



Instituto Politécnico
de Viana do Castelo

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

**O IMPACTO DO GOVERNO DA EMPRESA NO ENDIVIDAMENTO DA
INDÚSTRIA HOTELEIRA EM PERÍODOS DE CRISE: O CASO
PORTUGUÊS**

Bárbara Rita de Oliveira Pereira

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

Orientada por

Nuno Filipe Lopes Moutinho

Jorge Manuel Afonso Alves

Bragança, outubro de 2022.



Instituto Politécnico
de Viana do Castelo

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

**O IMPACTO DO GOVERNO DA EMPRESA NO ENDIVIDAMENTO DA
INDÚSTRIA HOTELEIRA EM PERÍODOS DE CRISE: O CASO
PORTUGUÊS**

Bárbara Rita de Oliveira Pereira

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

Orientada por

Nuno Filipe Lopes Moutinho

Jorge Manuel Afonso Alves

Bragança, outubro de 2022.

Resumo

O governo da empresa visa garantir que não ocorram comportamentos oportunistas e ajuda a mitigar problemas de agência que podem envolver partes interessadas. Neste sentido, este documento pretende analisar os determinantes do governo da empresa com potencial impacto no nível de endividamento das empresas do setor hoteleiro em Portugal. Uma vez que os dados recolhidos se referem ao período compreendido entre 2005 e 2021, é também analisado o impacto da crise financeira que começou em 2008 e, mais recentemente, a pandemia global Covid-19. Com base na análise de regressão linear os resultados sugerem que o endividamento está relacionado de forma negativa com a dimensão do conselho de administração, a dualidade de CEO, a propriedade da gestão, a existência de auditoria e a diversidade de género. Neste sentido, o nível de endividamento das empresas com estabelecimentos hoteleiros é maior quando existe uma maior concentração da propriedade, ou seja, relaciona-se de forma positiva com a concentração da propriedade. De acordo com a teoria da agência, os resultados permitiram evidenciar que um melhor governo da empresa contribui para o endividamento das empresas no setor hoteleiro.

Palavras-chave: Determinantes, Endividamento, Governo da Empresa, Recessão, Setor Hoteleiro.

Abstract

Corporate governance aims to ensure that opportunistic behavior does not occur and helps mitigate agency problems that may involve between stakeholders. This paper aims to analyze the determinants of corporate governance with potential impact on the level of indebtedness of companies in the hotel industry in Portugal, thus examining the relationship between corporate governance, factors characteristic of the hotel industry and its capital structure. Since the data collected refers to the period between 2005 and 2021, the impact of the financial crisis that began in 2008 and, more recently, the global Covid-19 pandemic is also analyzed. The investigation was done through cross-section data and the results suggest that debt is negatively related to board size, CEO duality, management ownership, audit existence and gender diversity. In this sense, the level of indebtedness of companies with hotel establishments is higher when there is a higher concentration of ownership, that is, it relates positively with ownership concentration. According to the agency theory, the results showed that better corporate governance contributes to the indebtedness of companies in the hotel industry.

Keywords: Determinants, Indebtedness, Corporate Governance, Recession, Hospitality Sector.

Dedicatória

Dedicado aos meus pais.

Agradecimentos

Após uma longa caminhada, esta é a parte final na minha dissertação de mestrado onde tenho agradecimentos especiais a fazer.

Em primeiro lugar aos meus pais pela paciência e encorajamento que me deram ao longo deste percurso. Certamente que foi essencial para o encerramento desta etapa.

Aos meus orientadores, Professor Nuno Filipe Lopes Moutinho e ao Professor Jorge Manuel Afonso Alves, pela motivação e ensinamentos que me deram ao longo da dissertação e fazer este momento acontecer.

À Professora Paula Odete Fernandes e à Unidade de Investigação Aplicada em Gestão (UNIAG) que me permitiram desenvolver um estágio financiado pela Fundação para a Ciência e Tecnologia (FCT) no projeto “Verão com Ciência 2021” que originou um artigo o artigo “Fatores Determinantes do Endividamento das Empresas em Períodos de Crise: Estudo de Empresas do Setor Hoteleiro em Portugal”.

Agradeço ainda a todos os participantes na 5th *International Conference on Tourism Research* (ICTR) que efetuaram comentários ao artigo apresentado “*Debt of Hotel Companies: The Impact of Company Characteristics and Crisis Periods*”.

Por último, mas não menos importante, aos meus amigos, por todo o apoio moral, por toda a paciência e determinação que me deram para terminar esta dissertação.

A todos, o meu sincero obrigada.

Lista de Abreviaturas

ANT – Antiguidade da Marca

AUDIT – Auditoria

BSIZE – *Board Size*

CEO – *Chief Executive Officer*

CEOD – Dualidade de *Chief Executive Officer*

CRES – Oportunidades de Crescimento

DIM – Dimensão do Estabelecimento Hoteleiro

GE – Governo da Empresa

GEN – Género

INE – Instituto Nacional de Estatística

NAC – Nacionalidade

NHOTEL – Número de Hotéis

OCDE - Organização para Cooperação Económica e Desenvolvimento

OLS – *Ordinary Least Square*

OMT – Organização Mundial do Turismo

OWNCON – Concentração de Propriedade

PME – Pequenas e Médias Empresas

PROPG – Propriedade da Gestão

PROPH – Propriedade do Hotel

REC – Períodos de Recessão

ROA – Rentabilidade Operacional do Ativo

ROC – Revisor Oficial de Contas

RNT – Registo Nacional de Turismo

SROC – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas

TANG – Tangibilidade do Ativo

VAR – Variedade de Serviços

WTTC - World Travel & Tourism Council

Índice Geral

Índice Geral	viii
Índice de Figuras	x
Índice de Tabelas	xi
Introdução.....	1
1. Revisão de Literatura	4
1.1 O Endividamento.....	5
1.2 Teorias Explicativas	5
1.2.1 Teoria <i>Trade-Off</i>	5
1.2.2 Teoria da Agência	5
1.2.3 Teoria <i>Pecking Order</i>	7
1.2.4 Teoria da Sinalização.....	7
1.3 Governo da Empresa	8
1.4 A Indústria Hoteleira.....	9
1.4.1 Importância da Indústria Hoteleira	9
1.4.2 Caracterização da Indústria Hoteleira em Portugal	10
1.5 Estudos Empíricos sobre o Governo da Empresa.....	11
1.6 Fatores Determinantes do Endividamento.....	13
1.6.1 Fatores do Governo da Empresa.....	13
1.6.2 Fatores Financeiros.....	20
1.6.3 Fatores Operacionais	24
1.6.4 Períodos de Recessão.....	26
2. Metodologia, Amostra e Variáveis	29
2.1 Metodologia e Variáveis.....	29
2.2 Amostra	32
3. Análise Empírica	33
3.1 Estatística Descritiva	33
3.2 Matriz de Correlação	35
3.3 Análise Multivariada	38
3.4 Discussão dos resultados	42

Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação	44
Referências Bibliográficas	47

Índice de Figuras

Figura 1 - Número de Hotéis, Pousadas e Hotéis-Apartamento em Portugal	11
--	----

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Estatística Descritiva.....	34
Tabela 2 - Matriz de Correlações.....	37
Tabela 3 - Fatores determinantes do endividamento.....	39

Introdução

As questões associadas ao Governo da Empresa (GE) são de grande importância devido à separação entre a propriedade e a gestão e aos problemas de agência que acarreta. Jensen e Meckling (1976) mostram que o problema de agência entre gestores e acionistas pode ser reduzido através da utilização de capital alheio como um mecanismo de governação. Uma vez que a utilização de dívida impede a redução da participação no capital dos acionistas e proporciona um controlo adicional por parte dos detentores da dívida, podendo aumentar assim o valor da empresa através da redução dos custos de agência (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019).

O GE geralmente refere-se a um conjunto de mecanismos que influenciam as decisões dos gestores quando a propriedade e o conselho de administração são separados (Larcker et al. 2005). A potencial relação entre o GE e a estrutura de capital desempenham um papel importante na maximização da riqueza dos acionistas/credores e um bom GE é importante para aumentar o valor do mercado, enquanto uma maior alavancagem financeira diminui o valor da empresa ao aumentar o seu risco de falência (Shleifer et al. 1997). Existem certos mecanismos que ajudam a assegurar aos investidores que estes consigam recuperar o seu capital e receber retorno adequado do seu investimento. Okiro et al. (2015) argumentam que as empresas com um bom conselho de

administração fornecem informações transparentes e são favoráveis aos seus investidores. Desta forma, verifica-se que a relação entre o GE e o endividamento pode proporcionar um mercado de controlo e, ao mesmo tempo, uma proteção dos direitos dos seus investidores, minimizando assim o seu risco de perda.

Neste âmbito o GE trata da forma como os credores asseguram o retorno do seu investimento e desempenha um papel importante nas decisões de financiamento empresarial (Haque et al. 2011). As empresas podem atingir os seus objetivos de negócios, proteger os direitos dos acionistas e cumprir as obrigações legais por meio de fortes estruturas de GE (Alshbili & Elamer, 2020; Granado-Peiró & López-Gracia, 2017; Feng et al. 2020; Elmagghi et al. 2018). Especificamente, o GE visa garantir que não ocorram comportamentos oportunistas e ajuda a mitigar problemas de agência que podem envolver tanto *insiders*, como por exemplo os gestores, quanto *outsiders*, por exemplo, acionistas, devedores e investidores (Allam et al. 2017; Eldaly, 2012; Eldaly & Abdel-Kader, 2018; Kim et al. 2016). Além disso, também pode ajudar a desenvolver habilidades específicas necessárias para a tomada de decisões estratégicas, incentivando investimentos específicos da empresa, e limita assim problemas de assimetria de informações (Feng et al. 2020; Muttakin et al. 2020; Yu & Wang, 2018). O GE trata de mecanismos através dos quais os *stakeholders* exercem o controlo sobre a gestão de forma que os seus interesses sejam protegidos (John & Senbet, 1998).

Neste estudo são analisadas empresas do setor hoteleiro devido ao facto de ser um dos setores económicos mais importantes quer a nível nacional, quer a nível mundial (Rebelo et al. 2013) e de criação de riqueza e emprego em Portugal (Gabriel & Soares, 2017) que tem aumentado a sua importância ao longo dos anos, bem como pelo facto de ter sido uma das indústrias que mais sofreu com a pandemia do COVID-19. Singal (2015) mostra que as empresas da indústria hoteleira têm uma maior concorrência, maior alavancagem, e maior intensidade de capital que afetam a tomada de decisões de gestão, que podem afetar os mecanismos de governação empresarial adotados. Como a indústria hoteleira apresenta características distintas importa perceber o impacto do GE no endividamento.

Oak e Iyengar (2009) sugerem que as empresas de hotelaria têm mais probabilidades de ter problemas de agência do que as outras empresas, o que se justifica pelo facto de estas empresas terem mecanismos de controlo do governo mais baixos, um melhor desempenho financeiro e ganhos de maior qualidade do que as empresas não hoteleiras. Assim, uma compreensão dos mecanismos de controlo de gestão empresarial ajuda a reduzir os problemas de agência e melhora o desempenho das empresas deste setor.

O objetivo deste trabalho passa por perceber que fatores relacionados ao GE poderão afetar o endividamento das empresas portuguesas nesta indústria. Adicionalmente, procura perceber-se se o comportamento se mantém em períodos de crise financeira e recessão económica. A metodologia adotada consiste na estimação de dados em secção cruzada por *Ordinary Least Squares* (OLS), com base em dados de empresas portuguesas do setor de hotelaria.

Este estudo apresenta três contributos para a literatura. Primeiro, embora existam estudos que se focam na estrutura societária da empresa e no endividamento, não foi possível encontrar estudos

que analisem o impacto da influência tanto da estrutura do conselho de administração quanto da estrutura de propriedade no seu nível de endividamento no setor hoteleiro, pelo facto de serem abordados os determinantes característicos do GE que mais afetam o endividamento. Em segundo lugar, os resultados dos poucos estudos que abordaram a relação entre o GE e a o seu nível de endividamento são inconsistentes (Feng et al. 2020). Por último investiga o endividamento das empresas portuguesas do setor hoteleiro, que inclui períodos de crise financeira e de uma pandemia mundial (Covid-19).

