualidade dos resultados, isto é, a empresas com um elevado valor em gastos de auditoria pode estar associada uma menor QIF, pois o auditor após detetar falhas contabilísticas na empresa pode manter o risco num patamar razoável e realizar mais testes com a ajuda de auditores experientes, ou então, pode cobrar um preço mais elevado ao cliente, assumindo o risco da sua posição.

1.4 Relação entre o Custo de Capital e a Qualidade da Informação Financeira

Ball e Brown (1968), já referidos anteriormente, foram os primeiros a desenvolver um estudo sobre a QIF, no qual testaram a utilidade da informação financeira para os investidores, através da relação da sua qualidade com o preço das ações. Neste estudo, consideraram o pressuposto da eficiência dos mercados e conseguiram provar que a informação financeira de qualidade é útil para os investidores. Mais tarde, Watts e Zimmerman (1978) formularam a Teoria Positiva da Contabilidade (PAT), expondo situações em que o comportamento dos gestores, através da prática contabilística, afeta a informação financeira, o que veio contribuir para o estudo da QIF.

Relativamente ao custo de capital, este é essencial numa diversidade de decisões corporativas que os gestores têm de tomar, manifestando-se em operações como a determinação da taxa mínima para projetos de investimento e na influência da composição da estrutura de capital (Easley & O'hara; 2005). Devido a esta importância, não é de admirar que já tenha sido proposto um conjunto de prescrições políticas às empresas, para tentar reduzir esse custo (Easley & O'hara, 2005). Arthur Levitt, ex-presidente da *Securities and Exchange Commission*, referido por Easley e O'hara (2005), é o exemplo disso, quando sugeriu que a qualidade da contabilidade aumenta a liquidez e diminui os custos de capital.

De acordo com isto, recentemente, vários estudos empíricos sugerem que existe uma ligação entre a QIF e o custo de capital de uma empresa e que a divulgação ou a qualidade dessa informação estão associadas de forma negativa ao custo de capital (Beiruth et al., 2021; Lambert et al., 2007; Muttakin et al., 2020)

Easley e O'hara (2005) analisaram o papel da assimetria de informação entre investidores na determinação do custo de capital, com o objetivo de investigar o papel da informação no custo de capital de uma empresa. Assim, pretendiam provar que as diferenças na composição das informações entre as informações públicas e privadas afetavam o custo de capital, com os investidores a exigir um maior retorno para manter ações com maiores informações privadas do que públicas. Para isso, desenvolveram um modelo de equilíbrio de expectativas racionais que incluiu informações públicas e privadas e também investidores informados e investidores desinformados. O modelo dos autores demonstrou que, em equilíbrio, a quantidade e a qualidade das informações afetam os preços dos ativos, o que se traduz em diferenças transversais nos retornos exigidos pelas empresas. Segundo os autores, isto justifica a forma como uma empresa pode influenciar o seu custo de capital, ao escolher os seus tratamentos contabilísticos, a cobertura de especialista financeiro e a microestrutura de mercado (Easley & O'hara, 2005). Uma vez que, o retorno exigido pelos investidores determina o custo de capital próprio de uma empresa, a análise dos autores fornece um vínculo entre as informações de uma empresa e o seu custo de capital, evidenciando que os investidores com maior informação privada exigem um maior retorno para manter as suas ações, o que reflete que as informações privadas elevam o risco dos investidores desinformados deterem as suas ações. Com isto, Easley e O'hara (2005) concluíram que, a precisão e a quantidade

das informações, das empresas, disponíveis para os investidores podem influenciar o seu custo de capital, sendo que estas podem ser atingidas por meio de uma seleção adequada dos padrões de contabilidade, bem como pelas políticas de divulgação corporativa.

Leuz e Verrecchia (2005) realizaram um estudo sobre a ligação entre a qualidade de informação, decisões de investimento de capital e custo de capital das empresas. Para isso, numa primeira parte, mostraram que mudanças nos fluxos de caixa esperados influenciavam o custo de capital de uma empresa, caracterizando os preços dos ativos numa estrutura de equilíbrio de mercado em competição perfeita, por ações de uma empresa a derivar numa equação de preços equivalente ao CAPM. Com esta caracterização conseguiram mostrar que anormalidades ao nível dos fluxos de caixa esperados são expressos no custo de capital de uma empresa, ou seja, na taxa com a qual o mercado desconta os fluxos de caixa esperados. Numa segunda parte, aprofundaram a ligação entre a QIF e os fluxos de caixa de uma empresa e demonstraram que uma maior QIF leva a um menor custo de capital da empresa. Isto resulta do efeito no aumento dos fluxos de caixa esperados sem o aumento proporcional na covariância da empresa com o mercado, sendo que, na primeira análise dos autores, este tem um efeito negativo no custo de capital. Desta forma, os autores sugerem que maior QIF melhora a relação entre empresas e investidores no que diz respeito às decisões de investimento de capital. Assim sendo, este estudo aponta para que a informação tenha um papel fundamental na eficiência das decisões de investimento da empresa, que a qualidade dos relatórios tem impactos reais que se traduzem no custo de capital das empresas, e que investidores racionais avaliem em equilíbrio descontando os fluxos de caixa esperados das empresas a uma taxa de retorno mais alta.

Francis et al. (2005) foram os autores a fornecer suporte empírico para a relação entre risco de informação e custo de capital a partir de uma análise em empresas americanas. Estes autores utilizaram a qualidade dos *accruals* como *proxy* para o risco de informação. Com a análise efetuada verificaram que as empresas americanas com menor qualidade de *accruals* apresentavam custos mais elevados de dívida e de capital próprio do que empresas com melhor qualidade de *accruals*. Além disso, Francis et al. (2005) relatam também que, a qualidade de *accruals* envolve-se em componentes que representam fundamentos económicos (*accruals* normais/inatos) e em escolhas de relatórios de gestão (*accruals* discricionários) e demonstram que apesar de ambos estarem relacionados com o custo de capital, o primeiro tem uma implicação maior. Resumidamente, Francis et al. (2005) alegam que a qualidade dos *accruals* pode ser influenciada por fundamentos económicos (*accruals* normais/inatos) e por escolhas de políticas contabilísticas para elaborar relatórios de gestão (*accruals* discricionários) e sugerem que é previsível que esses componentes da qualidade de *accruals* tenham impactos diferentes sobre o risco de informação, e consequentemente sobre o custo de capital.

Na mesma linha de investigação, Gray et al. (2009) voltaram a examinar a interação da qualidade dos *accruals*, risco de informação e custo de capital, mas desta vez em empresas australianas, dado existirem várias diferenças institucionais e regulatórias que são importantes e que poderiam afetar a relação entre a qualidade dos *accruals* e o custo de capital. Neste estudo, os resultados voltaram

a provar que a qualidade dos *accruals* influencia o custo de capital, também em empresas australianas, ainda que, com algumas diferenças.

Anteriormente ao estudo de Gray et al. (2009), Lambert et al. (2007) já tinham reconhecido o papel da assimetria de informação no custo de capital, quando a competição é imperfeita e afirmam que a divulgação da informação financeira é uma das formas de alcançar uma maior transparência das entidades para efeitos de obtenção de crédito. Com isto, a QIF pode influenciar diretamente o custo de capital das empresas, porque assim, os credores conseguem ter uma melhor perceção da criação e da distribuição dos *cash flows* futuros. Além disto, Lambert et al. (2007) verificaram também que empresas com maior qualidade nos relatórios financeiros conseguem uma maior eficiência nos investimentos. E, de acordo com Alves (2014), as empresas com melhor QIF obtêm com muito mais facilidade capital para implementar os seus projetos, porque permite minimizar problemas como os de seleção adversa.

Portanto, a divulgação de informação financeira possibilita a transmissão de informações específicas e claras para os investidores, reduzindo a assimetria de informação entre investidores e empresas, e ainda, se minimizam custos de seleção adversa e de aumento de capital. De acordo com isto, pode-se afirmar que a QIF desempenha um papel fundamental na minimização de problemas de agência entre gestores e investidores (Amrah & Hashim, 2020; Lambert et al., 2007).

Face ao que foi exposto, e visto que a QIF tem sido alvo de várias investigações, na última década, por ser um indicador de vários aspetos importantes para as empresas, torna-se relevante perceber também o papel desta, no custo de capital alheio das empresas do setor hoteleiro. Deste modo, a seguir efetuar-se-á uma contextualização e descrição do referido setor em Portugal.

1.5 O Setor Hoteleiro em Portugal

1.5.1 Contextualização do setor

Na última década, Portugal tem vindo a registar um crescimento acentuado na área do turismo (Turismo de Portugal, 2021). Este crescimento é notável não só no aumento de turistas portugueses como de turistas estrangeiros, e também no aumento de hotéis nas cidades. Portugal apresenta-se como um país virado para o turismo devido às suas características naturais o que faz com que, cada vez mais, aposte neste setor, quer através da melhoria da qualidade das suas infraestruturas e serviços, quer através da diversificação de produtos turísticos oferecidos, e por isso já foi reconhecido com vários prémios e distinções. De acordo com o Turismo de Portugal (2021), Portugal tem sido reconhecido a nível nacional e internacional, enquanto organização e pela sua atividade, assim lidera o *ranking* Europeu dos melhores países na promoção do turismo conquistando o terceiro lugar mundial (bronze) e ainda é eleito pelo quarto ano consecutivo, o melhor destino da Europa na edição 2020 dos *World Travel Awards*.

Segundo Pinto (2008), o turismo em Portugal surgiu na década de 60, essencialmente, com o primeiro desenvolvimento das termas no interior do país, como Vizela, Vidago, Cúria e Luso e no litoral algarvio, só depois outras zonas como Lisboa e seus arredores, destacando-se a Linha do

Estoril e da Madeira, também desenvolveram a sua atividade turística. Mais tarde, no início dos anos 80 regista-se um forte crescimento do número de turistas estrangeiros recebidos, e aí Portugal começa a apostar mais intensamente neste setor. Além do aumento dos turistas estrangeiros, assiste-se também a um maior consumo por parte dos portugueses em viagens e em refeições fora, devido ao aumento dos rendimentos sentido nessa altura.

Atualmente, o turismo é a maior atividade económica exportadora do país, constituindo por isso, um grande peso na economia nacional e também uma grande responsabilidade, tendo vindo a bater recordes, principalmente, nos anos 2017, 2018 e 2019. Já o ano de 2020, apesar de se prever ser um ano forte para a área do turismo, foi bastante abalado pelos efeitos da pandemia COVID – 19, que chegou em março a Portugal e afetou sobretudo a atividade turística (Gomes, 2020)

Além dos recordes que Portugal conseguiu em anos anteriores, no ano de 2017, o setor do turismo continuou a provar o seu grande potencial e bateu um novo recorde em receitas e dormidas, gerando ainda mais riqueza. Conforme a 13ª edição do Atlas da Hotelaria da Deloitte, em 2017, o total de dormidas superou os 57 milhões e as receitas chegaram aos dois mil milhões e meio de euros. No final de 2017, Portugal somava mais 48 empreendimentos turísticos e mais 3.350 unidades de alojamento, face ao ano de 2016, Lisboa registava a segunda maior taxa de ocupação da Europa com 80,5%, o Norte e o Algarve apresentavam o maior número de empreendimentos turísticos no país, e a Madeira e o Algarve detinham a estadia média mais alta (Deloitte, 2018).

No ano de 2018, Portugal continua a bater recordes e ultrapassa os 66 milhões de dormidas, o que constitui um aumento de 9 milhões face ao ano anterior. Segundo a 14ª edição do Atlas da Hotelaria da Deloitte, este aumento é acompanhado por um crescimento de empreendimentos turísticos, que neste ano superou, pela primeira vez as 2000 unidades do total de quartos atingindo as 144000 unidades, significando um aumento de 12% face a 2017. Por conseguinte, as receitas de dormidas subiram cerca de 500 milhões de euros e aproximam-se dos 3 mil milhões de euros, sendo este valor potenciado pelos quase 25 milhões de hóspedes registados em 2018 (Deloitte, 2019).

Em 2019, o turismo foi responsável por 52,3% das exportações de serviços e por 19,7% das exportações totais, tendo sido, as receitas turísticas um contributo de 8,7% para o PIB nacional. Estes números expressivos têm especial destaque para o aumento de emprego, com um peso de 6,9%, para o crescimento das receitas turísticas com mais 8,1% e dos proveitos globais com mais 7,3%, mais acelerados que o aumento de dormidas com mais 4,1%. E é de notar ainda que, há um crescimento mais acelerado do mercado interno, com mais 7,5% de hóspedes portugueses do que do mercado externo, sendo este com mais 7,1% de hóspedes estrangeiros. Tudo isto revela que o turismo tem capacidade de gerar mais receita, mais emprego e alargar cada vez mais a atividade (Deloitte, 2020).

1.5.2 Caracterização do setor

O setor hoteleiro é uma das principais componentes inseridas dentro do turismo, e face ao crescimento do mesmo exposto anteriormente, este é o mais afetado em consequência das mudanças e desafios provenientes desse crescimento, por ser uma das atividades de prestação de

serviços mais importantes na área. O setor hoteleiro é a atividade que assegura o alojamento e a alimentação dos hóspedes, sendo que, para Cunha (2001) o alojamento é a base essencial dos destinos turísticos, ou seja, sem o alojamento estes não existem como tais. Assim, embora possam existir fluxos turísticos sem alojamento (zonas visitadas através de excursões), não é possível estruturar destinos turísticos sem alojamento, pois todo o meio de alojamento destinado a proporcionar dormidas a turistas é considerado como turístico.

Deste modo, a hotelaria tal como é salientado por Keller (2000) citado por Batista (2003) surge como um dos subsectores vitais para o desenvolvimento do turismo, representando o que melhor se faz em Portugal pela sua inovação, pelo serviço de excelência e pela representatividade que tem na economia nacional. Com isto, a hotelaria apresenta-se na forma de estabelecimentos hoteleiros, aldeamentos e apartamentos turísticos, quintas da madeira na respetiva região, alojamento local de turismo rural e de turismo de habitação. Do vasto leque apresentado são os estabelecimentos hoteleiros, dos quais especificamente os hotéis, que se irá procurar compreender, pois os hotéis são um dos segmentos mais significativo no alojamento proporcionando a maior taxa de emprego e um dos mais altos níveis de receitas.

Segundo o Turismo de Portugal (2021), um hotel é uma unidade de alojamento que ocupa um edifício ou parte dele e o seu objetivo é prestar serviços de alojamento temporário e outros serviços acessórios ou de apoio, com ou sem fornecimento de refeições, mediante pagamento.

Posto isto, segundo o estudo realizado pela 13ª edição do Atlas da Hotelaria que analisa os dados do setor hoteleiro, em 2017, as regiões que continham a maior concentração de empreendimentos turísticos eram o Algarve e o Norte com 22% cada uma, seguidamente estavam a Região Centro com 21%, Lisboa com 16%, Alentejo com 8%, Madeira com 7% e por último os Açores com 4%. Quanto ao número de unidades de alojamento, o Algarve continuou a liderar com 32% e Lisboa ocupava o segundo lugar com 21%. Neste ano, os hotéis continuaram a diferenciar-se por serem novamente a tipologia de empreendimentos turísticos mais representativa em Portugal, com 73 % da oferta. De seguida, os apartamentos turísticos representavam 10%, os hotéis apartamentos 7%, os hotéis rurais 5%, os aldeamentos turísticos 3% e as pousadas 2%. Ao comparar o ano de 2016 com o ano em questão (2017), verifica-se que o panorama se mantém praticamente igual, e por isso não se achou relevante fazer referência aos dados do ano anterior. A nível da qualificação dos empreendimentos turísticos, os de três e quatro estrelas são os que se destacam, representando 33% e 38% do mercado, num total de 662 e 754 unidades hoteleiras, respetivamente. Os empreendimentos com a qualificação de duas estrelas abrangem a terceira posição, com 16%, e os de cinco estrelas a quarta posição, com 8%, num total de 327 e 167 unidades hoteleiras, respetivamente (Deloitte, 2018).

Conforme o Atlas da Hotelaria, e relativamente às taxas de ocupação e receitas por quarto, a cidade de Lisboa em 2017 registou a segunda maior taxa de ocupação europeia com 85,5%, ficando apenas Amesterdão acima. Contudo, o valor das receitas por quarto, no caso de Lisboa, ficou abaixo da média europeia. Considerando também o facto de este setor ser afetado pelo efeito da sazonalidade, são os meses de julho, agosto e setembro que registam o maior número de dormidas

e são o Algarve e a Região Autónoma da Madeira que refletem a média mais elevada. Neste ano, é ainda importante referir que foram os grupos Pestana *Hotels & Resorts/ Pousadas de Portugal*, Vila Galé Hotéis e *Accor Hotels* que lideraram o *ranking* nacional dos 20 grupos hoteleiros com o maior número de unidades de alojamento.

No ano de 2018, Portugal volta mais uma vez a bater recordes nas receitas das dormidas, com a região do Algarve a dispor de uma maior oferta hoteleira, com 45.116 quartos, seguida da Área Metropolitana de Lisboa com 31.108 e do Norte com 31.108. Sendo que neste ano a Área Metropolitana de Lisboa dominou o valor da receita por quarto, ficando à frente do Algarve e da Madeira (Deloitte, 2019). De acordo com o Instituto Nacional de Estatística (INE, 2018), neste ano, apesar de se ter registado um abrandamento na subida face ao ano de 2017 a hotelaria registou 20,5 milhões de hóspedes que proporcionaram 56,6 milhões de dormidas, traduzindo variações de mais 3,4% e mais 1,5%, respetivamente. E a capital do país continua no topo das cidades europeias no que diz respeito à taxa de ocupação, com 79,8%, ultrapassando Madrid e Berlim. Deste modo, os proveitos totais na hotelaria atingiram os 3,6 mil milhões de euros, ou seja, mais 7,4% do que o ano anterior, com os hotéis a corresponderem a 71,6% das dormidas na hotelaria, sobressaindo as unidades de quatro e três estrelas com 49,1% e 22,6% das dormidas, respetivamente. Já os hotéis-apartamentos foram a segunda categoria mais relevante com 13,7% (INE, 2018).

O crescimento do turismo em Portugal e a existência de uma procura cada vez mais acentuada no setor hoteleiro por parte dos hóspedes faz com que, o mercado português seja obrigado a ser muito mais dinâmico no que respeita ao investimento na hotelaria, e por isso, em 2018 registou um aumento de 256% no volume de transações face ao ano de 2017. Aquisições como, a do Intercontinental Porto Palácio das Cardosas, do Penha Longa Resort e, mais recentemente, de três hotéis Tivoli, sendo eles o Avani Avenida da Liberdade, Tivoli Avenida da Liberdade e Tivoli Oriente, são a confirmação de que o setor se está a dinamizar. Assim, Jorge Marrão, *Partner e Real Estate Leader* da Deloitte (2018) refere que, com o aumento da performance das unidades hoteleiras conseguiu-se atrair a atenção dos investidores internacionais que começam a olhar para Portugal como um mercado mais líquido e com menor risco.

De acordo com a 15ª edição do Atlas da Hotelaria, em 2019, o turismo volta a dar provas de resistência, fazendo com que a procura do setor se mantivesse sólida e em crescimento, de tal modo, que foi realizada uma pesquisa aos principais “*players*” do setor. Neste estudo, e por um lado, parte dos inquiridos (36%) consideraram que o setor hoteleiro se encontrava em recessão, por outro lado, uma outra parte dos inquiridos (36%) consideraram que o setor se encontra numa fase de investimento. Com este estudo, verificou-se ainda que 31% dos participantes consideraram a cidade de Lisboa como a cidade mais atrativa para o investimento hoteleiro em 2020 e esperava-se que as principais fontes de financiamento fossem essencialmente grupos hoteleiros internacionais e de *private equities*, já as restantes fontes seriam de sociedades gestoras de fundos de investimento. Além disso, esperava-se que o capital fosse maioritariamente europeu, nomeadamente, de Portugal. É importante referir que este estudo foi realizado à data de 2019, pelo que, não foram considerados os efeitos da pandemia Covid-19 (Deloitte, 2020).

De acordo com o que aqui foi dito, é de realçar o peso que o setor hoteleiro representa no turismo e a importância que isso acarreta para a economia do país. Sendo assim, as empresas hoteleiras devem continuar a crescer e tornarem-se cada vez mais rentáveis. No entanto, para isso acontecer é indispensável o investimento. O facto de ser necessário investir implica que as empresas hoteleiras recorram a financiamento de capital próprio ou a capital alheio. E no caso de as empresas terem de recorrer a capital alheio, é importante que o custo desse seja o menor possível, para que as empresas não cheguem a um nível de endividamento que não consigam suportar, ou então para que, simplesmente, não tenham que suportar um custo mais elevado daquele que deveria ser.

Neste sentido, achou-se relevante verificar em que medida a QIF influencia o custo de capital alheio das empresas inseridas neste setor, procedendo-se, na secção seguinte, e com vista à avaliação da mesma, à apresentação da metodologia.

2. Metodologia

Tendo por base os temas estudados, anteriormente, na literatura, como as teorias de capital e os seus determinantes, a QIF e ainda o setor hoteleiro em Portugal, nesta secção, será evidenciado primeiramente o objetivo do estudo, bem como, as hipóteses de investigação que se pretendem testar. De seguida, será apresentada a metodologia a utilizar, a descrição das variáveis e, por último, a descrição dos dados e da amostra desta investigação.

2.1 Conceitualização e Problemática

Tal como foi demonstrado na secção anterior, a QIF tem sido alvo de muita investigação, por se achar ter um grande impacto no valor geral das empresas. De acordo com aquilo que já foi estudado, sabe-se que tanto os acionistas como os credores das empresas dependem das demonstrações financeiras, sendo estas preparadas em conformidade com os padrões de contabilidade aceites (Drake & Fabozzi, 2012). No entanto, estes padrões de contabilidade permitem uma flexibilidade às empresas na escolha dos métodos e estimativas de contabilidade o que, por vezes, pode afetar a informação financeira reportada e fazer com que esta não seja transparente. Contudo, para que a informação financeira seja de qualidade, tem de ser transparente relativamente ao desempenho e

situação financeira da empresa (Drake & Fabozzi, 2012). Apesar da transparência ser uma característica expectável nas demonstrações financeiras, na realidade, isso nem sempre acontece pelo facto de estas terem consequências económicas bastante importantes, como por exemplo, na determinação da renumeração da administração ou na qualidade de crédito das obrigações de dívida, o que depois faz com que os gestores optem por determinadas ações que manipulam os resultados tornando-os mais favoráveis (Drake & Fabozzi, 2012).

Assim como a QIF, também muito se tem estudado acerca da estrutura de capitais das empresas, sobre as suas teorias e determinantes e ainda sobre o custo de capital, seja próprio ou alheio. Desta forma, tornou-se importante perceber, e é esse o objetivo central deste estudo, se o nível da QIF em conjunto com outras variáveis interfere com o custo de capital alheio das empresas do setor hoteleiro. A escolha pelo setor hoteleiro deve-se ao facto de este ter um grande peso no turismo, acarretando uma grande importância na economia do país. Já a escolha pelo capital alheio deve-se ao facto de as empresas hoteleiras, para fazerem face aos seus investimentos, recorrerem mais ao capital externo do que interno (Herdeiro, 2019). Assim estabeleceu-se a primeira hipótese de investigação:

H1: Quanto melhor a QIF, menor o custo do capital alheio em empresas do setor hoteleiro em Portugal.

Além da variável QIF, e estando o custo de capital alheio ligado à forma como as empresas se financiam, tornou-se aqui importante perceber também, de que forma é que alguns determinantes da EC, como a tangibilidade e rendibilidade dos ativos, a liquidez corrente, o risco de negócio e a dimensão da empresa, se relacionam com o custo de capital alheio.

Aquilo que tem sido estudado na literatura é a relação entre estes determinantes e o endividamento/dívida, ou seja, pelo que se sabe, até ao momento, ainda não existem estudos que tenham relacionado estes determinantes com o custo de capital alheio. Assim, e através das relações obtidas por estudos anteriores, com o endividamento, já explicadas na revisão de literatura, deduziu-se as relações esperadas dos determinantes já enunciados com o custo de capital alheio.

De acordo com a literatura, e independentemente da teoria pela qual as empresas se regem, seja pela teoria *Trade-off* ou pela *Pecking Order*, os estudos indicam uma relação positiva entre a tangibilidade e o endividamento, porque empresas com maior percentagem de ativos recorrerem mais facilmente e mais ao financiamento externo, por estes poderem servir de garantia aos credores (Aggarwal & Padhan, 2017; Mueller & Sensini, 2021). De acordo com isto, aquilo que é esperado que aconteça com o custo de capital alheio é o contrário, ou seja, uma relação negativa, pois se estas empresas oferecem mais garantias, então é normal que este custo seja menor. Daí que se tenha formulado a seguinte hipótese de investigação.

H2: Existe uma relação negativa entre a tangibilidade dos ativos e o custo de capital alheio.