O plano de trabalhos prevê quatro secções. Na primeira secção é apresentada a revisão de literatura relativa a diversos tópicos associados ao GE. A seguir é apresentada a metodologia utilizada e os dados recolhidos. Na terceira secção são apresentados os resultados do estudo empírico. O trabalho termina com a conclusão.

1. Revisão de Literatura

Vários estudos têm procurado compreender como o GE pode afetar o nível de endividamento das empresas, sendo que podem ser encontradas duas perspectivas. Por um lado, Okiro et al. (2015) evidencia que as empresas com melhores condições de GE ao nível do conselho de administração apresentam menor assimetria de informação. Neste sentido, os investidores credores sentem os seus direitos protegidos e conseguem minimizar o seu risco de perda. Feng et al. (2020) concluem que as empresas chinesas melhores governadas têm tendência a ter uma melhor estrutura de capitais, o que está relacionado com os incentivos ao nível do órgão de gestão e da estrutura de propriedade. Por outro lado, Arping e Saunter (2010) referem que uma governação eficaz leva a níveis de endividamento mais baixos na medida em que a dívida e estruturas de GE bem concebidas são mecanismos substitutos na atenuação dos problemas de agência é de esperar que as empresas com uma governação empresarial superior tivessem níveis de dívida mais baixos. Os gestores escolhem voluntariamente a dívida para forçar a construção do seu próprio futuro empresarial, numa tentativa de evitar mudanças de controlo *ex-post* (Zwiebel,1996). Jiraporn et al. (2012) evidenciam que uma empresa com pior governo da empresa é provável ter mais endividamento e concluem que

se utiliza a estrutura de capital como um substituto da governação empresarial como forma de atenuar problemas de agência.

1.1 O Endividamento

O endividamento das empresas é importante para a sua atividade operacional bem como para alavancar investimentos. As empresas podem obter financiamento através de capitais próprios e de capitais alheios, sendo que as decisões adequadas sobre a estrutura de capital são influenciadas pelo GE, o que tem grande relevância para o crescimento empresarial (Zhou et al. 2021). Um GE com melhor qualidade tem um efeito significativo e negativo no endividamento, este efeito negativo é compensado pelo financiamento interno da empresa e do capital próprio (Zhou et al. 2021).

O papel do endividamento no GE depende de como a governação é exercida, ou seja, da estrutura de propriedade e do controlo da empresa (Faccio et al. 2001). Os autores complementam que o incumprimento do endividamento pode não afetar o património líquido do gestor profissional, mas iria certamente devastar a sua reputação e carreira.

Existem algumas teorias que ajudam a explicar as diferenças de endividamento entre as empresas. As teorias sugerem que as empresas escolhem a sua estrutura de capital com base nos atributos que determinam os vários custos e benefícios relacionados com a sua fonte de financiamento, quer seja através de dívida ou capital próprio (Titman & Wessels, 1988). Dao e Ta (2020) resumem as diversas teorias que estudam a estrutura de capital das empresas.

1.2 Teorias Explicativas

1.2.1 Teoria *Trade-Off*

Na teoria do *Trade-Off*, Myers (1984) defende que as empresas tendem a definir uma estrutura de capital ótima que tende a variar com as suas características intrínsecas. No nível ótimo de endividamento os benefícios fiscais, os custos de agência e os custos de insolvência financeira estão em equilíbrio. Neste caso, as empresas têm uma estrutura de capital alvo que maximiza o seu valor. Quando o endividamento é superior ao nível ótimo, os custos de agência e os custos de insolvência aumentam para níveis superiores às vantagens obtidas com os benefícios fiscais associados à dedutibilidade dos juros para efeito de apuramento de impostos. Durand (1952) argumenta que com o aumento do nível de dívida, aumenta o risco para os acionistas e credores, que se consubstancia no aumento do risco de falência e com impacto no aumento do custo de financiamento. No caso de o endividamento ser inferior ao nível ótimo, os custos de agência e os custos de insolvência são inferiores aos benefícios fiscais associados à dedutibilidade dos juros.

1.2.2 Teoria da Agência

Quanto à Teoria de Agência, esta será a base do presente estudo para explicar o efeito do GE (ou seja, as relações entre proprietários e gestores) e o seu nível de endividamento. O endividamento tem sido apontado como uma possível solução para o conflito de agência que surge entre gestores e acionistas (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976), mas a sua existência implica em outro conflito

de agência, entre acionistas/gestores e credores (Jensen & Meckling, 1976). Estes conflitos decorrem da não convergência de interesses que subsiste nas várias relações de agência que se geram dentro de uma empresa, principalmente entre os gestores e os credores (Rebelo et al. 2013).

Esta teoria tem duas vertentes. Uma vertente direcionada para os conflitos de interesses entre os acionistas e os gestores e existem ainda os problemas de agência entre as entidades credoras e os gestores/acionistas. Estas duas situações trazem temas como os problemas de agência, assimetria de informação e conflitos de interesse relacionados.

A relação entre a entidade credora e a empresa origina problemas de agência, que também assenta em assimetrias de informação na relação bancária. Para a minimização da assimetria de informação e de interesses divergentes surgem custos de agência, particularmente sentidos quando os proponentes ao crédito são de reduzida dimensão, como o são as Pequenas e Médias Empresas (PME) (Psillaki, 1995). Esta relação entre os credores e acionistas/gestores propicia benefícios aos intervenientes na medida em que desenvolve a confidencialidade, melhora a flexibilidade para negócio, reduz os problemas de agência e permite construir e consolidar uma imagem de reputação (Cánovas & Solano, 2006). Contudo, existem desvantagens nomeadamente quando estes benefícios não são repartidos, acaba por acontecer um aproveitamento de ambos os lados. Por um lado, por parte das empresas, quando o banco é incentivado a conceder mais crédito por acreditar que a taxa de risco é mais baixa do que na verdade é; por outro lado e por parte dos bancos, estes aproveitam o facto de existir um compromisso por parte da empresa e, em alguns casos, acabam por impor taxas de juro e preços de serviços mais elevados (Rajan, 1992; Sharpe, 1990). Ao recorrer ao endividamento a empresa estabelece uma nova relação entre o credor e os acionistas/gestores, de onde surgem também conflitos de interesses. Rebelo et al. (2013) argumentam que estes conflitos surgem pelo facto de existir uma partilha do risco da empresa pelos financiadores e, de certa forma, a remuneração dos credores ser fixa e a dos acionistas ser variável e em função dos resultados da empresa, o que incentiva os acionistas/gestores à assunção de risco.

Berle e Means (1932) apresentam a separação de poderes entre o conselho de administração e a propriedade nas empresas, sendo que os proprietários delegam na gestão a administração da empresa. Jensen e Meckling (1976) salientam que, segundo esta teoria, o proprietário contrata o agente (a gestão) para tomar decisões na empresa. Todavia, o agente tem os seus próprios interesses que podem não coincidir com os interesses do proprietário, pelo que surgem conflitos de interesse (Jensen & Meckling, 1976). Como tal, podem surgir diversos problemas de agência numa empresa. Os problemas de agência entre os acionistas e os gestores surgem porque os gestores não têm objetivos coincidentes com os acionistas, pelo que não têm incentivos para agir de acordo com o interesse dos acionistas de forma a maximizar o valor da empresa (Jensen & Meckling, 1976; Feng et al. 2020).

Com base na Teoria da Agência, o conflito de interesses entre as partes interessadas resulta em custos de agência, o que afeta a tomada de decisões sobre a estrutura do capital (Feng et al. 2020). Os custos de agência para ações externas (ou seja, ações detidas por qualquer pessoa fora da empresa) resultam de conflitos entre acionistas e gestores, que não detêm todos os direitos

residuais em grandes empresas com propriedade dispersa e, portanto, não podem ser totalmente atribuídos (Vijakumaran & Vijakumaran, 2019). Maximizando as atividades, os gestores podem-se esforçar menos na parte da gestão dos recursos da empresa e podem estar inclinados a desviar recursos para ganho pessoal. Os gestores arcam com o custo total da contenção dessas atividades, mas recebem apenas uma fração dos benefícios. Como resultado, eles não operam de forma a maximizar a riqueza dos acionistas, o que significa que consomem mais bens de luxo, investem em negócios não relacionados para construir impérios (como jatos executivos, escritórios de luxo entre outros) e tomam decisões de financiamento (Vijakumaran & Vijakumaran, 2019).

1.2.3 Teoria *Pecking Order*

A Teoria *Pecking Order* assenta numa relação negativa entre o desempenho da empresa e a sua decisão de financiamento. Donaldson (1961), Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), alegam que a estrutura de capitais de uma empresa não se traduz no nível ótimo de endividamento que maximiza o seu valor, mas que resulta de várias decisões ótimas sucessivas, entre as fontes de financiamento de forma hierárquica, tendo como objetivo diminuir os custos originados pela assimetria de informação (Dao & Ta, 2020). Esta abordagem defende que as oportunidades de investimento das empresas são primeiramente financiadas por fundos gerados internamente, sendo o autofinanciamento um recurso primordial.

1.2.4 Teoria da Sinalização

Por fim, tendo em conta os conflitos de interesse e a assimetria de informação entre a gestão e os acionistas, a Teoria da Sinalização proposta por Ross (1977), na qual a escolha do rácio dívida/capital é independente do conceito ótimo e é representada pela vontade de uma empresa em enviar informação aos investidores. Esta teoria consiste no facto de a disponibilização de informação sob a forma de decisões da gestão permitir a redução da assimetria de informação para os investidores. Assim, uma comunicação eficaz e uma correta disseminação da informação induz um melhor conhecimento da empresa e do seu desempenho. Myers e Majluf (1984), referem que a gestão resiste à emissão de capital próprio quando acredita que o valor da empresa está subvalorizado e conseqüentemente, os investidores tendem a considerar a emissão de ações como um mau sinal, assumindo que os gestores só oferecem ações ao público se estas tiverem um preço justo ou sobrevalorizado.

Tradicionalmente, a Teoria do *Trade-Off* e a Teoria *Pecking Order* são as mais utilizadas para explicar a estrutura de capital. No entanto, estas teorias baseiam-se no pressuposto de que o interesse dos gestores de uma empresa com a propriedade está sempre alinhado com a dos acionistas (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019). Neste sentido, é expectável que a gestão tome decisões de financiamento que proporcionem a maximização do valor da empresa. No entanto, a Teoria da Agência pressupõe que os gestores perseguem sempre os seus próprios objetivos à custa dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Assim, os conflitos de interesse entre a gestão e os acionistas resulta em custos de agência, que afetam a estrutura de capital da empresa (Feng et al. 2020).

1.3 Governo da Empresa

O GE trata da forma como credores asseguram o retorno do seu investimento (Shleifer & Vishny, 1997). Assim, o GE ajuda a assegurar transparência, responsabilidade e proteção dos interesses dos diferentes investidores (Chaudhary & Shrivastava, 2021). A Organização para Cooperação Económica e Desenvolvimento (OCDE, 2004) descreve o GE como um sistema através do qual as empresas são geridas e controladas, especificando os direitos e obrigações dos diferentes participantes: o conselho de administração, a direção, os acionistas, entre outros. Este sistema estabelece as regras e procedimentos para a tomada de decisões, define a estrutura pela qual os objetivos são fixados e fornece os meios para os alcançar e controlar (Pinto et al. 2020). Tirole (2010), refere que o GE induz os gestores a internalizar os interesses das partes interessadas que nele participam.

O papel de monitorização do conselho de administração é um componente importante do GE e, conseqüentemente, a eficácia do GE na sua função de controlo é determinada pela sua independência, tamanho e composição (John et al. 1998). De notar que o conselho de administração exerce funções de controlo em nome dos acionistas, uma vez que a propriedade das ações é abrangente, dificultando o controlo por conta própria dos acionistas. O GE é essencial para construir a confiança do mercado e assim atrair investidores corporativos. Além disso, ajuda a proporcionar o alto nível de confiança necessário à atuação de todo o mercado, pois considera o cumprimento dos princípios da ética empresarial (Guo & Kga, 2012). Uma boa implementação do GE reduz o risco para os investidores, aumenta o capital de investimento e melhora o desempenho empresarial (Rezaee, 2009).

A Teoria da Agência é a teoria base para explorar o efeito do GE sobre o seu endividamento. O endividamento é uma forma importante de mitigar os conflitos de agência entre acionistas e gestores, pois o financiamento da dívida pode resolver problemas de agência reduzindo o fluxo de caixa e aumentando a probabilidade de risco de falência (Muttakin et al. 2020). Em geral, a literatura sobre o GE sugere que a sua estrutura de propriedade desempenha um papel crucial na supervisão e direção dos gestores e na redução dos conflitos de interesse na tomada de decisões e, Feng et al. (2020) defendem que um governo eficaz tem um impacto significativo nas decisões sobre a estrutura de capital de uma empresa.