Já a rendibilidade, em alguns estudos apresenta uma relação negativa com o endividamento e noutros uma relação positiva (Pacheco & Tavares, 2017). Com o custo de capital alheio, pressupõem-se que empresas mais rentáveis consigam obter um custo de capital alheio menor por

ser mais fácil para estas cumprirem as obrigações com os custos de financiamento. Por esta razão formulou-se a seguinte hipótese de investigação.

H3: Existe uma relação negativa entre a rendibilidade dos ativos e o custo de capital alheio.

À semelhança do que é expectável que aconteça com a rendibilidade, também se espera uma relação negativa entre a liquidez corrente e o custo de capital alheio. Os estudos que estudaram a relação deste determinante com o endividamento encontraram resultados divergentes, ou seja, alguns encontraram uma relação negativa e outros positiva pois se, por um lado, empresas com uma boa liquidez podem recorrer à dívida sem qualquer problema por possuírem uma boa capacidade financeira, por outro lado, não precisam de se endividar podendo autofinanciar-se a custos inferiores (Aggarwal & Padhan, 2017; Pacheco & Tavares, 2017). Contudo, para este estudo espera-se que empresas com uma maior liquidez consigam um custo de financiamento externo menor e por isso propõem-se a seguinte hipótese de investigação.

H4: Existe uma relação negativa entre a liquidez corrente e o custo de capital alheio.

Quanto ao risco de negócio, os estudos empíricos também apontam para resultados divergentes relativamente à sua relação com o endividamento. No entanto, a maior parte dos estudos obtiveram uma relação negativa devido ao facto de empresas com maior risco terem mais dificuldade em conseguir financiamento (Teixeira & Parreira, 2014). Neste estudo, aquilo que se espera é que empresas com maior risco tenham um maior custo de capital devido ao facto de ser difícil obter capital externo. Posto isto, formulou-se a seguinte hipótese de investigação.

H5: Existe uma relação positiva entre o risco de negócio e o custo de capital alheio.

Por último, e relativamente à dimensão da empresa, espera-se que quanto maior a dimensão, menor seja o custo de capital alheio porque, normalmente, as empresas de maior dimensão têm uma probabilidade de falência menor e, por isso, conseguem obter com maior facilidade capital alheio a custos mais reduzidos (Fama & French, 2007; Rajan & Zingales, 1995). Tendo em conta estes argumentos formulou-se a última hipótese de investigação.

H6: Existe uma relação negativa entre a dimensão e o custo de capital alheio.

2.2 Modelos de Análise e Descrição das Variáveis

Para dar resposta às hipóteses estabelecidas recorreu-se a dois modelos de análise. Primeiramente, foi utilizado o modelo dos *accruals* para quantificar a QIF e de seguida foi utilizado um modelo de regressão linear múltipla, de forma a analisar a relação entre a variável dependente e as variáveis explicativas, tal como será explicado a seguir.

2.2.1 Modelo de Jones

A partir de uma vasta análise à literatura, que engloba várias metodologias para aferir a QIF, verificou-se que a que se destaca é a quantificação por via dos *accruals*, e mais especificamente pelo modelo de Jones (1991) (Alves & Moreira, 2013; Callao et al., 2017; Dechow et al., 2010). Dessa forma, neste estudo também se optou pelo mesmo modelo, no sentido de verificar a presença

da manipulação de resultados, já referida no enquadramento teórico, e com o objetivo final de determinar a QIF das empresas do setor hoteleiro.

O modelo de Jones (1991) é um modelo que faz uma distinção nos *accruals* totais (AT) entre os *accruals* normais, também conhecidos como *accruals* não discricionários (NAC), e os *accruals* anormais, também chamados de *accruals* discricionários (DAC). Os NAC são os *accruals* que permitem captar a atividade normal e o desempenho da empresa enquanto, os DAC são os que permitem detetar a manipulação de resultados. Assim, os DAC são usados como *proxy* da qualidade dos resultados e podem ser obtidos através da seguinte expressão (Jones, 1991):

$$DAC_{i,t} = AT_{i,t} - NAC_{i,t} \quad [4]$$

Em que, a letra *i* representa a empresa e a *t* representa o tempo.

De outra forma, os DAC também podem ser capturados a partir da medição dos AT, isto é, através de uma regressão linear onde variáveis explicativas constituem um conjunto de fatores que determinam os NAC. Assim, e de acordo com Carmo (2013), os NAC são atingidos a partir dos valores ajustados do modelo e os DAC são conseguidos pelos seus resíduos, sendo que o valor destes últimos representará o efeito da discricionariedade existente nos resultados. Com isto, e segundo o modelo de Jones (1991) os AT são dados pela seguinte expressão:

$$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta VN_{i,t} + \beta_2 AFT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [5]$$

Em que, VN representa o volume de negócios e AFT representa os ativos fixos tangíveis. A variável explicativa VN faz o controlo do efeito das alterações no nível da atividade da empresa nos AT e a variável AFT faz o controlo do efeito do reconhecimento e mensuração das depreciações nos AT (Carmo, 2013).

Para concluir a descrição deste modelo, sabe-se que, quanto maior for o valor dos DAC maior será a manipulação dos resultados, o que faz com que os resultados tenham uma menor qualidade (Hribar & Nichols, 2007).

2.2.2 Modelo global

Depois de definir o objetivo do estudo e as hipóteses de investigação procede-se a análise daquele que será o melhor método que permita chegar às respostas pretendidas. Assim, para atingir o objetivo da pesquisa, foram considerados três modelos de regressão. No entanto, de entre as soluções existentes optou-se por um modelo de regressão linear múltipla utilizando o método dos mínimos quadrados, com o intuito de analisar a relação entre a variável dependente e as variáveis explicativas. Esta foi a técnica de regressão que se achou mais adequada ao estudo em questão.

De acordo com o exposto, e tendo em conta as variáveis em estudo, o modelo final de regressão aplicado a esta investigação foi dado pela seguinte equação:

$$CMCA_{i,t} = \beta_1 DAC_{i,t} + \beta_2 TA_{i,t} + \beta_3 RA_{i,t} + \beta_4 LC_{i,t} + \beta_5 RN_{i,t} + \beta_6 DIM_{i,t} + \beta_7 DFJ_{i,t} + \beta_8 DSA_{i,t} + \beta_9 DREG_{i,t} + \beta_{10} DANO_{i,t} + TMJ_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [6]$$

Em que:

$CMCA_{i,t}$ = Custo médio de capital alheio da empresa i no ano t ;

$DAC_{i,t}$ = *Accruals* discricionários da empresa i no ano t , obtidos através do modelo de Jones (1991);

$TA_{i,t}$ = Tangibilidade dos ativos da empresa i no ano t ;

$RA_{i,t}$ = Rendibilidade dos ativos da empresa i no ano t ;

$LC_{i,t}$ = Liquidez corrente da empresa i no ano t ;

$RN_{i,t}$ = Risco de negócio da empresa i no ano t ;

$DIM_{i,t}$ = Dimensão da empresa da empresa i no ano t ;

$DFJ_{i,t}$ = Variável dummy que assume o valor 1 se a empresa é uma sociedade anónima, e o valor 0 caso contrário;

$DSA_{i,t}$ = Variável dummy que assume o valor 1 se a empresa está em situação ativa, e o valor 0 caso contrário;

$\Sigma DREG_{i,t}$ = Conjunto de variáveis dummy que assumem o valor 1 se a observação pertence a uma determinada região, e o valor 0 se não pertence;

$\Sigma DANO_{i,t}$ = Conjunto de variáveis dummy que assumem o valor 1 se a observação pertence a um determinado ano, e o valor 0 se não pertence;

$TMJ_{i,t}$ = Taxa média de juro de empréstimo da empresa i no ano t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro que obedece às hipóteses clássicas dos modelos estimados por OLS.

2.2.3 Variáveis dependentes e variáveis explicativas

Relativamente às variáveis, a escolha pela variável dependente foi óbvia, devido à questão central do estudo, ou seja, como se pretendia estudar o efeito da QIF no custo de capital alheio, então o Custo Médio de Capital Alheio (CMCA) tornou-se a variável dependente, enquanto a QIF, uma das variáveis explicativas e, por isso, independente. Posteriormente, achou-se relevante acrescentar algumas variáveis independentes para dar ainda mais ênfase ao estudo. Desta forma, como o custo de capital alheio está relacionado com o tipo de financiamento das empresas o que, por sua vez, está relacionado com a estrutura de capitais destas, tornou-se importante perceber aqui o papel dos determinantes de capital. Assim, foram consideradas as restantes variáveis independentes: Tangibilidade dos Ativos (TA), Rendibilidade dos Ativos (RA), Liquidez Corrente (LC), Risco de Negócio (RN) e Dimensão da Empresa (DIM).

Na tabela seguinte, é evidenciada a variável dependente deste estudo, bem como, a sua sigla e a sua fórmula de cálculo de acordo com alguns autores.

Tabela 1: Variáveis dependentes.

Sigla	Variável	Fórmula de cálculo	Autores
CMCA	Custo médio de capital alheio	$\frac{\text{Juros Suportados}}{\text{Dívida}}$	Fernandes et al. (2005); Li (2019).

Fonte: Elaboração própria.

Em conformidade com as hipóteses de investigação anteriormente elaboradas, as variáveis independentes são apresentadas na tabela a seguir. Relativamente ao sinal de cada variável, este é esperado de acordo com os resultados obtidos em estudos anteriores, sendo que, quanto ao sinal das variáveis relativas aos determinantes de capital, este é deduzido a partir daquilo que acontece entre eles e o endividamento, por ainda ter sido apenas estudada essa relação, conforme já referido. Além da QIF, que é dada pela variável DAC, e dos determinantes de capital, foi ainda acrescentada uma outra variável ao estudo, a taxa média de juro de empréstimos (TMJ), por se achar relevante perceber também o efeito de uma variável macroeconómica no custo de capital.

Começando por explicar o sinal de cada variável e quanto ao da variável DAC, este espera-se que seja negativo, pois o que se pretende provar, indo ao encontro de outros estudos, é que uma melhor QIF permite às empresas conseguirem usufruir de um CMCA, logo, aquilo que se pretende obter com esta investigação é uma relação negativa entre duas variáveis (Amarah & Hashim, 2020; Boons, 2018). Quanto ao sinal das variáveis TA, RA, LC e DIM este também se espera que seja negativo, porque aquilo que se pretende provar é que as empresas que tenham uma maior tangibilidade de ativos, maiores rendibilidades, uma maior capacidade de liquidez e que sejam de maior dimensão consigam obter custos de capital mais baixos. Pelo contrário, espera-se que o sinal das variáveis RN e TMJ seja positivo, porque pretende-se testar se empresas com um maior risco e com uma taxa de juro mais alta obtêm um CMCA também mais alto.

Tabela 2: Variáveis independentes, e respetivo sinal esperado.

Sigla	Variável	Fórmula de Cálculo	Autores	Sinal Esperado
DAC	<i>Accruals</i> discricionários	$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 VN_{i,t} + \beta_2 AFT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	Jones (1991)	-
TA	Tangibilidade dos Ativos	$\frac{\text{Ativos Fixos Tangíveis}}{\text{Ativo Total}}$	Pacheco e Tavares (2017); Serrasqueiro et al. (2016); Serrasqueiro e Nunes (2014); Tang e Jang (2007); Vieira e Novo (2010);	-
RA	Rendibilidade dos Ativos	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ativo Total}}$	Pacheco e Tavares (2017); Serrasqueiro et al. (2016); Serrasqueiro e Nunes (2014); Teixeira e Parreira (2014); Vieira e Novo (2010).	-
LC	Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$	Aggarwal e Padhan (2017); Pacheco e Tavares (2017).	-
RN	Risco de Negócio	Coeficiente de variação das vendas	Novo (2009); Teixeira e Parreira (2014); Vieira e Novo (2010);	+
DIM	Dimensão da Empresa	$\ln(\text{Ativo Total})$	Aggarwal e Padhan (2017). Novo (2009); Serrasqueiro et al. (2016); Tang e Jang (2007); Vieira e Novo (2010).	-
TMJ	Taxa média de juro de empréstimos	Média das taxas de juro de empréstimos mensais obtidas através do Banco de Portugal	Darmawan (2018). Rehman (2016);	+

Fonte: Elaboração própria.

2.3 Dados e Amostra

Sendo este estudo direcionado, especificamente, para o setor hoteleiro, procedeu-se então à recolha de dados presentes nas demonstrações financeiras das empresas portuguesas deste setor. Desta forma os dados necessários ao estudo foram conseguidos através da base de dados SABI, que contem registos económicos e financeiros de empresas da Península Ibérica. É de realçar que os dados analisados, são relativos aos exercícios económicos entre o ano 2011 e 2019, uma vez que, para a análise pretendida, era necessário um período de aproximadamente 10 anos, não estando o ano de 2020 incluído, pelo facto de no momento de recolha dos dados as contas do referido ano ainda não estarem disponíveis.

Como ponto de partida, na seleção da amostra, foi efetuada uma análise às empresas pertencentes ao CAE VER.3, e por isso definiu-se como critério extrair só empresas relativas ao CAE – 551 (Estabelecimentos Hoteleiros) e 552 (Residenciais para férias e outros alojamentos de curta duração). Desta extração resultaram 13.277 empresas, totalizando assim 119.493 observações. Posteriormente, foi feita a eliminação de 10 empresas que apresentavam contas consolidadas, pertencendo assim à amostra apenas empresas com contas não consolidadas, com o código de consolidação U1.

Por último, e devido ao facto de algumas empresas não apresentarem todos os dados necessários para o cálculo das variáveis em estudo, em todos os anos do respetivo período, foram eliminadas empresas de cada ano, para o qual não apresentavam dados suficientes, ficando por isso, cada ano do período em questão com um número de observações diferentes. Na tabela abaixo são demonstrados todos estes procedimentos, bem como o número final de observações em cada ano.

Tabela 3: Síntese do processo da constituição da amostra.

Procedimentos	Número de Observações
Observações empresas/ ano disponíveis na base de dados SABI, inseridas no CAE – 551 e 552, para o período 2011-2019.	119493
Observações empresas/ ano depois da eliminação de empresas com código de consolidação: U2.	119403
Observações empresas/ ano após eliminação dos <i>outliers</i> (a -0,5% e a +0,5%) das variáveis DAC e DIM.	15228
2011	1261
2012	1372
2013	1410
2014	1484
2015	1389
2016	1837
2017	2003
2018	2195
2019	2277

Fonte: Elaboração própria.

3. Resultados

Nesta secção serão apresentados os resultados empíricos obtidos através da aplicação das metodologias descritas, analisando-os de acordo com a literatura anteriormente exposta.

Primeiramente, será feita uma caracterização da amostra a partir de estatísticas descritivas para enquadrar alguns aspetos importantes ao estudo. De seguida é exposta a matriz de correlações entre as variáveis utilizadas e, por último, serão apresentados os resultados obtidos através do modelo global, que darão resposta às hipóteses de investigação.

3.1. Caracterização da Amostra e Estatísticas Descritivas

Conforme referido anteriormente, os dados financeiros necessários ao estudo foram recolhidos de empresas com o CAE 551 – Estabelecimentos Hoteleiros e 552 – Residenciais para férias e outros alojamentos de curta duração, e retirados da base de dados SABI. Assim, foi possível inicialmente retirar uma amostra constituída por 13.277 empresas para os anos de 2011 a 2019, obtendo com isto 119.403 observações. No entanto, posteriormente, foi necessário excluir algumas empresas da amostra, umas por apresentarem contas consolidadas, e outras por não apresentarem valores para

algumas variáveis em alguns dos anos. Desta forma, a amostra final contém um número total de 15.228 de observações, para o período analisado.

A tabela 4 retrata a distribuição das observações da amostra por cada região NUT III, e desta forma, é possível ver que as observações pertencem, maioritariamente, à região de Lisboa e Vale do Tejo, constituindo uma percentagem de 29,3%. A seguir a esta, apresenta-se a região do Norte com uma percentagem um pouco inferior, constituindo 22,4% da amostra. As restantes regiões apresentam percentagens inferiores aos 20%, sendo a região do Alentejo a que apresenta o menor número de empresas, com uma percentagem de 6,9%.

Tabela 4: Distribuição de observações da amostra por região NUT III.

Região	Frequência	Percentagem
Alentejo	1048	6,9
Algarve	2631	17,3
Centro Portugal	1920	12,6
Lisboa e Vale do Tejo	4468	29,3
Norte Portugal	3413	22,4
Região Autónoma da Madeira	981	6,4
Região Autónoma dos Açores	767	5,0
Total	15228	100,0

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 5 faz uma descrição das observações por região e também por ano.

Tabela 5: Descrição das observações da amostra por região NUT III e por ano.

Ano	Alentejo	Algarve	Centro Portugal	Lisboa e Vale do Tejo	Norte Portugal	Região Autónoma da Madeira	Região Autónoma dos Açores	Total
2011	69	239	187	355	253	106	52	1261
2012	89	266	189	378	277	110	63	1372
2013	94	248	209	404	299	98	58	1410
2014	100	268	204	419	318	110	65	1484
2015	115	257	186	359	319	82	71	1389
2016	131	311	222	544	421	109	99	1837
2017	142	331	240	601	469	110	110	2003
2018	149	358	249	675	515	127	122	2195
2019	159	353	234	733	542	129	127	2277
Total	1048	2631	1920	4468	3413	981	767	15228

Fonte: Elaboração própria.

Olhando para a tabela acima é possível observar que o ano que contém mais observações da amostra é o ano de 2019 com 2.277 observações, e o que contém menos observações é o ano de 2011 com 1261 observações. Assim, e fazendo uma comparação entre todas as regiões e para cada ano pode-se verificar que, quase todas as regiões apresentam o maior número de observações no ano de 2019, à exceção da região do Algarve e do Centro de Portugal em que tal situação se verifica em 2018.

Depois da estimação dos modelos e descrita a amostra final, torna-se pertinente conhecer as estatísticas descritivas das principais características das empresas e que estão na base da estimação dos modelos em estudo.

A Tabela 6 mostra uma caracterização geral das variáveis mais relevantes na estimação do modelo [5], assim como da variável resultante da aplicação deste. Com os dados apresentados nesta tabela pode-se verificar, em termos médios, que as empresas da amostra apresentam um ativo total (AT) a rondar os 5,5 milhões de euros, um VN superior a 1 milhão de euros e um valor de AFT superior a 3 milhões de euros. Fazendo a análise às estatísticas descritivas pode-se observar que todas as variáveis apresentam uma volatilidade alta, uma vez que todas apresentam um desvio padrão superior à média.

Ao considerar que o VN médio é superior a 1 milhão de euros e que o valor do AT, também médio, é próximo dos 5,5 milhões de euros, pode-se constatar que se está perante uma amostra constituída, principalmente, por um grupo de pequenas e médias empresas, de acordo com o artigo 9º, n.º 1, 2 e 3 do Decreto-Lei n.º 98/2015 de 2 de junho. Apesar desta constatação, o desvio padrão demonstra uma grande amplitude da amostra, apresentando pelo menos uma empresa um valor máximo do VN de 107 milhões de euros, aproximadamente, e no mínimo pelo menos uma empresa com o valor de 17 euros, aproximadamente. O valor máximo será, provavelmente, de uma empresa já bastante antiga e o valor mínimo poderá ser de uma empresa em risco de falência.

Tabela 6: Estatísticas descritivas das principais variáveis na aplicação do modelo de Jones (1991), para o período 2011 a 2019.

Variáveis	n	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
AT	15228	336,120 €	459.310.692,630 €	5.463.046,762 €	18.443.782,610 €
VN	15228	16,800 €	106.758.997,470 €	1.205.996,871 €	3.704.082,042 €
AFT	15228	0,000 €	234.533.022,000 €	3.130.678,652 €	10.803.552,841 €
DAC	15228	-79,521	71,950	-7,744	21,917

Nota: Definição das variáveis: AT – Ativo Total; VN – Volume de Negócios; AFT – Ativos Fixos Tangíveis; DAC – *Accruals* discricionários; n- número de observações.

Fonte: Elaboração própria.

Por fim, os DAC apresentam um valor médio de 7,75 negativo, como já era de esperar. No entanto, esta variável, que foi obtida através da aplicação do modelo de Jones (1991), à semelhança das variáveis introduzidas no mesmo modelo, evidencia também um desvio padrão com uma grande

amplitude, refletindo a existência de uma dispersão de valores em torno do valor médio observado, apresentando um valor mínimo de 79,5 negativo e um máximo de 71,9 positivo.

A Tabela 7 evidencia as estatísticas descritivas das restantes variáveis necessárias ao estudo, mais precisamente as que são utilizadas na aplicação do modelo [7], excluindo a variável DAC por já ser analisada na tabela anterior. Desta forma, nesta tabela será analisada a variável dependente, o CMCA, e as restantes variáveis independentes e explicativas, além dos DAC, sendo estas a TA, a RA, a DIM, o RN e a LC, também denominadas por determinantes de capital e ainda a TMJ. Assim, pode-se observar que a amostra em estudo apresenta um custo de capital alheio médio de 2,86% e a volatilidade nesta variável não é muito elevada, uma vez que o seu desvio padrão apesar de ser superior à média, apresenta uma diferença muito reduzida desta e, por isso, pode-se afirmar que a maior parte das empresas têm um custo de capital alheio próximo da média.

Relativamente às restantes variáveis enquadradas nos determinantes de capital e através da análise estatística, verifica-se que a amostra apresenta, em média, uma TA de 61%, uma RA de 4,46% e um RN de 50%. Tendo em conta o desvio padrão, sendo esta a medida de dispersão estatística mais comum e olhando para todas as variáveis presentes nesta tabela, é possível perceber que metade das variáveis manifesta uma volatilidade baixa e a outra metade uma volatilidade alta. As variáveis, RA e LC são as que apresentam uma volatilidade alta, visto que são as que demonstram um desvio padrão superior à média. Pelo contrário, a TA, a DIM e o RN evidenciam uma volatilidade baixa, por o seu desvio padrão se mostrar ser inferior à média. Por fim, a variável TMJ apresenta uma média de aproximadamente 4%, e os outros valores da taxa não se afastam muito deste valor, uma vez que esta variável também apresenta uma volatilidade baixa de aproximadamente 1,5%.

Tabela 7: Estatísticas descritivas das principais variáveis na aplicação do modelo de análise para o período 2011 a 2019.

Variáveis	n	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
CMCA	15228	0,000	0,191	0,0286	0,029
TA	15228	0,000	1,608	0,610	0,324
RA	15228	-26,297	28,024	0,045	0,594
DIM	15228	2,925	20,489	13,561	1,998
RN	15228	0,000	3,000	0,502	0,419
LC	15145	-2361,387	11690489,000	784,571	94994,619
TMJ	15228	2,28	6,16	3,821	1,465

Nota: Definição das variáveis: CMCA- Custo médio de capital alheio; TA – Tangibilidade dos Ativos; RA - Rendibilidade dos Ativos; DIM - Dimensão da empresa; RN - Risco de negócio; LC – Liquidez corrente; n-número de observações.

Fonte: Elaboração própria.

Por vezes, a análise a um modelo de regressão pode ser um pouco confusa e destituída de significado se não for garantida a independência das variáveis explicativas (Marôco, 2014). Desta forma, a correlação entre as variáveis é um dos problemas mais comuns nos modelos de regressão, o que prejudica a utilização dos coeficientes com fins estatísticos Marôco (2014). A correlação é um processo de associação entre duas variáveis, e para o qual a estatística pode dar um contributo fundamental. De acordo com a natureza da correlação, duas variáveis estão associadas, no sentido em que, quando uma se altera, a outra também, num sentido previsto, sendo que existem duas direções, nas quais podem ocorrer uma correlação negativa ou uma correlação positiva (Bento, 2009). A correlação positiva ocorre quando uma variável aumenta e a outra também aumenta, já a correlação negativa ocorre quando uma variável aumenta e a outra diminui (Bento, 2009).

Com isto, na Tabela 8 são apresentados os coeficientes de correlação de *Pearson* estimados entre as variáveis necessárias para a aplicação do modelo de Jones (1991). Esses coeficientes permitirão medir a intensidade e a direção de associação entre duas variáveis.

Tabela 8: Coeficientes de correlação de *Pearson* para as variáveis utilizadas no modelo de Jones (1991)

	ACCD	VVND	AFTD	INV
ACCD	1	-,041**	-,067**	-,059**
VVND		1	,034**	,124**
AFTD			1	-,046**
INV				1

Notas: 1) Definição das variáveis: ACCD - Accruals totais deflacionados; VVND – Variação do volume de negócios deflacionada; AFTD – Ativos Fixos Tangíveis deflacionados; INV – Inverso do total do ativo. 2) (**) A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades);

Fonte: Elaboração própria.

No sentido de fazer uma melhor leitura dos valores apresentados na tabela anterior, a Tabela 9 apresenta a interpretação do coeficiente de correlação de *Pearson* de acordo com Marôco (2014), sendo que, tal como se pode observar, o coeficiente assume valores compreendidos entre -1 e 1.

Tabela 9: Interpretação do coeficiente de correlação de *Pearson*.