Vários investigadores (Feng et al. 2020; Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019; Zhou et al. 2021; Zaid et al. 2020) centraram a sua atenção na relação entre o GE e a estrutura de capital. Fortes mecanismos do GE são capazes de reduzir os custos de agência associados e, os gestores tendem a procurar um menor nível de endividamento quando se confrontam com um bom nível de governação empresarial do conselho de administração (Wen et al. 2002).

Por um lado, há dados empíricos que mostram que a relação entre as práticas do GE e o endividamento é positiva (Kayhan, 2008). Neste sentido, é expectável que os níveis de endividamento sejam superiores quando existe um melhor GE. Também Brito e Lima (2005) e Silveira et al. (2008) corroboram esta relação positiva entre as melhores práticas de governo e o endividamento. Os financiadores têm em consideração um conjunto de fatores, incluindo as práticas

de governação, para a estimação do risco de insolvência. Por outro lado, existem também estudos que defendem uma relação negativa entre o GE e o endividamento. Estudos como Berger et al. (1997) defendem que a gestão tem o poder de escolher qual a estrutura de capital que quer assumir e, desta forma, o gestor irá optar pelos seus interesses pessoais em detrimento dos interesses globais da empresa, originando assim um nível de endividamento mais baixo. As empresas com pior governação tendem a ser incentivadas a divulgar a sua informação para o mercado, reduzindo assim a assimetria de informação, permitindo recorrer ao financiamento através de ativos.

O GE pode ser um instrumento importante para reduzir conflitos entre agentes que podem ter influência na estrutura de capital de uma empresa (Detthamrong et al. 2017) e um mecanismo de controlo da gestão da empresa de forma a melhorar a prosperidade e a responsabilização das empresas, cujo objetivo é a realização de lucro (Black, et al. 2015). Chang et al. (2014) argumentam que o nível de endividamento da empresa é afetado tanto pela característica única da empresa como pelos conflitos de interesses entre o seu gestor e os acionistas.

O estudo do GE aplicado ao setor hoteleiro português procura analisar se um melhor GE ao nível da estrutura de gestão e da estrutura proprietária está associado à promoção de menor assimetria de informação entre credores e empresa mutuária, minimizando problemas de agência, com impacto positivo na confiança dos credores na empresa, dada a minimização de risco. Daqui resultará maior nível de endividamento. Em alternativa, um melhor GE pode ser encontrada em empresas com menores níveis de endividamento pois a gestão não pretende ser controlada pelos credores, podendo, em adição, manter o seu poder face aos acionistas, conforme resulta a teoria da agência. Tendo em conta as características do setor, a primeira alternativa será a que tem maior probabilidade de ser verificada neste estudo.

1.4 A Indústria Hoteleira

Tendo em conta que o presente estudo se foca na indústria hoteleira, deve ser referido que as empresas neste setor, em comparação com outros, têm uma maior concorrência, maior alavancagem, e maior intensidade de capital, que afetam a tomada de decisões de gestão e, podem por sua vez, afetar os mecanismos de governação empresarial adotados (Singal, 2015).

1.4.1 Importância da Indústria Hoteleira

A hotelaria é a indústria responsável por oferecer hospitalidade a turistas e viajantes. Esta indústria além da gestão de hotéis, abrange ainda hotéis-apartamentos e pousadas e tem como finalidade atuar nas áreas de hospedagem, alimentação, segurança, entretenimento e outras atividades relacionadas com o bem-estar dos hóspedes (Bresciani et al. 2015). Apesar das perspetivas de evolução para este setor no ano de 2020 terem sido muito otimistas, solidificando o crescimento da última década (OMT, 2021), a pandemia COVID-19 veio alterar por completo as previsões quer mundiais, quer nacionais do turismo (Daniel & Fernandes, 2020).

O GE do setor hoteleiro pode ser diferente das empresas de outras indústrias por várias razões. Primeiro, as empresas da indústria hoteleira podem estar envolvidas na propriedade imobiliária, bem

como na gestão. Se a propriedade imobiliária for separada da gestão, existe um potencial conflito de interesses (Guilding, 2003). Segundo, a indústria hoteleira caracteriza-se por um alto nível de intensidade de capital e nível relativamente baixo de inventários operacionais (DeFranco & Lattin, 2006). Terceiro, “porque existem pressões únicas sobre os gestores deste setor devido à elevada proporção de decisões de curto e longo prazo” (Reich, 1994, p. 341) Quarto, as empresas de hotelaria são muito sensíveis às mudanças na economia e dependem da despesa discricionária dos seus clientes (Guillet & Mattila 2010).

Na indústria do turismo, o setor hoteleiro apresenta um importante impacto na economia. De notar que se entende por estabelecimentos hoteleiros o estabelecimento cuja atividade principal consiste na prestação de serviços de alojamento e de outros serviços acessórios ou de apoio, com ou sem fornecimento de refeições, mediante pagamento (INE, 2021). Esta indústria caracteriza-se principalmente pela sua intangibilidade, intensiva mão de obra e o seu elevado investimento em ativos, por exemplo o edifício. Contudo, as empresas por vezes recorrem ao arrendamento. A intangibilidade devido à prestação de serviços, pois a rentabilidade resulta de um serviço não consubstanciado num bem físico. Esta indústria é ainda caracterizada por uma intensiva mão de obra, tendo em conta que é necessário muito capital humano para a funcionalidade dos serviços.

Por fim, como o desenvolvimento da sua atividade requer pelo menos um edifício que permita a disponibilização de quartos e outras divisões necessárias para um estabelecimento hoteleiro, é necessário um grande investimento em ativos fixos. Contudo, a indústria hoteleira tem utilizado o arrendamento operacional não só para o funcionamento do equipamento, mas também como instrumento de financiamento (Koh & Jang, 2009) para outro tipo de atividades necessárias para o funcionamento do estabelecimento hoteleiro.

1.4.2 Caracterização da Indústria Hoteleira em Portugal

O turismo em Portugal tem vindo a ser reconhecido mundialmente, o que se tem revelado através dos inúmeros prémios e distinções que recebe todos os anos da comunidade internacional como o *World Travel Award* (WTTTC), entre outros prémios diferenciadores (Turismo de Portugal, 2021).

Na última década, este setor, registou um crescimento de turistas considerável e foi um dos principais motores de recuperação económica nacional (Pacheco & Tavares, 2017). Contudo, com a crise COVID-19, este foi o primeiro setor a ser impactado e severamente afetado devido às proibições e restrições de viagens (Chinazzi et al. 2020) e interrupções de mobilidade (OMT, 2021). Além das restrições de deslocamento, uma das recomendações feitas aos turistas é o desencorajamento das viagens não necessárias (Raibhandari, et al. 2020). Adicionalmente, também foi notada uma relação crítica entre a atividade turística e a disseminação de doenças como a COVID-19 (Gan et al. 2020; Shi, et al. 2020), o que resultou em novos comportamentos em relação à prática de atividades para a preservação de vidas na atualidade e no futuro. A figura 1 mostra a evolução desde 1992 do nº de hotéis, pousadas e hotéis-apartamento em Portugal, até dados mais recentes de 2020.

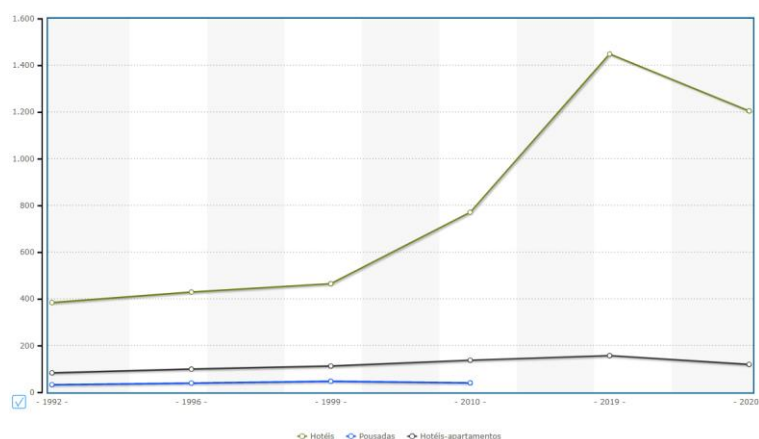


Figura 1 - Número de Hotéis, Pousadas e Hotéis-Apartamento em Portugal
Fonte: Pordata (2021).

Da análise à Figura 1 percebe-se que o total de hotéis em funcionamento em Portugal tem vindo a aumentar ao longo do tempo, tendo o seu pico em 2019. Em 1962 existiam 192 hotéis, aumentando para 711 hotéis em 2010, tendo o seu pico de número de hotéis no ano de 2019 com 1.449 estabelecimentos e estando atualmente, com os dados mais recentes atualizados em 2020, com 1.205 hotéis. Esta diminuição de hotéis em atividade pode ser explicada pela pandemia Covid-19 que se fez sentir severamente em todo o mundo, e consequentemente afetou Portugal, tendo como uma das consequências a falência de inúmeras organizações, tendo em conta o decréscimo abrupto de mais de 50% nas receitas neste setor (Turismo de Portugal, 2021).

Relativamente aos hotéis-apartamentos e às pousadas, os primeiros têm vindo a aumentar de uma forma não gradual ao longo do tempo enquanto as pousadas têm vindo a diminuir substancialmente ao longo dos anos. O número de hotéis-apartamento atingiu o seu pico em 2019 com 157 estabelecimentos e no ano de 2020 registou um decréscimo para 119 estabelecimentos, o que poderá estar relacionado com a situação pandémica atual. Nas pousadas o cenário já é diferente, este tipo de estabelecimento em Portugal tem vindo a decrescer nos últimos anos, tendo o seu pico em 1999 com 47 pousadas e em 2010 com 40 estabelecimentos, sendo estes os dados mais recentes disponíveis.

1.5 Estudos Empíricos sobre o Governo da Empresa

Chaudhary e Shrivastava (2021) estudaram a extensão da aplicação do GE no turismo e na indústria hoteleira indiana no período de 2009 a 2016. Devido à situação específica do turismo da Índia, onde as empresas dependem dos bancos, instituições financeiras e mercado de ações para fundos, os mercados de ações e de dívida não estão bem desenvolvidos e as principais porções de ações eram bloqueadas pelas grandes casas comerciais e pelos investidores institucionais. Neste sentido, a implementação incorreta dos princípios do GE é uma grande preocupação. O estudo conclui que existem práticas padrão de governação empresarial e que a natureza diferencial do turismo não é tida em conta.

O estudo de Butt e Hassan (2009) concluiu que a dimensão do conselho de administração e a propriedade das ações pela gestão tiveram um efeito significativo e negativo na estrutura de capital, o que significa que o aumento da dimensão do conselho de administração e a propriedade das ações pela gestão reduziram a estrutura de capital, mas a composição do conselho de administração e a dualidade de CEO não tiveram um efeito significativo e negativo na estrutura de capital.

Feng et al. (2020) utilizaram um painel de dados de 595 observações de um conjunto de dados único e abrangente de 119 empresas imobiliárias chinesas cotadas em bolsa de 2014 a 2018 para mostrarem que a dimensão do GE está positivamente relacionada com a estrutura de capitais e que, em contraste, tanto a propriedade do conselho como a rentabilidade têm relação negativa com a estrutura de capitais. Assim, empresas com melhor estrutura de governo apresentam melhor estrutura de capitais.

Khatib e Nour (2021) estudaram o impacto do GE na performance das empresas durante a pandemia Covid-19, um estudo aplicado à Malásia. Para tal, utilizaram uma amostra de 188 empresas não financeiras para os anos de 2019 e 2020. Por um lado, evidenciaram que o Covid-19 afetou todas as características das empresas estudadas, incluindo a estrutura do GE, dividendos, liquidez e nível de endividamento. Além disso, a investigação revelou que a dimensão do conselho de administração exerce um impacto positivo significativo no desempenho da empresa. Por outro lado, a diversidade do conselho parece estar a melhorar significativamente o desempenho da empresa no tempo da crise em comparação com o ano anterior, onde tem uma associação inversa com o desempenho da empresa em ambos os indicadores.