Valor do Coeficiente de Correlação de Pearson	Interpretação
até 0,25	Correlação fraca
de 0,25 a 0,50	Correlação moderada
de 0,50 a 0,75	Correlação forte
superior a 0,75	Correlação muito forte

Fonte: Marôco (2014, pp. 23, 24).

Olhando para as correlações entre as variáveis apresentadas na Tabela 8 e considerando os critérios da Tabela 9 pode-se constatar que as correlações entre as variáveis são todas estatisticamente significativas, para um nível de significância de 1%. Através da Tabela 8 pode-se

ainda ver que a correlação mais elevada é a da variável VVND com a variável INV, contudo, a correlação é fraca, pois o coeficiente de correlação é de 0,12, inferior a 0,25. Com isto, verifica-se a existência de correlações estatisticamente significativas entre todas as variáveis, mas todas elas fracas, o que permite afirmar que não existem problemas de multicolineariedade no modelo.

No sentido de verificar problemas de multicolineariedade no segundo modelo, condição que descreve variáveis fortemente correlacionadas, recorreu-se novamente ao cálculo da matriz de correlações bivariadas entre as variáveis independentes, com o objetivo de detetar possíveis correlações que prejudiquem o modelo.

Tabela 10: Coeficientes de correlação de *Pearson*.

	CMCA	DAC	TA	RA	LC	RN	DIM	TMJ
CMCA	1	-,018*	-,144**	,042**	-0,008	-,071**	-,020*	,147**
DAC		1	,018*	-0,008	0,003	0,008	,023**	,024**
TA			1	,027**	-0,014	-,034**	,148**	,025**
RA				1	-0,001	-,034**	,093**	-,034**
LC					1	0,007	-0,008	-0,008
RN						1	-,028**	-,084**
DIM							1	,079**
TMJ								1

Notas:1) As variáveis encontram-se definidas nas Tabelas 6 e 7; 2) (*) A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades); 3) (**) A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades); 4) n=15228.

Fonte: Elaboração própria.

No que concerne à análise dos coeficientes de correlação vertidos na Tabela 10 e tendo em consideração a interpretação da Tabela 9, pode-se verificar que olhando para a variável explicativa principal do modelo (DAC), esta apenas apresenta uma correlação significativa com as variáveis, TA para um *p-value* <0,05, e com a DIM TMJ para um *p-value* < 0,01, contudo, as correlações apresentadas são fracas como já seria de esperar. Ao analisar a correlação da variável explicativa DAC com a variável dependente CMCA, verifica-se uma correlação estatisticamente significativa e negativa, para um *p-value* <0,05, apresentando assim, um comportamento de acordo com a primeira hipótese de investigação formulada.

Observando as outras variáveis explicativas, para além da variável DAC, verifica-se que a variável TA demonstra uma relação significativa e positiva com as variáveis DAC, RA e DIM. Já com a variável RN apresenta uma relação negativa sendo, no entanto, ambas as correlações fracas. A variável RA apresenta uma relação significativa, mas fraca com as variáveis TA, DIM e RN para um *p-value* <0,01, enquanto a variável RN apresenta correlações também fracas, mas todas elas negativas com as variáveis DIM, TA e RA. Relativamente às restantes variáveis explicativas LC e

DIM, constata-se que a dimensão apenas não apresenta uma relação significativa com a variável LC, enquanto esta, não apresenta qualquer relação significativa com nenhuma outra variável. Olhando para o comportamento destas variáveis, com a variável dependente pode-se observar que as que apresentam um comportamento contrário àquele que é esperado de acordo com as hipóteses de investigação, são as variáveis RA e RN, o que poderá indicar que os resultados obtidos com estas variáveis não estarão de acordo com o esperado. Já, ao observar as variáveis TA, DIM E TMJ, pode-se constatar que estas são estatisticamente significativas e o seu comportamento vai ao encontro das hipóteses de investigação anteriormente formuladas.

Face ao exposto, pode-se concluir também que não existirão problemas de multicolineariedade no modelo a aplicar, visto que não foi observada nenhuma correlação moderada, forte ou muito forte entre as variáveis explicativas. Quanto à relação entre a variável dependente e as variáveis explicativas do estudo, observa-se que também nenhuma das variáveis explicativas apresentam uma correlação forte ou muito forte com a variável dependente. No entanto, as correlações são significativas e, portanto, continuarão a ser pertinentes para o estudo.

3.2. Análise e Discussão dos Resultados

Nesta subsecção serão apresentados os resultados provenientes da aplicação dos dois modelos em estudo, o que permitirá dar resposta às hipóteses de investigação e também a discussão destes.

3.2.1. Resultados obtidos com a aplicação do modelo de Jones

Com a aplicação do modelo de Jones (1991), foi possível calcular os DAC, através da regressão já formulada anteriormente na secção da metodologia. A variável DAC é a variável que permite perceber o nível da QIF das empresas do estudo, e como já foi dito também anteriormente, quanto maior o valor desta variável, maior será a manipulação de resultados e por isso menor será a QIF.

Assim, e no sentido de fazer uma melhor compreensão do comportamento desta variável que é fundamental para o estudo, recorreu-se ao teste *t-student*. O teste *t-student* é um teste estatístico suportado por duas hipóteses, a hipótese nula em que $\mu=0$ e a hipótese alternativa em que $\mu\neq 0$ sendo que, se o nível de significância (*p - value*) for inferior a 5% rejeita-se a hipótese nula e valida-se a hipótese alternativa, caso o nível de significância seja superior acontece o inverso. Desta forma, os resultados provenientes deste teste são expostos na Tabela 11.

Tabela 11: Teste estatístico T- *student* para uma amostra.

Indicadores do Teste	Valor (<i>P-value</i>)
Valor a testar	0
Média	-7,744
Desvio padrão	21,917
Estatísticas de <i>t</i>	-43,600
<i>p-value</i>	<0,001
n	15228

Fonte: Elaboração própria.

Analisando os dados da tabela acima verifica-se que a hipótese nula do teste é rejeitada, uma vez que, o nível de significância (*p-value*) é próximo de 0% e por isso inferior a 5 %. Com isto, verifica-se que a média da variável DAC é diferente de zero, o que permite concluir que as empresas da amostra em estudo usam práticas de manipulação de resultados tendo por isso, como consequência, uma QIF menor.

3.2.2. Relação entre custo médio de capital e qualidade da informação financeira

No sentido de responder às hipóteses de investigação formuladas anteriormente e assim dar cumprimento aos objetivos do estudo, depois de ter sido analisada a correlação entre as diferentes variáveis, já apresentada na subsecção anterior, procedeu-se à avaliação dos resultados obtidos através da regressão linear múltipla por OLS, considerando todas as empresas da amostra para o período de 2011 a 2019.

O método OLS é uma das ferramentas econométricas mais utilizadas na estimação de coeficientes de regressão e por isso também foi o escolhido para o estudo presente. Como tal, para a aplicação do modelo e estimação dos coeficientes recorreu-se ao *software* de análise estatística *IBM SPSS Statistics* (versão 26).

Para se conseguir uma leitura correta dos dados obtidos pela aplicação deste modelo é necessário ter em atenção alguns aspetos importantes. Assim, para analisar o impacto de todas as variáveis inseridas no modelo, foram considerados alguns indicadores, tais como o teste de significância global (teste F), o teste de significância individual (teste t), e o coeficiente de determinação (R^2).

Desta forma, a seguir serão apresentados os indicadores referidos, bem como os coeficientes resultantes da estimação do modelo de regressão linear múltipla apresentado na secção da metodologia.

Com o objetivo de alcançar os melhores resultados possíveis, várias alterações foram feitas até se chegar ao modelo global. Os resultados obtidos com a aplicação deste modelo são expostos na tabela seguinte.

Tabela 12: Relação entre CMCA e a QIF.

Variáveis explicativas	Coeficientes padronizados		
	Beta	t	P-value
(Constante)		14,401	<0,001
DAC	-0,181	-4,408	<0,001
TA	-0,138	-16,762	<0,001
RA	0,050	6,226	<0,001
LC	-0,009	-1,153	0,249
RN	-0,060	-7,476	<0,001
DIM	-0,055	-5,404	<0,001
DFJ	0,023	2,348	0,019
DSA	0,007	0,837	0,402
DLVT	0,020	1,167	0,243
DCEN	-0,023	-1,697	0,090
DNOR	-0,056	-3,449	0,001
DALG	0,019	1,268	0,205
DRAM	0,022	1,917	0,055
DALE	-0,011	-0,959	0,338
D18	0,006	0,556	0,578
D17	0,009	0,897	0,370
D16	-0,017	-1,639	0,101
D15	-0,167	-4,032	<0,001
D14	0,004	0,381	0,703
D13	-0,020	-2,001	0,045
D12	0,000	-0,027	0,978
TMJ	0,162	12,202	<0,001
r^2	0,059		
r^2 ajustado	0,058		
Teste F	43,211		<0,001
Durbin-Watson	1,135		

Notas: 1) $CMCA_{i,t} = \beta_1 DAC_{i,t} + \beta_2 TA_{i,t} + \beta_3 RA_{i,t} + \beta_4 LC_{i,t} + \beta_5 RN_{i,t} + \beta_6 DIM_{i,t} + \beta_7 DFJ_{i,t} + \beta_8 DSA_{i,t} + \sum \beta_9 DREG_{i,t} + \sum \beta_{10} DANO_{i,t} + TMJ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ 2) Definição das variáveis: DFJ – Variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa é uma sociedade anónima, o valor 0 caso contrário; DAS – Variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa está em situação ativa, o valor 0 caso contrário; DLVT, DCENT, DNORT, DALG, DRAM, DALE – Conjunto de variáveis *dummy* que assumem o valor 1 se a observação pertence a uma determinada região, o valor 0 se não pertence. D18, D17, D16, D15, D14, D13, D12 - Conjunto de variáveis *dummy* que assumem o valor 1 se a observação pertence a um determinado ano, o valor 0 se não pertence; TMJ – Taxa média de juro de empréstimos; 3) As restantes variáveis encontram-se definidas nas tabelas 6 e 7.

Fonte: Elaboração própria.

Face aos resultados vertidos na Tabela 12, e começando por analisar o valor do r^2 , verifica-se que este apresenta um valor de 0,059 e o r^2 ajustado um valor de 0,058. Este coeficiente de determinação é uma das medidas da qualidade do modelo, pois faz a indicação do peso que as

variáveis independentes têm na explicação da variável dependente. Assim, à medida que o número de variáveis introduzidas no modelo aumenta, o valor do coeficiente de determinação também aumenta.

O facto de o r^2 ser baixo não invalida o estudo. Muitas outras variáveis, que não são aqui analisadas, teriam certamente grande capacidade explicativa no modelo e fariam aumentar o valor do r^2 . No entanto, é de reforçar que o que se pretende analisar é fundamentalmente o custo de capital alheio e a QIF no setor hoteleiro, e por isso não foram consideradas outras variáveis, que à partida fariam aumentar o r^2 . É de salientar também que em estudos semelhantes a este, em que foi utilizada a mesma metodologia, o coeficiente de determinação obtido é muito pouco superior ao apresentado (Amrah e Hashim, 2020; Boons, 2018; Rodrigues et al., 2019; Santos & Martins, 2016). Essa diferença, pouco relevante, poderá estar relacionada com o facto de este estudo ser específico para um setor, o que reduz a amostra em análise, enquanto que, nesses estudos as amostras incluem vários setores.

Contudo, apesar do r^2 ser baixo, o teste F é elevado, apresentando um valor de 43,211. Este teste permite analisar de forma global, ou seja, para todas as variáveis, a relevância que estas têm no modelo sendo também suportado por duas hipóteses. Uma das hipóteses é hipótese nula que tem como critério os parâmetros associados às variáveis independentes serem todos igual a zero, e a outra hipótese é a hipótese alternativa que tem como critério, pelo menos um parâmetro ser diferente de zero. Face a isto, a rejeição da hipótese nula leva à aceitação do modelo na sua globalidade, porque significa que pelo menos uma variável tem capacidade explicativa no modelo. Assim, de acordo com o valor apresentado deste teste, as variáveis têm capacidade explicativa no modelo, levando à validação global deste.

Quanto ao teste t, também revelado na Tabela 12, este permite a possibilidade de analisar a capacidade explicativa de cada variável individualmente e é também um teste em que a hipótese nula é suportada pelo parâmetro associado à variável explicativa ser igual a zero e a hipótese alternativa pelo contrário. A partir deste teste consegue-se perceber e identificar as variáveis que são ou não estatisticamente significativas.