Kieschbick e Moussawi (2018) estudaram a relação entre a idade da empresa, o seu governo e a escolha da estrutura de capital e evidenciaram que embora a idade esteja positivamente correlacionada com o uso da dívida, está negativamente correlacionada com a quantidade de dívida que uma empresa usa. Verificaram também que o efeito da idade sobre o montante da dívida de uma empresa deve-se principalmente à interação entre a idade e as suas características de governação. Quanto mais poder a empresa dá às pessoas de dentro do governo, menor a quantidade de dívida que a empresa usa à medida que passa o tempo. Interpretam que, com o tempo, os gestores permitem que as suas preferências de risco dominem as suas decisões de estrutura de capital quando são protegidas de disciplina.

Vijayakumaran e Vijayakumaran (2019) mostram que a propriedade da gestão tem um impacto positivo e significativo no endividamento das empresas. O estudo conclui que as variáveis da estrutura do conselho (tamanho do conselho e a proporção de diretores independentes) não influenciam as decisões da estrutura de capital das empresas. Os resultados sugerem que as recentes reformas da propriedade têm sido bem-sucedidas em termos de incentivo aos gestores através das participações de gestão para tomarem decisões financeiras arriscadas.

Zhou et al. (2021) exploraram o modo como a qualidade do GE afeta o endividamento das empresas, utilizando uma amostra em painel de empresas não financeiras listadas na China durante 2000-2018. Os resultados empíricos indicam que a qualidade do GE melhorou e que tem um efeito robusto

e negativo no endividamento. Este efeito negativo é mediado pelo capital próprio e financiamento interno da empresa. As empresas têm de melhorar a sua gestão organizacional para aumentar a eficiência, inovar, e reduzir a dependência do financiamento da dívida. Tais medidas reduzem as potenciais ameaças de falência e crise financeira. Além disso, em termos do desempenho da empresa, mostram que o endividamento é significativo e reduz o desempenho financeiro, especialmente durante a recessão económica, e poderia ser compensado pela melhoria qualidade da governação empresarial.

Zaid et al. (2020) analisaram a relação entre os atributos da administração e as decisões de financiamento das empresas não financeiras da Palestina e evidenciaram que a diversidade de género tem influência nas decisões de financiamento da empresa, devido à sua menor aversão ao risco. Além disso, os resultados revelam que os impactos do tamanho do conselho de administração são mais positivos em condições de um elevado nível de diversidade de género, enquanto a influência da dualidade do CEO no nível de endividamento da empresa passou de negativo para positivo. Assim, o género e a diversidade moderam o efeito da estrutura do conselho nas decisões de financiamento de uma empresa.

Pinto et al. (2020) avaliaram se o governo influencia as decisões de financiamento das empresas, tendo presente a natureza da propriedade, sendo esta dividida entre familiar e não familiar. Como principais resultados, de uma forma geral para as PME portuguesas, as empresas familiares têm uma relação positiva com o endividamento, evidenciando o papel importante da propriedade interna. A rentabilidade e a dimensão da empresa estão negativamente relacionadas com o endividamento, enquanto a concentração da propriedade nas empresas familiares apresenta uma relação não linear (em forma de U) com o endividamento total.

1.6 Fatores Determinantes do Endividamento

Tendo em conta que existe um conjunto de fatores que podem contribuir para o endividamento, esta secção apresenta os fatores classificados em três categorias. Por um lado, são analisados diversos aspetos do GE. Por outro lado, são ainda estudados diversos aspetos relacionados não só com a atividade operacional das empresas, mas também com fatores de índole financeira. Tendo em conta o foco do estudo no GE, são construídas diversas hipóteses de investigação relacionadas para orientarem o estudo. Os restantes aspetos operacionais e financeiros são apenas utilizados para ajudar a controlar aqueles efeitos, pelo que não são construídas hipóteses de investigação. No entanto, uma vez que o período em análise contempla dois períodos de turbulência económica e financeira, foi decidido avaliar o impacto nesta análise, pelo que se formula também uma hipótese de investigação.

1.6.1 Fatores do Governo da Empresa

A forma como as empresas são governadas parecem relevantes para o nível de endividamento, pelo que de seguida são apresentadas algumas características da gestão e dos proprietários que poderão ser relevantes.

Dimensão do Conselho de Administração

Dalton et al. (1998) refere que o tamanho do conselho de administração da empresa permite que os diretores discutam mais os assuntos e que cada membro do conselho de administração traz uma rede de contactos externos que pode beneficiar a empresa. Um conselho de administração que funcione bem é um importante mecanismo de governação interna que pode afetar os custos de agência e as decisões das empresas, tais como decisões sobre a estrutura do capital (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019). Espera-se que a dimensão do conselho de administração desempenhe um papel fundamental em termos da qualidade da direção na supervisão e controlo da gestão da empresa (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993).

Os conselhos de administração maiores permitem melhorar os resultados das decisões devido à partilha de ideias e contribuições, o que conduz a novas ideias e opiniões que possam resultar na redução do problema de agência (Jensen, 1986), levando a um melhor desempenho (Lehn et al. 2009). Feng et al. (2020) defendem que quanto maior o conselho de administração das empresas maior tenderá a ser o seu endividamento devido a uma maior diversificação e, existência de problemas de agência maiores do que seriam detetados em conselhos de administração mais pequenos, além de serem mais prováveis de serem financiados através de dívida. Isto ocorre porque acreditam que os grandes conselhos de administração são mais estáveis devido a uma maior supervisão por parte dos reguladores e deste modo tentam procurar um maior nível de endividamento para aumentar o valor empresarial, o que está em consonância com a teoria da agência. Quanto maior a dimensão do conselho de administração, mais propensos estão a um maior endividamento (Feng et al, 2020; Kieschbick & Moussawi, 2018) tendo em conta que têm melhor monitorização e mais experiência que os mais pequenos e um maior acompanhamento do processo de contabilidade financeira (Anderson et al. 2004) e, por conseguinte, desfrutam de um custo mais baixo de endividamento. Além disso, Cheng e Courtenay (2006) e Alves et al. (2015), argumentam que um conselho de administração maior, alivia a assimetria de informação e facilita, portanto, às empresas a utilização de mais dívidas a longo prazo e a escolha da melhor forma de financiamento. Na mesma linha, Abor (2007) refere que conselhos de administração maiores estão bem ancorados e, por conseguinte, através de uma vigilância rigorosa e tendem a abraçar uma política de elevado endividamento para maximizar o valor da empresa.

Estes resultados apoiam a preposição da teoria da agência de que o tamanho ótimo do governo aumenta o seu nível de endividamento. Quando a dimensão do conselho de administração é maior, a eficiência da tomada de decisões do conselho pode diminuir, o que torna difícil aos membros do conselho chegarem a um consenso no processo de tomada de decisões, levando a um elevado endividamento (Feng et al. 2020). Esta relação consegue ser explicada por dois motivos, em primeiro lugar, a dimensão do conselho de administração significa problemas de agência mais graves causados pelo controlo e propriedade da empresa, e com base na teoria da agência, isto significa que é necessário mais endividamento para aliviar problemas. Em segundo lugar, os credores tendem a acreditar que as empresas com conselhos de administração maiores apresentam

uma supervisão mais eficaz e, como resultado, o custo da dívida desce (Berger et al. 1997; Vakilifard & Bavandpour, 2011), justificado com o facto de que nas empresas com um maior conselho de administração os gestores irão enfrentar mais pressão de supervisão e, força-os assim a reduzir a taxa de endividamento e a melhorar o desempenho empresarial (Feng et al. 2020).

À medida que aumenta a dimensão do conselho de administração, o problema da agência entre gestores e acionistas, relacionado com a parte da administração aumenta, e o conselho torna-se mais simbólico e menos uma parte da gestão (Hermalin & Weisbach, 1998). Isto dará aos gestores os espaços para perseguirem os seus próprios interesses em vez de alinharem os interesses dos acionistas e gestores, levando a um aumento dos problemas da agência (Anderson et al. 2004). Fama e French (2002), argumentam que as grandes empresas têm um nível mais elevado de diversificação e um nível de rendimentos mais estável, pelo que têm custos de falência mais baixos, o que permite-lhes contrair um nível mais elevado de endividamento. Além disso, as grandes empresas prestam mais atenção a assimetria de informação, pelo que o público tem mais confiança na qualidade da informação das grandes empresas, o que facilita às grandes empresas a contração de empréstimos (Palacín-Sánchez et al. 2013).

Todavia, outros estudos referem que quanto maior for a dimensão do conselho de administração da empresa, menor o rácio de endividamento (Vakilifard & Bavandpour, 2011). Vakilifard e Bavandpour (2011), consideram que a dimensão do conselho de administração está negativamente associada ao nível de endividamento, pelo que os grandes conselhos de administração estão mais centrados na coordenação, comunicação e questões de tomada de decisão e não tão vocacionados com o aumento do nível de endividamento. Consequentemente irá aumentar a atenção para os lados da administração e o nível de endividamento irá diminuir devido à falta de comunicação entre eles. Outra explicação é para as empresas com um grande conselho de administração, a direção irá enfrentar mais pressão de supervisão, forçando-os assim a reduzir a taxa de endividamento.

Deste modo, espera-se que a dimensão do conselho de administração da empresa tenha uma relação positiva com o endividamento, pelo que se desenvolve a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 1: As empresas com maior dimensão do conselho de administração apresentam maior endividamento.

Dualidade de CEO

A dualidade do CEO refere-se à estrutura de liderança do conselho de administração, em que o CEO e o presidente poderão ser a mesma pessoa, ou seja, o presidente do conselho de administração e o diretor executivo são a mesma pessoa. A separação entre o CEO e o presidente pode aumentar a independência do conselho de administração o que, teoricamente, resulta num melhor desempenho devido a um melhor controlo e supervisão (Jensen, 1993). Assim, o presidente tem um papel e funções importantes na administração tanto no acompanhamento e na condução das reuniões da direção, como na certificação de que todas as decisões importantes relacionadas com a empresa são discutidas na reunião do conselho de administração, devendo agir ao serviço

dos interesses dos acionistas. O CEO gere diariamente a empresa e é responsável pela implementação das estratégias e políticas empresariais (Fama & Jensen, 1983).

Por um lado, a dualidade CEO permite aos executivos exercer um controlo completo sobre as suas empresas, resultando numa tomada de decisão estratégica mais eficiente (Donaldson, 1990; Donaldson & Davis, 1991). Isto pode sugerir que as empresas de hotelaria podem beneficiar da liderança unida da dualidade de CEO. Por outro lado, a atribuição de ambas as tarefas à mesma pessoa pode debilitar o processo de controlo e ter impacto no desempenho da empresa negativamente (Duru et al. 2016). Como resultado, a dualidade do CEO afeta a reputação da empresa na sua capacidade de pagamento de dívidas aos olhos dos credores.

De acordo com a Teoria da Agência, quando não há dualidade de CEO, isso significa que o problema da agência ocorre, e o endividamento é necessário para aliviar o problema da agência (Feng, 2020). Desta forma, o endividamento será utilizado como um método de mitigar os conflitos entre os acionistas e os gestores, pois a dívida pode resolver potenciais problemas de agência reduzindo o fluxo de caixa e aumentando a probabilidade do risco de falência (Muttakin et al. 2020).

Quando existe dualidade de CEO pode ocorrer um aumento do custo de agência porque as funções de monitorização e execução estão apenas de um lado (Zaid et al. 2020). Ahmed et al. (2012) argumentam que a Teoria da Agência sugere que os conflitos entre o conselho de administração e os acionistas podem ser debilitados pela separação dos papéis de gestão (CEO) e de controlo (presidente). A combinação da gestão de decisão e funções de controlo de decisão num único indivíduo que envolve a eficácia do processo de monitorização e, por conseguinte, aumenta o problema da agência (Fama & Jensen, 1983). Consequentemente, os investidores não irão investir nestas entidades porque têm um elevado nível de perceção dos riscos relacionados com a dualidade do CEO. Uwuigbe (2014) e Kang e Ausloos, (2017) evidenciam uma correlação positiva entre a dualidade do CEO e a estrutura de capital, e acreditam que a dualidade do CEO numa empresa geralmente reduz o custo da agência de separação da propriedade e do controlo, aliviando assim a problema de assimetria de informação.