Ao fazer a análise ao valor do teste *Durbin–Watson*, é possível verificar uma autocorrelação positiva entre as variáveis, visto que, este apresenta um valor de 1,125, inferior a 2. Contudo, este valor deve-se possivelmente ao facto de se estar a trabalhar com dados longitudinais.

Passando agora para a análise de cada variável inserida no modelo e começando pela variável principal deste estudo, os DAC, considerada uma *proxy* da QIF, verifica-se que existe uma relação de causa efeito entre esta variável e a variável dependente. Os resultados evidenciam que existe uma relação negativa estatisticamente significativa, para um nível de significância inferior a 1%, entre os DAC e o CMCA, como já era de esperar. Com os resultados obtidos é possível validar a primeira hipótese de investigação e concluir que empresas com uma melhor QIF conseguem um custo de capital alheio menor. Pelo contrário, empresas com uma menor QIF obtêm um custo de capital alheio maior, seguindo a mesma linha de investigação de outros estudos como o de Muttakin et al. (2020).

Estes resultados são sustentados por outros estudos que também analisaram o efeito da QIF no custo de capital. Lambert et al. (2007) estudaram o impacto das informações contabilísticas, bem como da sua divulgação, no custo de capital e concluíram que o aumento da qualidade destas levava a uma redução do custo de capital. Boons (2018) estudou a qualidade dos relatórios financeiros, o custo de capital e ainda decisões de financiamento e descobriu que as empresas quando têm necessidades de financiamento, aumentam a qualidade dos relatórios financeiros para conseguirem com que o custo de capital seja mais baixo. Carmo (2013), também analisou a relação entre o custo do financiamento bancário, sendo este um tipo de custo de capital alheio e a QIF em empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa, a qual também demonstrou existir uma relação negativa.

Desta forma, os resultados evidenciam que o custo de capital alheio não só consegue dar indicações da forma como as empresas se financiam, como também da forma como as empresas gerem os seus resultados financeiros. Assim, é possível referir que a QIF tem um papel central na avaliação do desempenho das empresas e também na eliminação de assimetrias na informação, o que faz com que as empresas consigam beneficiar de um menor custo de capital alheio (Amrah & Hashim, 2020).

Ao analisar as variáveis enquadradas nos determinantes de capital, é de notar que a única variável que não possui capacidade explicativa é a LC, uma vez que o nível de significância desta variável é superior a 10%, ou seja, o seu comportamento não consegue explicar a variável dependente CMCA. Todos os restantes determinantes apresentados contêm capacidade explicativa para um nível de significância de 1%.

Com os resultados apresentados na Tabela 12 é possível constatar que a variável TA tem uma capacidade explicativa de aproximadamente 14% e apresenta uma relação negativa estatisticamente significativa com a variável dependente, o que vai ao encontro do que era esperado e valida a H2. As empresas do setor hoteleiro contêm altos níveis de AFT e por isso é mais fácil para estas conseguirem negociar contratos de dívida mais favoráveis, pois estes ativos fixos servem de garantia para os credores. Assim, estes tipos de empresas conseguem obter empréstimos a baixo custo, independentemente, dos riscos associados ao investimento (Tang & Jang, 2007).

A variável RA apresenta uma relação positiva com o CMCA, rejeitando por isso a H3. Esta relação poderia indicar que quanto maior a RA maior o CMCA, o que não faz muito sentido. Os estudos anteriores remetem para que, quanto maior a rentabilidade da empresa menor será a proporção do endividamento, dada a sua capacidade de autofinanciamento. Desta forma, sendo a proporção da dívida menor, então o custo dessa dívida também seria menor e por isso devia existir uma relação negativa, por via da teoria *Pecking Order* (Pacheco & Tavares, 2017; Serrasqueiro & Nunes, 2014; Vieira & Novo, 2010). No entanto, as empresas com maior rentabilidade contêm uma melhor posição no mercado, muito mais competitiva, conseguindo por isso muito mais facilmente financiamento externo, uma vez que o risco de negócio associado é menor. Com isto, e por via da teoria *Trade-off*, para poderem usufruir dos benefícios fiscais, as empresas recorrem mais à dívida. Portanto, como a proporção da dívida é maior na EC, é natural que o custo desta também seja maior, daí os

resultados apontarem para uma relação positiva e não negativa entre a RA e o CMCA (Teixeira e Parreira, 2014).

Na formulação da H4, pressupõe-se a existência de uma relação negativa entre a LC e o CMCA, ou seja, quanto maior a liquidez das empresas menor seria o custo de capital, uma vez que de acordo com a teoria *Pecking Order*, empresas com altos níveis de liquidez preferem autofinanciarem-se do que recorrer ao endividamento e por isso, sendo o endividamento menor, também seria o custo de capital alheio. No entanto, neste modelo, esta variável não se mostrou ser significativa pelo que não permite tirar conclusões acerca desta variável.

A variável RN que representa o risco de negócio, contrariamente ao que era esperado, apresenta uma relação negativa com o CMCA. O que se previa era que, quanto maior o risco, maior seria o custo de capital alheio e por isso esperava-se uma relação positiva. Contudo, os resultados deste modelo reprovam essa ideia. Este resultado pode dever-se ao facto de o RN poder ser medido através de várias formas como acontece noutros estudos ou então pelo facto de que, quanto maior é o risco, maior é a dificuldade das empresas em recorrer à dívida e, por isso, como o nível da dívida baixa, então o custo da dívida também acaba por ser menor (Novo, 2009; Vieira & Novo, 2010).

Passando à análise da última variável referente aos determinantes de capital, a dimensão, pode-se verificar que o seu valor é estatisticamente significativo e vai ao encontro do que é esperado, validando assim a H6. De facto, existe uma relação negativa entre a DIM e o CMCA tal como acontece em estudos anteriores como, Serrasqueiro et al. (2016) e Aggarwal e Padhan (2017), que estudaram a relação desta variável com o endividamento. Os resultados obtidos por esta variável indicam que à medida que a dimensão ou o tamanho da empresa aumenta, o custo de capital alheio diminui. Por outro lado, também pode indicar que, as pequenas e médias empresas não devem aumentar o seu nível de endividamento à medida que crescem, reforçando a ideia das dificuldades que enfrentam ao recorrer ao financiamento externo. Assim, como o nível de endividamento diminui, o seu custo também diminui, confirmando alguns resultados de estudos anteriores (Gama, 2000; Pacheco & Tavares, 2017).

Ainda na análise à Tabela 12, verifica-se que a variável *dummy* que identifica a forma jurídica apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo para um *p-value* inferior a 5%. Este coeficiente poderá indicar que, empresas que sejam sociedades anónimas tenham um CMCA maior do que empresas com um tipo de sociedade diferente, visto que a variável *dummy* assume o valor 1 se for sociedade anónima e o valor 0 caso contrário. Isto, certamente, se deverá ao facto de as sociedades anónimas serem geralmente grandes empresas e, por isso, é natural que estes tipos de empresas consigam facilmente financiamento externo e recorram muito mais a ele do que outro tipo de empresas, porque para estas é muito mais fácil cumprir as obrigações com os custos desse financiamento. Assim, e porque possivelmente as sociedades anónimas recorrem mais ao financiamento externo, então o custo com este também é maior.

Quanto à variável *dummy* que identifica a situação atual da empresa, esta não é estatisticamente significativa, pelo que parece não contribuir para explicar o valor do CMCA das empresas em estudo.

Relativamente às variáveis *dummy* que identificam a região da empresa, apurou-se neste modelo que, as variáveis *dummy* que identificam a região do Centro e a região Autónoma da Madeira são estatisticamente significativas, para um *p-value* inferior a 10%. Já a variável que identifica a região do Norte é estatisticamente significativa para um *p-value* de 1%. Apenas a DRAM apresenta um coeficiente positivo, o que poderá levar a crer que a região Autónoma da Madeira é a que contém o custo de capital alheio mais alto. Já as variáveis DLVT, DALG, e DALE não demonstraram ser significativas.

Analisando as variáveis *dummy* que identificam o ano, nota-se que apenas as variáveis referentes aos anos de 2013 e de 2015 são estatisticamente significativas, sendo D13 significativa para um *p-value* inferior a 5% e D15 para um *p-value* inferior ou igual a 1%. Todas as outras não demonstraram ser significativas. Assim é de salientar que tanto em D13 como em D15 se observa um coeficiente negativo, sendo que a que apresenta maior capacidade de explicação é a D15 com aproximadamente 17%. Isto poderá indicar que o ano que apresenta um menor CMCA é o de 2015, visto que apresenta um coeficiente negativo e este é o mais significativo.

Por último, e ao analisar a variável TMJ, consegue-se confirmar que esta manifesta uma relação estatisticamente significativa de 16%, para um *p-value* < 5%, com a variável CMCA, o que significa que esta variável explica o CMCA em 16%. Isto vai ao encontro daquilo que era esperado, conseguindo-se provar que as taxas de juro de empréstimos de facto têm impacto no custo de capital alheio, tornando-o mais ou menos elevado. Rehman (2016) encontrou uma relação negativa entre a taxa de juro e alavancagem da empresa e pressupôs que assim como, quanto maior a taxa de juro, menor a alavancagem da empresa, também quanto maior a taxa de juro, maior o custo de capital, o que se veio a provar neste estudo. Com isto, é demonstrado que as taxas de juro de empréstimos têm um efeito significativo e positivo no capital externo e que o aumento destas piora a qualidade do financiamento externo e o custo deste, o que por sua vez implica que o devedor tenha muito mais dificuldade em fazer cumprir as obrigações de pagar esse financiamento.

Para concluir, e com o intuito de perceber melhor a análise já descrita anteriormente, na tabela seguinte, encontram-se evidenciados de forma mais sucinta, os principais resultados das relações esperadas e observadas entre a variável dependente e as variáveis independentes.

Tabela 13: Relações esperadas e validação das hipóteses de investigação.

Hipóteses de Investigação	Variáveis explicativas	Relação esperada	Coefficiente observado	Validação das hipóteses de investigação
H1	DAC	Negativa	-0,181*	Sim
H2	TA	Negativa	-0,138*	Sim
H3	RA	Negativa	0,050*	Não
H4	LC	Negativa	-0,009	Não
H5	RN	Positiva	-0,060*	Não
H6	DIM	Negativa	-0,055*	Sim

Nota: 1) *Relação significativa para o P-value <1%.

Fonte: Elaboração própria.

Como já foi possível perceber, as relações esperadas, assim como as observadas, podem ser negativas ou positivas o que, por sua vez, valida ou não, as hipóteses de investigação formuladas.

Olhando para a tabela acima, pode-se concluir que apenas duas das relações entre as variáveis foram contrárias àquilo que era esperado, e uma não foi observada. Assim, verifica-se que 3 das hipóteses de investigação foram validadas, sendo elas a H1, H2 e H6, e as restantes foram rejeitadas, sendo elas a H3, H4 e H5. A H4, foi rejeitada, uma vez que, a variável em questão não era estatisticamente significativa pelo que, desta forma, não foi possível observar qualquer relação desta com o CMCA.

Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação

Esta dissertação teve como principal objetivo estudar a relação entre a QIF e o CMCA. Posteriormente, achou-se relevante também investigar o impacto dos determinantes de capital no CMCA e, por isso, além da variável principal DAC que representa a QIF, foram incluídas outras variáveis como a TA, a RA, a LC, o RN e a DIM, tendo sido estes os determinantes que se achou terem maior relevância para o estudo em questão. Tanto quanto se sabe, trata-se do primeiro trabalho a relacionar os determinantes de capital com o custo de capital, pois de acordo com a literatura, aquilo que se tem estudado é apenas a relação destes com o endividamento. Desta forma, considera-se um avanço na literatura relativamente ao tema sobre a estrutura de capitais.

Ao considerar estas novas variáveis, foi possível perceber de que forma é que as empresas da amostra se financiam, ou seja, se preferem recorrer ao autofinanciamento ou se preferem recorrer ao financiamento externo, e ainda quais as causas que podem estar por detrás dessa preferência. Além destas variáveis, foi ainda incluída uma outra variável macroeconómica, sendo ela a TMJ, com

o objetivo de também perceber o papel que os indicadores macroeconómicos podem ter no referido custo de capital.

Para dar resposta às problemáticas em questão, recorreu-se à base de dados SABI e dela extraiu-se os dados necessários ao estudo, para o período de 2011 a 2019, referentes a empresas portuguesas enquadradas no setor hoteleiro. Desta extração, obtiveram-se inicialmente 119.403 observações. Posteriormente, procedeu-se à limpeza da base de dados e, com isto, obteve-se uma amostra final com 15.228 observações.

A esta amostra final aplicou-se o primeiro modelo - modelo de Jones (1991) - e através dos resíduos deste conseguiu-se obter os DAC e assim aferir a QIF das empresas em estudo. De seguida, procedeu-se ao cálculo das restantes variáveis incluídas no estudo e aplicou-se o segundo modelo com o objetivo de testar a relação entre o CMCA e a QIF.

Ao fazer uma caracterização da amostra, foi possível constatar que a maior parte das observações da amostra pertencem à região de Lisboa e Vale do Tejo e a região que apresenta menos observações é o Alentejo. Isto poderá indicar que a maioria das empresas portuguesas pertencentes ao setor em análise se encontram em Lisboa e Vale do Tejo e a região que tem menos empresas deste setor será o Alentejo, talvez por não ser um destino tão procurado em Portugal. Uma outra conclusão que se poderá tirar através desta caracterização é o de que as empresas pertencerem maioritariamente ao grupo das pequenas e média empresas, pelo facto de em termos médios a amostra apresentar um AT de aproximadamente de 5,5 milhões, um VN superior a 1 milhão e um valor de AFT superior a 3 milhões.

Com a aplicação do segundo modelo foi possível perceber vários aspetos importantes e que dão as respostas necessárias ao estudo. Em primeiro lugar, e como principal resultado que se tira deste estudo, é de facto que existe uma relação entre a QIF e o CMCA. Essa relação vai ao encontro daquilo que era esperado apresentando-se negativa, e por isso H1 é validada. Isto significa que quanto melhor é a QIF menor será o CMCA. Com este efeito, pode-se concluir que a QIF influencia o custo de capital alheio, o que deve servir de alerta para os gestores porque, por vezes, os gestores têm tendência para optar por práticas de manipulação de resultados que omitem a real posição e desempenho da empresa pensando que, com isso, conseguem usufruir de alguns benefícios. Neste estudo, demonstra-se precisamente o contrário e serve de exemplo para os gestores perceberem que ganham muito mais em apostar em práticas de contabilidade que realmente presente de forma verdadeira e apropriada a posição da empresa e assim aumentem a QIF para que consigam usufruir de um CMCA menor. Além disso, esta conclusão permite também informar os utilizadores da informação financeira de que a QIF tem um papel fundamental na avaliação do desempenho da empresa e na diminuição da informação assimétrica (Amrah & Hashim,2020).

A partir deste estudo foi ainda possível retirar outro tipo de conclusões. Os resultados empíricos evidenciaram que o determinante sobre a TA apresenta também uma relação negativa com o CMCA, validando assim H2. Isto indica que quanto maior é a TA das empresas menor será o CMCA, o que vai ao encontro de outros estudos que relacionaram este determinante com o endividamento,

pois os ativos servem de garantias para os financiadores de capital. Logo, o risco que incorrem é menor, oferecendo por isso um custo mais baixo (Tang & Jang, 2007).

Ao contrário de H2, H3 foi rejeitada. Aquilo que era esperado era que quanto maior a rendibilidade da empresa menor seria o CMCA e por isso esperava-se também uma relação negativa. No entanto, não foi o que foi observado, o que poderá querer dizer que as empresas com maiores rendibilidades, para poderem usufruir de benefícios fiscais por via da teoria *Trade-off*, recorrem mais à dívida e, portanto, como a proporção da dívida aumenta, então o CMCA também aumenta (Teixeira & Parreira, 2014).

H4 foi rejeitada devido ao facto de a variável LC não ser significativa. H5 também foi rejeitada, o que indica que apesar de um maior risco de negócio pressupor de uma taxa de CMCA mais alta, no entanto, um risco maior também pressupõe maiores dificuldades em obter capital externo. Logo, como a proporção da dívida na estrutura de capital diminui, o CMCA também irá diminuir. Em último lugar, o determinante sobre a dimensão da empresa demonstrou uma relação negativa com o CMCA e com isto validou-se H6. Assim, permite concluir que quanto maior a DIM menor o CMCA.

Relativamente à variável TMJ, esta apresenta uma relação negativa com o CMCA, como já era de esperar. Esta relação permite concluir que indicadores macroeconómicos também podem influenciar o CMCA e, no caso em questão, é evidenciado que esta taxa influencia de forma negativa o CMCA, o que deve alertar os gestores de que, quanto esta taxa estiver alta, não devem recorrer tanto ao capital externo, porque à partida o custo com esse capital também será mais alto.

Como limitações ao estudo, é de realçar que o modelo que permite testar a relação entre o CMCA e a QIF apresenta um r^2 bastante baixo e que não se conseguiu verificar a relação entre a LC e o CMCA. Desta forma, como sugestões de investigação futura, sugere-se que se incluam outras variáveis macroeconómicas tais como, a taxa de inflação, o produto interno bruto, entre outras, no sentido de aumentar o r^2 . Sugere-se também que se aplique este estudo a outros setores no sentido de perceber se acontece o mesmo com outros setores.

Referências Bibliográficas

- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: evidence from indian hospitality industry. *Theoretical Economics Letters*, 07(04), 982–1000. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067>
- Alves, A. (2014). *O impacto da qualidade da informação financeira nas decisões de investimento das empresas*. Faculdade de Economia do Porto. <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/76885/2/32997.pdf>
- Alves, J., & Moreira, J. (2013). Modelos de accruals e variações no financiamento das empresas: consequências para a estimação dos accruals discricionários. *XIV Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria*, 1–30. <http://hdl.handle.net/10198/8913>
- Amrah, M., & Hashim, H. (2020). The effect of financial reporting quality on the cost of debt: sultanate of oman evidence. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 28(2), 393–414. <https://journals.iium.edu.my/enmjjournal/index.php/enmj/article/view/749>
- Araújo, E., Oliveira, V., & Silva, W. (2012). CAPM em estudos brasileiros: uma análise da pesquisa CAPM. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 95–122. <https://doi.org/10.11606/rco.v6i15.52659>
- Arditti, F. (1973). The weighted average cost of capital: some questions on its definition, interpretation, and use. *The Journal of Finance*, 28(4), 1001–1007. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01422.x>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178. <http://www.journals.uchicago.edu/t-an>
- Bastos, D., & Nakamura, W. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75–94. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772009000200006>
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1997), 3–37. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01151.x>
- Batista, M. (2003). *Turismo - Gestão estratégica*. Verbo.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6(1968), 67–92. <http://www.jstor.org/stable/2490070>
- Beiruth, A., Brugni, T., Marinho, M., & Costa, F. (2021). Earnings management and cost of debt of brazilian privately held companies. *Latin American Business Review*, 22(3), 215–234. <https://doi.org/10.1080/10978526.2020.1857649>
- Bento. (2009). *Paradigmas de investigação*. [Powerpoint Slides]

- <http://www3.uma.pt/bento/ppt/EstudosCorrelacionais.pdf>
- Bhattacharya, U., Daouk, H., & Walker, M. (2003). The world price of earnings management. In *The Accounting Review* (Vol. 78, Issue 3). <http://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2003.78.3.641> <http://aaapubs.org/doi/abs/10.2308/accr.2003.78.3.641>
- Bilal, K. (2020). The persistence of accounting accruals components : an empirical study of some algerian companies. *Journal of Economic Sciences Institute*, 23(2), 1413–1432. <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/140928>
- Boons, L. A. T. M. (2018). *Financial reporting quality ,cost of capital , and firm 's financing decisions*. Erasmus School of Economics. <http://hdl.handle.net/2105/43274>
- Bora, J., & Saha, A. (2016). Investigation on the presence of income smoothing among nse-listed companies. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 15(1), 55–72. <https://www.semanticscholar.org/paper/Investigation-on-the-Presence-of-Income-Smoothing-Bora-Saha/c12f3f1ebf1c31a437cc8e535ab278ccbe93131c>
- Brealey, R., Marcus, A., & Myers, S. (1998). *Fundamentals of corporate finance*. (2th ed.) McGraw-Hill.
- Brealey, R., & Myers, S. C. (1998). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill.
- Brealey, R. A., Myers, S., & Allen, F. (2018). *Principles of corporate finance*. (12th ed.) McGraw-Hill.
- Brigham, E., & Houston, oel F. (1999). *Fundamentos da moderna administração financeira*. Campus.
- Callao, S., Jarne, J., & Wróblewski, D. (2017). Detecting earnings management investigation on different models measuring earnings management for emerging eastern european countries. *International Journal of Research -GRANTHAALAYAH*, 5(11), 222–259. <https://doi.org/10.29121/granthaalayah.v5.i11.2017.2351>
- Camfield, C., Freitas, G., Correia, M., & Serrasqueiro, Z. (2018). A estrutura de capital de empresas de pequena dimensão em Portugal: uma abordagem segundo as teorias do Trade-off e da Pecking-order. *RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 17(1), 365–388. <https://doi.org/10.18593/race.v17i1.15434>
- Campolargo, L. (2018). *Os componentes para a estimação do custo de capital: impacto de especificações alternativas*. Universidade de Aveiro. [https://ria.ua.pt/bitstream/10773/24322/1/Luís Fernando dos Santos Campolargo.pdf](https://ria.ua.pt/bitstream/10773/24322/1/Luís%20Fernando%20dos%20Santos%20Campolargo.pdf)
- Cardoso, J. (2013). *Alterações na estrutura de financiamento empresarial : consequências*. Universidade de Aveiro. <http://hdl.handle.net/10773/12821>
- Carmo, C. (2013). *Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira*. Universidade de Aveiro. <http://hdl.handle.net/10773/13801>
- Chawla, G. (2014). Estimating cost of capital in today's economic environment. *Journal of Business*

- and Behavior Sciences*, 26(3).
- Clayman, M., Fridson, M., & Troughton, G. (2012). *Corporate finance* (2th ed.) J. W. & Sons.
- Comissão de Normalização Contabilística. (2003). *Sistema de normalização contabilística - estrutura conceptual* (pp. 1–27). http://www.cnc.min-financas.pt/_siteantigo/SNC_projecto/SNC_EC.pdf
- Cunha, L. (2001). *Introdução ao turismo* (Verbo).
- Damodaran, A. (2001). *Corporate finance: theory and practice*. (2th ed.) J. W. & Sons.
- Damodaran, A. (2016). *The cost of capital: the swiss army knife of finance*. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/costofcapital.pdf>
- Darmawan, A. (2018). Influence of loan interest rate, non-performing loan, third party fund and inflation rate towards micro, small and medium enterprises (msme) credit lending distribution at commercial banks in indonesia. *Proceedings of the 5th International Conference on Community Development (AMCA 2018)*, 231(January 2018), 1–5. <https://doi.org/10.2991/amca-18.2018.84>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 3–42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90016-7)
- Dechow, P., Kothari, S., & Watts, R. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133–168.
- Dechow, P., & Schrand, C. (2004). Earnings quality. *The research foundation of CFA institute*. <http://csinvesting.org/wp-content/uploads/2015/04/Defining-Earnings-Quality-CFA-Publication.pdf>
- DeFond, M. (2010). Earnings quality research: advances, challenges and future research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 402–409. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.004>
- Deloitte. (2018). *Atlas da Hotelaria 2018*. <https://www2.deloitte.com/pt/pt/pages/transportation-infrastructure/topics/th/atlas-hotelaria-2018.html>
- Deloitte. (2019). *Turismo em Portugal bate recorde e ultrapassa os 66 milhões de dormidas em 2018*. <https://www2.deloitte.com/pt/pt/pages/about-deloitte/articles/atlas-hotelaria-2019-pressrelease.html>
- Deloitte. (2020). *Atlas da Hotelaria 2020 (15ª edição)*. <https://www2.deloitte.com/pt/pt/pages/real-estate/articles/atlas-hotelaria-2020.html>
- Devesa, M., & Esteban, L. (2011). Spanish hotel industry: indebtedness determinants. *Applied*

- Economics*, 43(28), 4227–4238. <https://doi.org/10.1080/00036846.2010.491446>
- Drake, P., & Fabozzi, F. (2012). The quality of financial information. In I. John Wiley & Sons, *Analysis of Financial Statements, Third Edition* (Third, pp. 63–97). <https://doi.org/10.4324/9781003116028-28>
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *Research in Business Finance*, 0-87014–19, 215–262. <http://www.nber.org/chapters/c4790>
- Easley, D., & O'hara, M. (2005). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2016). Why more forward-looking accounting standards can reduce financial reporting quality. *European Accounting Review*, 25(3), 487–513. <http://hdl.handle.net/10.1080/09638180.2015.1043927>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2007). The anatomy of value and growth stock returns. *Financial Analysts Journal*, 63(6), 44–54. <https://doi.org/10.2469/faj.v63.n6.4926>
- Fan, Q., & Zhang, X. (2012). Accounting conservatism, aggregation, and information quality. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 38–56. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01069.x>
- FASB, (Financial Accounting Standards Board) (1980). *Statement of financial accounting concepts No. 2 - Qualitative characteristics of accounting information*. https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220132599&acceptedDisclaimer=true
- Fernandes, A., Armada, M., & Rodrigues, L. (2005). *Avaliação de empresas não cotadas na bolsa*. Instituto Politécnico de Bragança; Universidade do Minho. https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/4754/1/Fernandes_Armada_Rodrigues.pdf
- Ferreira, J. (2005). *Finanças corporativas - Conceitos e aplicações*. Pearson.
- Ferreira, P. (2017). *O custo do capital nas empresas familiares portuguesas*. Faculdade de Economia de Coimbra. <https://estudogeral.uc.pt/bitstream/10316/82194/1/DissertaçãoMiguelFerreira.pdf>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=14897242&site=ehost-live>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295–327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Frank, M., & Goyal, V. (2009). Capital structure decisions around the world: which factors are reliably important? *Financial Management Association International*, 1–37.