Quanto menor a dualidade de CEO num conselho indica um melhor controlo e, consequentemente, uma redução dos problemas da agência (Fama & Jensen, 1983; Shleifer & Vishny, 1997). Usman et al. (2019) fornecem provas empíricas de que as empresas cujos CEO são também presidentes do conselho têm de um menor custo do endividamento. Abor (2007) acreditam que a dualidade do CEO está negativamente relacionada com o endividamento, pois quando o CEO e o presidente não são a mesma pessoa, o nível de endividamento dessa empresa é provável que seja um rácio mais elevado. Assim, administradores não executivos, como é o caso muitas vezes do presidente do conselho de administração, são essenciais para a função de monitorização como salvaguarda para os interesses dos acionistas para controlar os comportamentos do gestor para reduzir os problemas de agência e para melhorar o desempenho empresarial (Marashdeh, 2014). Neste sentido, é formulada a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 2: As empresas com dualidade do CEO apresentam menor nível de endividamento.

Concentração da propriedade

A concentração da propriedade pode ajudar a aliviar o problema da agência porque os grandes acionistas têm a capacidade de influenciar as decisões e as ações da gestão mais do que os acionistas comuns (Feng et al. 2020). À medida que a propriedade se torna mais fragmentada, as assimetrias de informação são maiores e os problemas de agência aumentam entre a propriedade e o conselho de administração (Burkart & Panunzi, 2006). Os grandes acionistas têm incentivos, como a manutenção da sua autoridade e vantagem de informação (Haque et al. 2011), para controlar e influenciar as decisões dos gestores para proteger o seu investimento (Liu et al. 2011). Muitas vezes, associada à fragmentação da propriedade, é associada a presença de um acionista majoritário, que utiliza a influência em proveito próprio, menosprezando os acionistas minoritários (Burkart & Panunzi, 2006). Fosberg (2004) afirma que principais acionistas preferem forçar a administração a utilizar mais dívida para melhorar o desempenho da empresa, e que o efeito de expropriação dos principais acionistas sobre os acionistas minoritários tornou-se um dos grandes problemas, e que a solução está no aumento da dívida, para assim expropriar os acionistas minoritários.

Por um lado, Feng et al. (2020) encontraram uma relação positiva entre a concentração da propriedade e o endividamento, sendo o resultado consistente com a Teoria da Agência, pois quanto maior for o nível de concentração da propriedade, mais informação será transmitida aos investidores, indicando que os grandes acionistas da empresa podem cumprir o seu papel de supervisão, permitindo assim que a empresa obtenha mais financiamento da dívida, pode ainda aliviar o problema da agência, aumentando a dívida e, reduzindo assim, o custo da agência.

Por outro lado, existem alguns estudos que sugerem que uma maior concentração da propriedade conduzirá a uma redução no nível de endividamento. De acordo com Lin et al. (2011), os controles excessivos do financiamento da dívida dos acionistas contribuem para potenciais ameaças e outras atividades de risco moral, que aumentar os custos de controlo e os riscos de crédito enfrentados pelos bancos, e, por sua vez, aumentar os custos de dívidas para os mutuários. Deste modo, apresenta-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 3: As empresas com maior concentração da propriedade apresentam maior nível de endividamento.

Propriedade da Gestão

Também a natureza da propriedade pode desempenhar um papel importante na determinação do endividamento uma vez que podem reduzir os custos da agência e aumentar o valor do negócio (Hayat et al. 2016). Por um lado, a propriedade de empresas encoraja os gestores a aumentar o nível de endividamento das empresas, porque os gestores cujas relações financeiras estão mais alinhadas com o exterior, a sua riqueza trata mais dívidas para expandir o valor da empresa ou/e aumentar o seu próprio poder de voto e diminuir a probabilidade de aquisição (Feng et al. 2020).

Por outro lado, Pindado e De La Torre (2011) evidenciam uma relação não-linear entre a propriedade da gestão e o endividamento das empresas. Consideraram também a interação entre a propriedade

dos gestores e o endividamento, um fator importante com o seu impacto no seu nível de endividamento (Li & Singal, 2021). Hayat et al. (2016) evidenciaram uma relação também negativa entre a propriedade da gestão e o endividamento, onde justificam que da posse de informação privilegiada está negativamente relacionada ao rácio de endividamento total, o que explica que os proprietários com um controlo substancial das empresas podem diminuir a dívida para manter as suas participações de propriedade e reduzir o risco de insolvência. A propriedade institucional está negativamente relacionada com o rácio da dívida total e de curto prazo, que confirma o efeito de controlo externo. Hayat et al. (2016) referem que a relação entre a propriedade da gestão e o endividamento tem outras complicações, tais como a propriedade dos gestores aumentar o poder discricionário dos mesmos. Neste sentido, os gestores têm mais controlo sobre as decisões financeiras, como a redução da dívida. Acabam por conseguir um maior controlo sobre a empresa e tomam decisões de financiamento a seu favor.

De acordo com a Teoria da Agência (Jensen, 1993), os gestores estão mais inclinados a adotar níveis de endividamento potencializado para evitar a efeito de constrangimento da dívida. Friend e Lang (1988), mostram que a participação dos gestores está negativamente relacionada com os rácios da dívida, o que implica que os gestores preferem menos nível de endividamento uma vez que a sua riqueza está largamente ligada a capital humano não-diversificável e pessoal investimento investido na empresa. Face ao exposto, apresenta-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 4: As empresas com propriedade da gestão apresentam menor nível de endividamento.

Diversidade de Género

A presença de mulheres no conselho de administração tem uma forte influência na eficácia do funcionamento daquele órgão das empresas, controlando a gestão de topo e decisões estratégicas do conselho. Portanto, as decisões de endividamento das empresas serão boas características que podem ajudar as empresas a lidar com as suas políticas de financiamento de uma forma mais eficaz, quando há uma uniformidade de distribuição dos membros do conselho em termos de género (Zaid et al. 2020). Ao longo dos anos, a questão da diversidade de género nas empresas tem recebido cada vez mais atenção (Francoeur et al. 2008). Uma vez que o conselho de administração com base em género está mais consciente do risco potencial de reputação (Bernardi & Threadgill, 2011). Portanto, a presença de mulheres no conselho fornece sinais positivos aos *debtholders* (Kaur & Singh, 2017).

Schubert (2006) e Maxfield et al. (2010) evidenciam que as mulheres são menos avessas ao risco do que os homens, pelo que as mulheres tomam decisões de mais baixo risco, enquanto os homens tomam decisões de risco mais elevadas. Schicks (2014) relata que os homens enfrentam um risco maior de sobre-endividamento do que as mulheres, o que estará relacionado com o princípio da aversão ao risco de financiamento, onde a mulher ao ter uma menor aversão ao risco, resulta em utilizar um menor nível de endividamento.

Adicionalmente, Virtanen (2012) indica que os membros femininos do conselho de administração são mais propensos a assumir papéis ativos na sala de reuniões do que os seus colegas masculinos.

De notar que um conselho de administração com mais diversidade de género tende a monitorizar melhor as ações dos gestores porque a diversidade aumenta a independência do conselho (Zaid et al. 2020).

De acordo com Ruigrok et al. (2007), as mulheres diretoras podem contribuir para o desempenho do conselho de administração através da sua influência sobre o processo de tomada de decisões. No contexto do custo da dívida, ficou provado que as empresas com conselhos de administração mais diversificados por género têm um custo de dívida mais baixo porque a presença de mulheres na sala de administração alivia o comportamento oportunista de gestão e assimetria de informação, o que, por sua vez, afeta as perceções dos credores sobre a capacidade do mutuário de pagar a dívida com juros (Usman et al. 2019).

Um conselho mais diversificado é considerado uma estratégia eficaz por parte do conselho para os credores, sendo que nas empresas com um conselho de administração mais diversificado é percebido como mais estáveis financeiramente e dignas de investimento, devido a um melhor monitoramento e a um baixo nível de controlo de agência (Zaid et al. 2020). Portanto, as características do GE são consideradas como um importante determinante do endividamento de uma empresa (Sheikh & Wang, 2012).

Boas características no conselho de administração podem ajudar as empresas a lidar com as suas políticas de financiamento de uma forma mais eficaz, quando há uniformidade da distribuição dos membros do conselho e termos de género (Zaid et al. 2020). Assim, a influência de características do conselho, tais como tamanho do conselho, independência do conselho e dualidade do CEO na estrutura de capital da empresa será maior quando o conselho de administração for composto por um número equilibrado de membros de ambos os géneros (Zaid et al. 2020), o que se traduz na hipótese de investigação seguinte:

Hipótese 5: As empresas com conselhos de administração com mais mulheres têm um menor nível de endividamento.

Auditoria

A auditoria atua de forma independente na preparação de relatórios financeiros e na divulgação rigorosa em conformidade com as normas de relato com o sistema de controlo interno e normas de auditoria suficientemente fortes (Detthamrong et al. 2017). Estudos anteriores, como o de Cheng e Courtenay (2006) mostram que nos relatórios financeiros auditados, as suas declarações fornecem informações incrementais importantes sobre o risco do endividamento da empresa aos fornecedores de crédito, esta informação pode levar a uma aprovação rigorosa do crédito, o que acaba por afetar assim a possibilidade de obter um empréstimo. A eficácia da auditoria permite às empresas ter melhor financiamento externo, quando necessário (Detthamrong et al. 2017). A presença do conselho de auditoria é retratada para melhorar a sua eficácia do controlo e divulgação significativa (Arcay & Vazquez, 2005).

Por um lado, a existência de auditoria pode permitir à empresa aumentar o seu endividamento devido à melhor e mais fiável informação percebida pelos mercados (por exemplo, os credores e

investidores). Por outro lado, a pode diminuir se o atual nível de endividamento for considerado demasiado elevado (Detthamrong et al. 2017). Assim, surge a hipótese seguinte:

Hipótese 6: As empresas com auditoria são suscetíveis de ter um maior endividamento.

Nacionalidade

Os detentores de capital dos hotéis podem ser nacionais ou internacionais. Por um lado, Borovčanin (2015) consideram que estabelecimentos com proprietários estrangeiros de hotéis dão visibilidade à propriedade do estabelecimento hoteleiro, e o posicionamento da marca na mente dos consumidores. Nunes e Machado (2014) no seu estudo sobre a avaliação dos métodos de gestão nas indústrias hoteleiras concluíram que os hotéis com participações de capital estrangeiro utilizam métodos de gestão mais sofisticados.

Por outro lado, os estabelecimentos hoteleiros nacionais podem necessitar de mais financiamento devido ao facto de todas as exigências ao nível da atividade e os empresários portugueses terem menos recurso a capital próprio.

Hipótese 7: As empresas com proprietários nacionais apresentem maior endividamento.

1.6.2 Fatores Financeiros

Também os fatores de índole económico-financeira poderão afetar o nível de endividamento. De salientar ainda que, estes fatores serão meramente utilizados como determinantes de controlo para aquele que será o objetivo do estudo.

Rentabilidade

A rentabilidade é um fator importante para perceber a capacidade de a empresa gerar resultados para fazer face às suas responsabilidades. Shaheen e Malik (2012) referem que a rentabilidade permite perceber em que medida os recursos que a empresa consegue gerar internamente, através da sua atividade, influenciam o seu nível de endividamento. Gaud et al. (2005) argumentam que as empresas mais rentáveis são mais capazes de cumprir as suas obrigações. Anderson et al. (2004) argumentam que esta variável, a rentabilidade, tem um forte impacto e uma maior estabilidade e fluxos de caixa e, conseqüentemente, podem ter um custo mais baixo de financiamento da dívida, o que por sua vez, estimula a ter mais dívidas. Ramli (2019) argumenta que uma empresa com um rácio mais elevado de rentabilidade indica que terá um rácio de endividamento mais baixo e, portanto, será capaz de enfrentar problemas financeiros de curto ou longo prazo.

Todavia, de acordo com a Teoria *Trade-Off*, as empresas mais rentáveis deveriam recorrer mais ao endividamento a fim de beneficiar da dedução do imposto sobre juros (Modigliani & Miller, 1963). Jang et al. (2008) sugerem uma relação positiva entre rentabilidade e endividamento pois as empresas com uma maior capacidade de criar e manter resultados têm um maior poder de negociação e, portanto, devem ser mais atraentes ao recorrer ao financiamento externo. Pelo contrário, a Teoria *Pecking Order* pressupõe que quando as empresas precisam de se financiar, os

seus investimentos têm uma preferência hierárquica na escolha das fontes de financiamento (Pacheco & Tavares, 2017; Serrasqueiro & Nunes, 2014; Vieira & Novo, 2010). Os resultados acumulados são utilizados primeiro, depois os recursos de terceiros, depois o endividamento e, por último, a emissão de novas ações (Pacheco & Tavares, 2017). As empresas mais lucrativas terão melhores condições para se autofinanciar e uma menor necessidade de aumentar o seu endividamento (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Neste sentido, é expectável encontrar uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade.