- Gama, A. (2000). *Os determinantes da estrutura de capital das PME's industriais portuguesas*. Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- Gomes, M. (2020). *Quais os novos desafios do setor hoteleiro?* <https://www.jasminsoftware.pt/blog/desafios-do-setor-hoteleiro/>
- Gomes, R. & Pereira, A. (2014). Estrutura de capital- abordagem a teorias e variáveis explicativas. *Review of Business and Legal Sciences/Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas*, 25, 83–96. <https://doi.org/https://doi.org/10.26537/rebules.v0i25.1038>
- Gray, P., Koh, P., & Tong, Y. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(1–2), 51–72. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02118.x>
- Guay, W., Kothari, S., & Watts, R. (1996). A market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research*, 34(1996), 83–105.
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321–349. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03693.x>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13(4), 365–383. <https://doi.org/10.2139/ssrn.156445>
- Herdeiro, I. (2019). Os determinantes da estrutura de capital no setor da hotelaria em Portugal. *Instituto Politécnico De Bragança*, 1–65. <http://hdl.handle.net/10198/19533>
- Holland, D., & Ramsay, A. (2003). Do Australian companies manage earnings to meet simple earnings benchmarks? *Accounting & Finance*, 43(1), 41–62. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00082>
- Hribar, P., Kravet, T., & Wilson, R. (2014). A new measure of accounting quality. *Review of Accounting Studies*, 19, 506–538. <https://doi.org/10.2139/SSRN.1283946>
- Hribar, Paul, & Nichols, D. (2007). The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management. *Journal of Accounting Research*, 45(5), 1017–1053. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00259.x>
- INE, (Instituto Nacional de Estatística). (2018). *Estatísticas do turismo 2018*. <https://www.ine.pt/xurl/pub/358629548>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1976), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, V., Khurana, I., & Reynolds, J. (2002). Audit-firm tenure and the quality of financial reports. *Contemporary Accounting Research*, 19(4), 637–660. <https://doi.org/10.1506/LLTH-JXQV-8CEW-8MXD>

- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Kewo, C., & Afiah, N. (2017). Does quality of financial statement affected by internal control system and internal audit? *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2), 568–573. www.journal.uta45jakarta.ac.id
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- Leland, H., & Pyle, D. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, XXXII(2), 371–387. <https://doi.org/10.1111 / J.1540-6261.1977.TB03277.X>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Leuz, C., & Verrecchia, R. (2005). Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of capital. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.495363>
- Li, H. (2019). Cost of capital: literatures review about calculation methods and influencing factors. *Journal of Service Science and Management*, 12(03), 360–370. <https://doi.org/10.4236/jssm.2019.123024>
- Li, Y., & Singal, M. (2019). Capital structure in the hospitality industry: The role of the asset-light and fee-oriented strategy. *Tourism Management*, 70(August 2018), 124–133. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2018.08.004>
- Maquieira, C., & Vieito, J. (2010). *Finanças empresariais teoria e prática* . (2.^a ed.) E. Editora.
- Marôco, J. (2014). *Análise estatística com o SPSS Statistics* (6.^a ed.) R. Number.
- Martins, A., Azevedo, G., & Pinho, J. (2014). *A aplicação das teorias sobre a estrutura de capital: pecking order, trade-off e sinalização nas unidades hoteleiras em portugal*. Instituto Politécnico da Guarda; Universidade de Aveiro.
- McNichols, M., & Wilson, G.(1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*, 26(1988), 1. <https://doi.org/10.2307/2491176>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://doi.org/10.1136/bmj.2.3594.952>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://doi.org/10.2307/1809167>
- Mueller, A., & Sensini, L. (2021). Determinants of financing decisions of smes: evidence from hotel industry. *International Journal of Business and Management*, 16(3), 117.

- <https://doi.org/10.5539/ijbm.v16n3p117>
- Mutenheri, E., & Green, C. (2002). Financial reform and financing decisions of listed firms in Zimbabwe. *Financial and Economics Research*, 4(2), 155–170. https://doi.org/10.1300/J156v04n02_08
- Muttakin, M., Mihret, D., Lemma, T., & Khan, A. (2020). Integrated reporting, financial reporting quality and cost of debt. *International Journal of Accounting and Information Management*, 28(3), 517–534. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2019-0124>
- Myers, S. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Neto, A. (2003). *Finanças corporativas e valor* (1ª ed.) Atlas.
- Novo, A. (2009). *Estrutura de capital das pequenas e médias empresas: evidência no mercado português*. Universidade de Aveiro. <http://hdl.handle.net/10773/1632>
- Nunes, P., & Serrasqueiro, Z. (2017). Short-term debt and longterm debt determinants in small and medium-sized hospitality firms. *Tourism Economics*, 23(3), 543–560. <https://doi.org/10.5367/te.2015.0529>
- Pacheco, L., & Tavares, F. (2017). Capital structure determinants of hospitality sector SMEs. *Tourism Economics*, 23(1), 113–132. <https://doi.org/10.5367/te.2015.0501>
- Peixoto, A. (2017). *A estrutura de capital da indústria hoteleira em Portugal: Hotéis De 4 E 5 Estrelas*. Instituto Politécnico de Lisboa. [https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/7236/1/Ana Filipa Santos Peixoto.pdf](https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/7236/1/Ana_Filipa_Santos_Peixoto.pdf)
- Peterson, P. (1994). *Financial management and analysis*. McGraw-Hill.
- Pinho, C., & Soares, I. (2007). *Finanças – Mercados e instrumentos* (3.ª ed.) E. Sílabo.
- Pinto, S. (2008). *Empresas de hotelaria: uma análise económica e financeira*. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa. https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/1500/1/Empresas_de_Hotelaria_uma_análise_economica_e_financeira.pdf
- Pirveli, E. (2020). Earnings persistence and predictability within the emerging economy of Georgia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(3), 563–589. <https://doi.org/10.1108/JFRA-03-2019-0043>
- Pittman, J., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms.

- Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 113–136.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.06.005>
- Rajan, R. , & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Rebello, S. (2003). *A estrutura de capital e o ciclo de vida das empresas*. Faculdade de Economia da Universidade do Algarve. <http://hdl.handle.net/10400.1/1391>
- Rehman, Z. (2016). Impact of macroeconomic variables on capital structure choice: A case of textile industry of Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 55(3), 227–239. <https://doi.org/10.30541/v55i3pp.227-239>
- Robichek, A., & Myers, S.(1965). *Optimal financing decisions*. Prentice-Hall.
- Rodrigues, J. (2017). *Determinantes da estrutura de capital: uma análise empírica aplicada ao setor do vestuário em Portugal*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. <http://hdl.handle.net/10400.22/11213>
- Rodrigues, S., Alves, J. , & Moutinho, N. (2019). *Eficiência do investimento versus qualidade da informação financeira : estudo para empresas cotadas*. Instituto Politécnico de Bragança.
- Rodrigues, S. (2020). *O impacto do método de valorização dos inventários na informação financeira e fatores que a influenciam – Opinião dos Contabilistas Certificados*. Instituto Politécnico de Santarém. <http://hdl.handle.net/10400.15/2838>
- Ross, S. (1977). Determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2002). *Corporate finance* (6th ed.) McGraw–Hill. <https://doi.org/10.1108/eb040123>
- Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B., & Lamb, R. (2013). *Fundamentals of corporate finance standard edition (9th ed.)* McGraw–Hill. https://www.academia.edu/39002987/ROSS_WESTERFIELD_JORDAN_and_LAMB_Fundamentos_de_Administração_Financeira_1_
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2010). *Fundamentals of corporate finance* (6th ed.) McGraw–Hill.
- Santos, I., & Martins, J. (2016). *Divulgação de informação e o custo de capital nas empresas cotadas em Portugal*. <https://www.occ.pt/news/cicpublica2016/pdf/23.pdf>
- Santos, (2008). *Manipulação de resultados e as características do conselho de administração : Alemanha E Reino Unido*. Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa. <http://hdl.handle.net/10071/1372>
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting Horizons*, 97–110. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.s-1.97>

- Schroeder, R., Clark, M., & Cathey, J. (2005). *Financial accounting theory and analysis: Text readings and cases*, (8th ed.) J. W. & Sons.
- Scott, J. (1976). A theory of optimal capital structure. *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 33. <https://doi.org/10.2307/3003189>
- Semedo, I. G. (2015). *Teorias da estrutura de capital das empresas: Uma aplicação às empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa*. Instituto Superior de Gestão. <http://hdl.handle.net/10400.26/11108>
- Serrasqueiro, Z., Matias, F., & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 28, 13–28. <https://doi.org/10.18089/damej.2016.28.1.2>
- Serrasqueiro, Zélia, & Caetano, A. (2015). Trade-off theory versus pecking order theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445–466. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>
- Serrasqueiro, Zélia, & Nunes, P. (2014). Financing behaviour of Portuguese SMEs in hotel industry. *International Journal of Hospitality Management*, 43, 98–107. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2014.09.001>
- Shapiro, A. (2005). *Capital budgeting and investment analysis*. Pearson.
- Shuli, I. (2011). Earnings management and the quality of the financial reporting. *Perspectives of Innovations, Economics and Business*, 8(2), 45–48. <https://doi.org/10.15208/pieb.2011.28>
- Silva, S. (2011). *A estrutura de financiamento das empresas não financeiras do PSI 20*. IPS - Instituto Politécnico de Setúbal. <http://hdl.handle.net/10400.26/6197>
- Stlowy, H., & Breton, G. (2004). Accounts manipulation: A literature review and proposed conceptual framework. *Review of Accounting & Finance*, 3(1), 5–66. <https://doi.org/10.1108/EB043395>
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 281–308. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90030-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90030-2)
- Tang, C., & Jang, S. (2007). Revisit to the determinants of capital structure: A comparison between lodging firms and software firms. *International Journal of Hospitality Management*, 26(1), 175–187. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2005.08.002>
- Teixeira, L. (2012). *Alteração da estrutura de capital nos períodos de racionamento de crédito: evidência empírica para Portugal*. Universidade Técnica de Lisboa. <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/4404>
- Teixeira, N., & Parreira, J. (2014). *Determinantes da estrutura de capitais do setor das tecnologias de informação*. Instituto Politécnico de Setúbal. <http://hdl.handle.net/10400.26/22964>
- Turismo de Portugal. (2021). *Turismo em Portugal*. http://www.turismodeportugal.pt/pt/Turismo_Portugal/visao_geral/Paginas/default.aspx

- Turismo de Portugal (2021). *Prémios e distinções*.
http://www.turismodeportugal.pt/pt/quem_somos/Organizacao/Premios_Distincoes/Paginas/default.aspx
- Vieira, E., & Novo, A. J. (2010). A estrutura de capital das PME : evidência no mercado português. *Estudos Do Isca – Série Iv –*, 2. <https://doi.org/10.34624/ei.v0i2.6505>
- Vieito, C. (2014). *Valor dos benefícios fiscais por dívida em Portugal*. Faculdade de Economia do Porto. <https://repositorio-aberto.up.pt/handle/10216/77815>
- Warner, J. (1977). American finance association bankruptcy costs : some evidence. *The Journal of Finance*, 32(2), 337–347. <http://www.jstor.org/stable/2326766> . Accessed:
- Watts, R. (2003). Conservatism in accounting part i: explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207–221. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.3.207>
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112–134.
<http://www.jstor.org/stable/245729><http://about.jstor.org/terms>
- Weston, J., & Brigham, E. (2000). *Fundamentos da administração financeira*. Pearson.
- Yee, C., Sujan, A., James, K., & Leung, J. (2008). Perceptions of singaporean internal audit customers regarding the role and effectiveness of internal audit. *Asian Journal of Business and Accounting*, 1(2), 147–174.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27–54.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.06.002>