Myers e Majluf (1984) prognosticam uma relação negativa entre rentabilidade e o nível de endividamento de uma empresa, pois as empresas preferem financiar-se com recursos internos a fazê-lo mediante o seu nível de endividamento. Com base na Teoria *Pecking Order* (Myers, 1984), Kayo e Famá (2004), Pacheco e Tavares (2017), Serrasqueiro e Nunes (2014) e Vieira e Novo (2010) argumentam que as empresas mais rentáveis se endividam menos porque preferem financiar os seus investimentos recorrendo a financiamento interno. Caso esses recursos não sejam suficientes para financiar todos os projetos de investimento, as empresas irão contrair dívidas. Assim, de acordo com a Teoria do *Pecking Order*, as empresas mais lucrativas tendem a se endividar menos, por adotarem a ordem de fontes de financiamento defendidas (Kayo & Famá, 2004; Myers, 1984). No entanto, de acordo com a Teoria da Sinalização, Bartholdy e Mateus (2011), Modigliani e Miller (1963) e Ross (1977) defendem uma relação positiva entre a rentabilidade e o nível de endividamento, o que envia ao mercado sinais de que as empresas têm boas perspectivas de rentabilidade.

Risco

As empresas hoteleiras estão expostas a risco de negócio devido às suas atividades sazonais, ambiente económico e capacidades de gestão (Elgonemy, 2002). De acordo com a Teoria *Trade-Off*, a dívida está negativamente relacionada com o risco (Bastos & Nakamura, 2009). Para Harris e Raviv (1991) custos de agência e custos de falência sugerem que o risco também influencia a estrutura de capital das empresas. Também a Teoria *Pecking Order* preconiza uma relação negativa entre risco e endividamento, uma vez que quanto maior for o risco maior será a probabilidade de a empresa se tornar devedora. Por conseguinte, o risco reduz a capacidade das empresas de financiar e aumentam os seus custos (Myers, 1984). Ramli (2019) argumenta que o risco resulta de uma relação insignificante, entre o risco empresarial e o nível de endividamento. Se a empresa não for capaz de assumir as suas responsabilidades de dívida, terá um maior nível de risco. As empresas com elevada volatilidade de rendimentos apresentam maior risco, pois existe uma maior possibilidade de o nível de rendimentos diminuir para níveis abaixo do serviço da dívida assumida (Matemilola, et al. 2018). Isto pode induzir os credores a exigirem uma remuneração mais elevada (maior custo financeiro para a empresa) pelo facto de enfrentar um risco de falência mais elevado (Lemmon et al. 2008). Akhtar (2011) e Lemmon et al. (2008) confirmam estes resultados e argumentam que o risco está negativamente relacionado com a dívida. Com base na Teoria *Trade-Off* é expectáveis uma relação negativa entre risco e o endividamento porque o risco de falência reduz a apetência para utilizar dívida (Matemilola et al. 2018). Diversos estudos empíricos (Gaud et

al. 2005; Lemmon et al. 2008; Deesomsak et al. 2009; Akhtar 2011; Pacheco & Tavares, 2017; Ramli, 2019) concluem pela existência de uma relação negativa entre o risco e o endividamento, pelo que quanto maior o risco menor o nível de endividamento. As empresas com elevada volatilidade de rendimentos, correm o risco de que o nível de rendimentos desça abaixo do serviço da dívida (Matemilola et al. 2018).

Dimensão

A dimensão das empresas também pode ser importante para perceber o nível de dívida. Daskalakis e Psillaki (2005), argumentam que é expectável a dimensão estar positivamente relacionada com o endividamento pelo facto de que, por um lado, as empresas de maior dimensão tendem a ser mais diversificadas, pelo que são menos arriscadas e, como consequência, têm uma menor probabilidade de incumprimento. Depois, por outro lado, as empresas de maior dimensão podem ser capazes de reduzir os custos de transação associados à dívida. Por sua vez, os custos de informação são mais baixos para as empresas de maior dimensão, pois a qualidade da informação financeira melhora à medida que a empresa se torna maior. Deste modo, parece existir uma associação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento. De acordo com a Teoria *Trade-Off*, as empresas maiores tendem a ser mais diversificadas e têm menor probabilidade de falência. Além disso, devido à menor assimetria de informação, as empresas maiores têm um acesso mais fácil ao mercado de capitais e tendem a pagar taxas de juro mais baixas, tendo assim um maior incentivo para aumentar o seu endividamento (Pacheco & Tavares, 2017). Daskalakis e Psillaki (2005), Vieira e Novo (2010) e Serrasqueiro e Nunes (2014) evidenciam uma relação positiva entre o endividamento e a dimensão da empresa. Todavia, Pacheco e Tavares (2017) mostram que a dimensão e o endividamento não têm uma relação estatisticamente significativa.

Oportunidade de Crescimento

O crescimento pode estar relacionado com o aumento das atividades e/ou volume de negócios (Poornima & Manokaran, 2012; Vieira & Novo, 2010). Miller (1977) argumenta que as empresas com taxas de crescimento mais elevadas não poderiam otimizar os seus investimentos, possivelmente fazendo com que os credores não se disponham a financiá-los. A Teoria *Trade-Off* sugere uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o endividamento, pelo que o acesso ao financiamento seria mais limitado para estas empresas (Jensen, 1986; Elgonemy, 2002). Contudo, a Teoria *Pecking Order* prevê uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o endividamento, porque as empresas com taxas de crescimento maiores experimentam mais necessidades de financiamento (Mueller & Sensini, 2021). Assim, se a sua capacidade de gerar e manter fundos internos é insuficiente para satisfazer as suas necessidades, a empresa recorre a fontes externas para financiar o seu crescimento (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). Ramalho e Silva (2013) sugeriram que as empresas portuguesas com elevadas taxas de oportunidades de crescimento preferem contrair empréstimos justificado pelo facto de estas não terem fundos internos suficientes e querem evitar a entrada de outros investidores no capital social.

Considerando que empresas com maiores taxas de crescimento da empresa têm receita mais elevada, se a sua capacidade de produzir e manter resultados se tornar insuficiente para atender

às suas necessidades, as empresas recorrem a recursos externos para financiar as suas atividades, pelo menos antes do autofinanciamento suficiente para manter as oportunidades de investimento que enfrenta (Shaheen & Malik, 2012).

Idade

De acordo com a Teoria *Trade-Off*, as empresas mais antigas tenderão a desfrutar de uma maior reputação e menor custo do empréstimo, o que indicia a existência de uma relação positiva entre a idade e o endividamento (Mueller & Sensini, 2021). Contrariamente, pela teoria *Pecking Order*, as empresas aumentam a sua capacidade de reter recursos ao longo do seu ciclo de vida, reduzindo a necessidade de recorrer à contração de empréstimos para financiar os seus investimentos (Pacheco & Tavares, 2017). Consequentemente, as empresas mais jovens estão mais dependentes do endividamento porque não são suficientes para satisfazer as suas necessidades de investimento (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Mac an Bhaird & Lucey, 2010). Abor e Biekpe (2009) concluíram que a idade é um fator chave no acesso ao financiamento, uma vez que as empresas mais antigas oferecem mais garantias aos bancos se não conseguirem honrar as suas obrigações. Ramalho e Silva (2013) e Vieira e Novo (2010) encontraram uma relação negativa entre as variáveis, sendo que as empresas portuguesas mais antigas geram recursos internos suficientes e não são tão dependentes do endividamento como empresas mais jovens. No entanto, Vieira et al. (2013) não encontram evidencia de que a idade seja estatisticamente significativa, concluindo que o endividamento não está relacionado com a maturidade empresarial.

Em suma, as empresas mais novas são mais dependentes da dívida, enquanto as empresas mais antigas dependem da sua capacidade de gerar lucros e, consequentemente, são menos dependentes do endividamento, seguindo a Teoria *Pecking Order* (Mac an Bhaird & Lucey, 2010). Contudo, a Teoria *Trade-off* prevê que quanto maior a idade, maior a reputação da empresa e menor o custo do empréstimo, o que indica que há uma correlação positiva entre idade e o endividamento (Mueller & Sensini, 2021).

Tangibilidade do Ativo

A tangibilidade é a variável financeira que tem maior poder explicativo no endividamento (Pacheco & Tavares, 2017). De acordo com a Teoria *Trade-Off*, existe uma relação positiva entre a tangibilidade do ativo e o endividamento, sendo que as empresas com maior valor do ativo tangível podem apresentar maiores garantias reduzindo os custos de agência e a assimetria de informação (Jensen & Meckling, 1976; Ross et al. 2011). Pela Teoria *Pecking Order* também se prevê uma associação positiva, pois as empresas com maiores garantias induzem um menor risco para os credores que tenderão a financiar mais estas empresas a custos mais baixos (Myers & Majluf, 1984). Vieira et al. (2013) evidenciam que o valor do ativo influencia positivamente o nível de endividamento, concluindo que quanto maior for o valor do ativo, maior será o nível de crédito concedido. Assim, uma vez que os ativos são aceites como garantia, espera-se uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento (Pacheco & Tavares, 2017). Todavia, Mueller e Sensini (2021) não encontraram uma relação significativa entre a tangibilidade do ativo e o

endividamento, enquanto Poornima e Manokaran (2012), Serrasqueiro e Nunes (2014) e Vieira e Novo (2010) concluíram que existe uma relação negativa entre a tangibilidade e o endividamento.

1.6.3 Fatores Operacionais

As empresas do setor hoteleiro apresentam algumas características importantes que são intrínsecas à sua atividade e que poderão ter impacto no seu endividamento. De salientar ainda que, estes fatores serão meramente utilizados como determinantes de controlo para aquele que será o objetivo do estudo.

Hotel Brand

A marca do hotel é um fator distintivo entre os hotéis, que podem ser classificados como hotel de marca (pertencentes a uma cadeia de hotéis) ou hotel independente. A marca é um fator diferenciador na escolha de um hotel dentro desta indústria onde existe muita concorrência.

A marca e a reputação de um hotel estão relacionadas com a aparência física do hotel, como logótipo e nome, atitude e o reconhecimento da marca (Foroudi, 2019). Para construir um logótipo as empresas gastam muito dinheiro, tempo e pesquisa, o que influencia as perceções dos clientes de uma empresa de forma positiva (Foroudi et al. 2014). Assim, torna-se necessário fazer investimentos significativos no desenvolvimento da marca e do logótipo que sejam valor acrescentado na sua reputação (Van Riel et al. 2001). Dada a necessidade de fazer maiores investimentos num ativo intangível como a marca será expectável encontrar maiores necessidades de financiamento nestes hotéis. Numa outra perspetiva, Hammond et al. (2015) explicam que os credores percebem os operadores de marca como menos arriscados do que os operadores independentes. Os hotéis que têm uma marca amplamente reconhecida apresentam menor risco operacional pelo facto de terem um maior potencial de continuarem a ser escolhidos pelos clientes mesmo em fases de taxas de ocupação mais baixas. Além disso, os credores consideram que os hotéis independentes apresentam uma maior incerteza, enquanto os hotéis com marca associada já têm um histórico de sucesso comprovado, reputação, tem padrões bem definidos e uma imagem a defender (Yang et al. 2016). Adicionalmente, como os hotéis com marca parecem ter melhor performance (O'Neill & Carlback, 2011; O'Neill & Mattila, 2006), os mutuários terão maior capacidade para o reembolso do empréstimo aos credores. Como o nível de risco é mais baixo os credores estarão mais disponíveis para financiar os hotéis com marca do que os hotéis independentes.

Classificação por estrelas

A classificação dos hotéis com base no número de estrelas permite perceber a qualidade do hotel. Quanto maior for o número de estrelas maior é a perceção dos clientes quanto à qualidade do hotel, ao qual estará associado mais instalações, maior variedade de serviços e maiores salas e quartos. Neste sentido, é expectável que um hotel de 5 estrelas tenha de fazer maiores investimentos que terão de ser financiados, quer por capital próprio como através de financiamento externo.

No financiamento dos hotéis pode então ser importante perceber se os hotéis de melhor qualidade (classificados com um maior número de estrelas) pode facilitar o acesso a crédito. A percepção de melhor qualidade tenderá a baixar o nível de risco percebido pelos credores. De forma semelhante ao definido por Silva et al. (2017, p. 24), a “marca do hotel é menos valorizada como garantia da qualidade dos clientes do segmento de maior qualidade”. Bresciani, et al. (2015) encontraram uma relação positiva entre a classificação e a performance do estabelecimento.

Variedade de Serviços

São vários os serviços que um estabelecimento hoteleiro pode oferecer aos seus clientes, como por exemplo piscina, spa, ténis, sala de reuniões, restaurante, entre outros serviços variados. Bresciani et al. (2015) não encontraram nenhuma evidencia estatística no sentido de afirmar uma relação significativa entre a variedade de serviços e a performance da empresa. Eckardt e Skaggs (2018) associam ligação positiva entre a diversificação de serviços e a taxa de crescimento das receitas. Hitt et al. (2001) sugerem que uma maior variedade de serviços terá um maior número de potenciais clientes em que poderão estabelecer novas relações comerciais. Franco et al. (2015) evidenciaram que as obrigações emitidas por empresas industrialmente diversificadas de alta qualidade têm rendimentos significativamente mais baixos do que as obrigações emitidas por empresas diversificadas de baixa qualidade, tendo ainda concluído pela existência uma relação negativa entre a diversificação corporativa e os rendimentos das obrigações se torna mais forte quando as empresas melhoram a sua diversificação corporativa. A qualidade do hotel está também relacionada com os serviços prestados, como sejam piscina, restaurante, spa, entre outros, os quais exigem elevados investimentos, manutenções e criação de postos de trabalho que têm de ser financiados. Tendo em conta a necessidade financeira dos hotéis com mais serviços à disposição dos clientes será de esperar que tenham de obter mais financiamento externo.

Propriedade do Estabelecimento Hoteleiro

No setor hoteleiro é comum a propriedade do edifício do hotel poder estar separada da gestão do hotel (Hillier et al. 2010). No primeiro caso a empresa controla todos os fatores relevantes do negócio, enquanto no segundo apenas se foca na gestão estratégica e operacional do negócio. Muitos operadores hoteleiros optam por arrendar os imóveis em vez de os adquirir obtendo financiamento (Lee et al. 2015). A indústria hoteleira tem utilizado o arrendamento operacional não só para equipamento, mas também como instrumento de financiamento para a aquisição no imóvel (Koh & Jang, 2009). O arrendamento operacional que as empresas utilizam são por exemplo, equipamento de telecomunicações, computadores, equipamento de cozinha e camas, entre outros. E para propriedades operacionais por exemplo, terrenos, escritórios e hotéis (Lee et al. 2015). Os arrendamentos operacionais podem ser um substituto da dívida, tendo em conta que podem ser utilizados para financiamento muito semelhante ao financiamento da dívida (Lee et al. 2015). Quando a entidade hoteleira é proprietária do imóvel é expectável que tenha um maior nível de endividamento, tendo em conta que o financiamento obtido será para investir não só para na estrutura operacional, mas também para os equipamentos e imóvel necessários ao funcionamento. Caso a entidade hoteleira não seja proprietária da estrutura hoteleira, tendo a exploração da

atividade assente num arrendamento operacional, é espectável que o nível de endividamento seja mais baixo, tendo em conta que a estrutura imobiliária e de equipamentos já faz parte do arrendamento.

Em suma, os estabelecimentos hoteleiros podem ser próprios das empresas ou então podem ser arrendados. Neste sentido, é esperado que no primeiro caso o nível de endividamento seja mais elevado do que quando se está perante uma situação de arrendamento. Nunes e Machado (2014) encontraram uma relação positiva entre o endividamento e a propriedade do estabelecimento hoteleiro. Lee et al. (2015), argumentam que o arrendamento e o endividamento não são complementares. E, por fim, contrariamente aos estudos anteriores Koh e Jang (2009) evidenciam que o endividamento e o arrendamento estão positivamente relacionados, ou seja, o endividamento e a propriedade do estabelecimento hoteleiro estão negativamente relacionados. Justificam este resultado com o facto das empresas que esgotaram a sua capacidade de endividamento pareceram escolher arrendamento operacional como alternativa à dívida. Assim, o arrendamento operacional funciona como um suplemento para o financiamento da dívida.

1.6.4 Períodos de Recessão

Em Portugal já se fizeram sentir alguns períodos de crise económica e financeira, as quais têm afetado de forma significativa as empresas. Uma das mais recentes foi a crise financeira de 2008, que só se fez sentir com mais intensidade em Portugal em 2011-2014. Contudo, a recente crise económica da COVID-19 aparenta ser mais severa que a crise anterior, que havia sido a maior desde 1980 (OMT, 2021). Em comparação com outras crises na história portuguesa, a COVID-19 ressalta o carácter inesperado do choque. Como neste estudo são recolhidos dados das empresas portuguesas do setor hoteleiro entre o período de 2005 a 2021, é possível analisar os dois períodos de crise em Portugal e o seu impacto no comportamento do endividamento destas empresas.

A maior diferença entre a COVID-19 e a crise financeira de 2011-2014 ressalta com o facto de que a primeira afetou toda a economia em geral, levou ao fecho de muitos estabelecimentos, o que acabou por baixar drasticamente a procura de muitos serviços e produtos, nomeadamente no setor do turismo em geral, e da indústria hoteleira em particular. Adicionalmente, a crise financeira teve um enfoque maior nos credores de cariz financeiro, o que teve impacto na liquidez do sistema financeiro, e também nas empresas. Com a escassez de crédito e a crise da dívida soberana, Portugal solicitou um resgate financeiro junto da União Europeia, Fundo Monetário Internacional e Banco Central Europeu – denominados de Troika – que consistiu em empréstimos globais de cerca de 78 milhões de euros (Fundação Francisco Manuel dos Santos, 2021). Ao nível do setor hoteleiro, Ribeiro (2016) estudou 393 empresas do setor hoteleiro português e concluiu que o endividamento aumentou no período entre 2010 e 2014.

A recente pandemia COVID-19 induziu os governos do mundo todo a fecharem grande parte das suas economias com o objetivo de conter a propagação do vírus, mas que poderia originar uma crise de liquidez para a maioria das empresas (Acharya & Steffen, 2020). Desta forma, as empresas procuraram liquidez através de linhas de crédito, tal como se constatou com o aumento substancial

de crédito nas últimas três semanas de março 2020 quando a OMS anunciou a COVID-19 como um risco de emergência de pandemia mundial (Ellul et al. 2020). Muitas empresas, nomeadamente as do setor da hotelaria, foram obrigadas a deixar de funcionar durante algum tempo, ou funcionando com diversas regras de segurança apertadas impostas pelo governo, o que também originou *layoffs* dos seus trabalhadores. O setor hoteleiro foi um dos setores mais afetados por esta pandemia (Pacheco & Tavares, 2017). Como as fronteiras entre países foram fechadas e não pode existir circulação entre concelhos com risco de transmissão do vírus muito elevado, as viagens foram restringidas pois também deixaram de circular com tanta frequência aviões, carros, comboios, barcos e outros tipos de transportes. Daqui resultou que as agências de viagens, restauração, hotéis e outras atividades ligados ao setor tiveram de fechar temporariamente. Como estas empresas não puderam abrir as portas aos clientes, foram obrigadas a não trabalhar, o que se refletiu na inexistência de receitas e na colocação dos trabalhadores em *layoff*, pelo que é expectável que o seu endividamento tenha aumentado, quer pela contratação de novos financiamentos para fazer face às responsabilidades que haviam assumido, quer por terem aderido aos programas de moratórias dos financiamentos anteriores.

As empresas do setor hoteleiro são caracterizadas por um elevado nível de ativos fixos, que servem de garantias aos credores. Contudo, as empresas hoteleiras estão muito dependentes da evolução da procura, a qual, por sua vez, é influenciada pela evolução da procura nacional e ambiente económico internacional. Esta incerteza pode gerar volatilidade nos resultados operacionais das empresas e, que por sua vez, pode aumentar o risco de falência das mesmas. Em suma, se, por um lado, o elevado nível de ativos fixos contribui para o aumento do endividamento das empresas de hotelaria, por outro lado, a volatilidade da procura e um elevado nível de intensidade de capital induz o aumento do risco da empresa devido à elevada volatilidade e incerteza da rentabilidade, o que pode originar um menor endividamento de forma a controlar a probabilidade de falência.

De acordo com os últimos dados da Organização Mundial do Turismo (OMT), este setor sofreu o pior ano da história em 2020, com um decréscimo do número de turistas internacionais de 74%. Devido ao declínio na procura devido às restrições de viagens e à pandemia de COVID-19, o número de turistas internacionais para destinos globais em 2020 diminuiu mil milhões em comparação com o ano anterior (Turismo de Portugal, 2021). A OMT previu que os números de turistas internacionais em 2020 poderiam decrescer cerca de 60% a 80%, e a receita poderia descer em cerca de 910 bilhões a 1,2 mil bilhões de dólares, sendo quase equivalente a um terço do valor registado em 2019 (Daniel & Fernandes, 2020). Com os dados atualizados, o número de turistas internacionais decresceu cerca de 85% e houve uma perda de 1,3 mil bilhões de dólares, sendo que os resultados tiveram um cenário pior que o esperado (OMT, 2021). A nível nacional, as dormidas nos estabelecimentos de alojamento turístico entre março de 2019 e março de 2020 diminuíram cerca de 58,5% em termos globais (Daniel & Fernandes, 2020). O endividamento é significativo e reduz o desempenho financeiro, especialmente durante a recessão económica, e poderia ser compensado pela melhoria qualidade do GE (Zhou et al. 2021). Este resultado sublinha a importância de melhorar a qualidade da governação, especialmente quando a situação económica externa é desfavorável,

pois a gestão empresarial não deve confiar cegamente no endividamento e deve ajustar a estratégia da empresa de acordo com as alterações do mercado.

Hipótese 8: O endividamento das empresas do setor hoteleiro aumenta nos períodos de crise.

Na Secção seguinte apresenta-se a metodologia que permitirá testar as hipóteses formuladas.

2. Metodologia, Amostra e Variáveis

Nesta secção é abordada a metodologia a utilizar, a descrição das variáveis necessárias para o estudo das hipóteses de investigação. Por fim, será feita ainda uma apresentação e caracterização da amostra.

O objetivo principal do estudo é analisar os fatores determinantes no âmbito do GE que mais possam contribuir para o endividamento. Nesse sentido, o trabalho foca-se numa indústria em particular pois está vocacionado para os estabelecimentos hoteleiros e permite ainda evidenciar o comportamento dessas empresas nos períodos de recessão.

2.1 Metodologia e Variáveis

A metodologia utilizada é uma metodologia quantitativa e consiste numa análise multivariada de regressão múltipla linear (OLS), com a qual se pretende identificar, com recurso a um software estatístico e econométrico *Gretl*, as características das empresas que influenciam o seu nível de endividamento, sobretudo nos períodos em que se verificaram tendencialmente maiores dificuldades económico-financeiras.

Como principal objetivo espera-se identificar os fatores característicos das empresas determinantes do endividamento na indústria hoteleira, no que respeita a estabelecimentos hoteleiros (CAE-551), bem como o impacto dos períodos de maiores dificuldades económico-financeiras. As variáveis em estudo são as que se referem ao GE e às crises financeira e económica, enquanto as variáveis relativas às características operacionais e financeiras apenas surgem como variáveis de controlo. De salientar ainda que a variável número de hotéis e propriedade do hotel seguem como variáveis de controlo.

De forma a desenvolver o estudo é definida a seguinte especificação do modelo de regressão linear:

$$\begin{aligned} \mathbf{END}_{i,t} = & \beta_{0i,t} + \beta_{1i,t} \cdot \mathbf{BSIZE}_{i,t} + \beta_{2i,t} \cdot \mathbf{CEOD}_{i,t} + \beta_{3i,t} \cdot \mathbf{OWNCON}_{i,t} + \beta_{4i,t} \cdot \mathbf{PROPG}_{i,t} + \beta_{5i,t} \cdot \\ & \mathbf{GEN}_{i,t} + \beta_{6i,t} \cdot \mathbf{AUDIT}_{i,t} + \beta_{7i,t} \cdot \mathbf{NAC}_{i,t} + \beta_{8i,t} \cdot \mathbf{NHOTEL}_{i,t} + \beta_{9i,t} \cdot \mathbf{PROPH}_{i,t} + \beta_{10i,t} \cdot \mathbf{ROA}_{i,t} \\ & + \beta_{11i,t} \cdot \mathbf{RISCO}_{i,t} + \beta_{12i,t} \cdot \mathbf{DIM}_{i,t} + \beta_{13i,t} \cdot \mathbf{CRES}_{i,t} + \beta_{14i,t} \cdot \mathbf{IDADE}_{i,t} + \beta_{15i,t} \cdot \mathbf{TANG}_{i,t} + \\ & \beta_{16i,t} \cdot \mathbf{BRAND}_{i,t} + \beta_{17i,t} \cdot \mathbf{CAT}_{i,t} + \beta_{18i,t} \cdot \mathbf{VAR}_{i,t} + \beta_{19i,t} \cdot \mathbf{RECT}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad [1]$$

Onde,

END_{i,t} : Endividamento da empresa *i* no período *t*, calculado como a razão entre a dívida total e o ativo total, com *i*=1, 2, ..., *n* e *t*=1, 2, ..., 17;

BSIZE_{i,t} : Número total de membros do conselho de administração (Feng et al. 2020; Kang & Ausloos, 2017) da empresa *i* no período *t*, com *i*=1, 2, ..., *n*; *t*=1, 2, ..., 17. Representa o tamanho da administração;

CEOD_{i,t} : Variável *dummy* que assume o valor 1 caso o presidente do conselho de administração e o CEO sejam a mesma pessoa na empresa *i* no período *t*, com *i*=1, 2, ..., *n*; *t*=1, 2, ..., 17;, e assume o valor 0 caso contrário, ou seja, o CEO e o presidente serem pessoas diferentes (Feng et al. 2020; Boateng et al, 2017). Representa a dualidade de CEO do conselho de administração;

OWNCONC_{i,t} : Representa a participação do principal acionista maioritário da empresa *i* no período *t* (Feng et al. 2020; Boateng et al. 2017), com *i*=1, 2, ..., *n*; *t*=1, 2, ..., 17;

PROPG_{i,t} : Variável *dummy* que assume o valor 1 caso algum membro da gestão tenha simultaneamente participação acionista na empresa *i* no período *t*, com *i*=1, 2, ..., *n*; *t*=1, 2, ..., 17;, e assume o valor 0 caso contrário (Feng et al. 2020; Jiraporn et al. 2012);

GEN_{i,t} : Variável *dummy* que assume o valor 1 caso algum membro da gestão seja do sexo feminino na empresa *i* no período *t*, com *i*=1, 2, ..., *n*; *t*=1, 2, ..., 17, e assume o valor 0 caso contrário. Representa o género do membro do conselho de administração;

AUDIT_{i,t} : Variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa *i* no período *t*, com *i*=1, 2, ..., *n*; *t*=1, 2, ..., 17 esteja sujeita a um processo de auditoria por um ROC ou SROC, e assume o valor 0 caso contrário. Representa a presença de auditoria;

NHOTEL_{i,t} : Número de hotéis detidos pela empresa *i* no período *t*, com *i*=1, 2, ..., *n*; *t*=1, 2, ..., 17;

PROPH i,t : Variável *dummy* que assume o valor 1 caso o hotel seja propriedade da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$ (detidos sob a forma de aquisição ou construção) e, assume 0 caso contrário.

ROA i,t : Rácio entre o resultado operacional e o ativo líquido total e representa a rentabilidade operacional do ativo da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$;

DIM i,t : Representa a dimensão e é calculada como o Logaritmo dos rendimentos da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$;

IDADE i,t : Idade, representada pelo número de anos desde a constituição, da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$;

RISCO i,t : Representa o risco, calculado através do desvio padrão do rendimento operacional histórico que requer pelo menos três anos de dados, da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$;

CRES i,t : Representa as oportunidades de crescimento, calculada através do crescimento do volume de negócios de um ano para o ano seguinte (Mueller, et. al, 2021; Pacheco & Tavares, 2017), da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$;

TANG i,t : Representa a tangibilidade do ativo. Rácio entre o ativo fixo tangível e o ativo líquido total da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$;

BRAND i,t : Variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$ explore um hotel sob uma marca, e assume o valor 0 caso contrário;

CAT i,t : Representa a classificação de estrelas (varia de 1 a 5 estrelas) da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$ (Bresciani et al. 2015);

VARI i,t : Representa a variedade de serviços, que é calculada como o número de serviços prestados (soma 1 por cada um dos seguintes serviços disponibilizados: número de restaurantes, SPA, sala de reunião, piscina exterior, piscina interior, ténis, ginásio, golfe e outros) pela empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$;

NAC i,t : Representa a nacionalidade. Variável *dummy* que assume o valor 1 caso o proprietário da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$ seja nacional, e assume o valor 0 caso contrário;

RECT : Variável *dummy* que assume o valor 1 caso o período t em análise esteja sujeito a alguma crise económica ou financeira (anos de 2011, 2012, 2013, 2014, correspondentes ao período de intervenção da Troika, e anos de 2020 e 2021, correspondentes ao período do COVID19 e assume o valor 0 caso contrário;

$\beta_{0i,t}$: Representa o coeficiente de interceção (constante) da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$ e $t=1, 2, \dots, 17$;

$\beta_{ki,t}$: Representa o parâmetro associado à variável explicativa k , com $k=1, 2, \dots, 19$, também referido por declive parcial das variáveis independentes, da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$;

$\varepsilon_{i,t}$: Representa termo de erro aleatório da empresa i no período t , com $i=1, 2, \dots, n$; $t=1, 2, \dots, 17$;

i : Empresas do setor hoteleiro;

t : Anos em análise (2005 a 2021).

2.2 Amostra

A partir dos dados recolhidos foi possível obter uma amostra com 90 304 observações correspondentes a 5312 empresas portuguesas. A análise dos dados foi feita num horizonte temporal de 17 anos, de 2005 a 2021. A escolha do horizonte temporal permite uma análise mais alargada e permite comparar a evolução do endividamento ao longo dos últimos anos, incluindo o impacto de dois períodos de recessão. O primeiro está relacionado com a crise financeira de 2008, que teve reflexos em Portugal a partir de 2021. O segundo é a crise económica associada à pandemia Covid-19. Toda a informação foi obtida na SABI e no Registo Nacional de Turismo (RNT).

Como forma de ajustar a base de dados foram ainda aplicados alguns critérios para construir a base de dados final. Assim, escolhidas apenas as empresas com hotéis identificados no RNT, foram eliminadas empresas com dados incompletos no período temporal ou sem atividade operacional (que são aquelas que não apresentam quaisquer vendas ou prestação de serviços). Os dados das empresas que apresentam, para as diversas variáveis, 1% dos valores extremos foram insonorizados. Como resultado da aplicação destas medidas e filtros, a amostra final é constituída por 10 243 observações para 896 empresas do setor hoteleiro português.

3. Análise Empírica

Nesta secção são analisados os dados recolhidos de forma a obter evidência empírica sobre os fatores do GE, operacionais e financeiros, que afetam o endividamento das empresas do setor hoteleiro.

3.1 Estatística Descritiva

A análise inicia-se com a estatística descritiva. Na Tabela 1 mostra as estatísticas descritivas do GE, financeiras e operacionais de 896 estabelecimentos hoteleiros portugueses, de 2005 a 2021. Da propriedade do estabelecimento hoteleiro encontra-se que 81,60% dos estabelecimentos analisados, são da entidade exploradora, pelo que o edifício consta no balanço da empresa. Nota-se ainda que 39,90% das observações são referentes a períodos de crise económica e financeira.

Tabela 1 - Estatística Descritiva

Variável	Média	Mediana	D.P.	Min	Máx	Valor "1"	Valor "0"
END	61,00	63,70	48,80	2,00	278,00		
NHOTEL	1,27	1,00	1,19	1,00	26,00		
ROA	3,00	1,00	14,00	-49,00	39,00		
RISCO	4,01	1,34	9,05	0,03	49,73		
DIM	6,26	6,01	2,60	4,50	14,45		
IDADE	31,88	25,00	17,80	1	125		
CRES	2,03	0,14	12,20	-0,75	51,00		
TANG	61,00	65,00	34,00	-6,00	119,00		
BSIZE	1,89	1,00	1,74	1,00	45,00		
OWNCON	59,70	50,00	33,20	14,28	100,00		
CAT	3,30	3,00	1,00	1	5		
VAR	2,70	2,00	2,10	0	9		
CEOD						1,20%	98,80%
AUDIT						41,90%	58,10%
GEN						29,60%	70,40%
BRAND						33,10%	66,90%
PROPG						6,30%	93,70%
NAC						99,60%	0,40%
PROPH						81,60%	18,40%
REC						39,90%	60,10%

Nota: END: Endividamento; PROPH: Propriedade do setor hoteleiro; NHOTEL: Número de hotéis; ROA: Representa a rentabilidade; RISCO: Risco; DIM: Dimensão; IDADE: Idade; CRES: Oportunidades de crescimento; TANG: Tangibilidade do ativo; BSIZE: Tamanho do conselho de administração; CEOD: Dualidade do CEO; OWNCON: Concentração da propriedade; PROPG: Propriedade da Gestão; GEN: Género; AUDIT: Auditoria; REC: Períodos de Recessão; BRAND: Marca; CAT: Classificação do hotel; VAR: Variedade de serviços; NAC: Nacionalidade.

Fonte: Elaboração Própria.

Para verificar o endividamento, os resultados demonstram que o rácio médio da dívida é de 61%, com um desvio padrão de 48,8%, o que sugere um endividamento das empresas estudadas muito elevado. A rentabilidade operacional é, em média, de 3% do ativo líquido e apresenta um desvio padrão de 14%. O valor da rentabilidade mais baixo é de -49% e o mais alto de 39%. O nível de risco das empresas neste setor, que apresenta uma média de 4,01, é relativamente baixo. O desvio padrão do risco é elevado. Relativamente à dimensão média das empresas com hotéis é de 6,26 atingindo um máximo de 14,45 de dimensão. A idade média das empresas é de 31,88 anos, sendo a mais antiga com 125 anos e a mais nova com apenas 1 ano de atividade. O desvio padrão desta variável é elevado com 17,80 anos sublinhando a existência de discrepâncias em relação à idade. O crescimento das vendas apresenta uma média de 2,03 e um desvio padrão de 12,2. Como valores mínimos atinge uma escala negativa de -0,75 e uma positiva de 51 o que dá para salientar que apresentam valores muito diferentes, justificados possivelmente, com o primeiro ano de atividade onde o crescimento foi muito elevado comparado com o ano inicial de zero. O ativo fixo, considerando a tangibilidade do ativo, representa em média cerca de 61% do ativo líquido total, com um desvio padrão de 34%.

Para as variáveis do GE, observa-se que, em média, a dimensão do conselho de administração é de 1,89 membros, com um desvio padrão de 1,74 membros. No máximo, para os estabelecimentos

hoteleiros analisados, observa-se que existem 45 membros e, no mínimo, apenas 1 membro no conselho de administração, o que pode ser justificado pela característica dos estabelecimentos hoteleiros em Portugal, muitas vezes familiares que são de pequena dimensão. Cerca de 1,20% dos CEO são também presidentes, mostrando que a dualidade de CEO não é um fenómeno comum. A média de percentagem de maior acionista dos estabelecimentos hoteleiros é de cerca de 59,7%, sendo que a maior é de 100. Observa-se ainda que 6,30% dos gestores são também acionistas, e cerca de 29,6% dos membros do conselho de administração são mulheres, ou seja, observa-se uma predominância do género masculino no conselho de administração. Os estabelecimentos hoteleiros auditados são, em média, 41,90%. Observa-se ainda que 99,6% dos estabelecimentos hoteleiros em Portugal são nacionais, relevando a minoria dos estabelecimentos internacionais em território português. Podendo ser justificado pela existência de vários micro, pequenas e médias empresas de estabelecimentos hoteleiros em Portugal.

Nas variáveis operacionais observa-se que cerca de 33,10% dos estabelecimentos hoteleiros têm uma marca estabelecida, pelo que a maioria dos hotéis estudados são independentes. A classificação dos estabelecimentos hoteleiros apresenta uma média de 3,30 estrelas nos estabelecimentos observados. Por fim, a variedade de serviços apresenta uma média de 2,70 serviços disponibilizados.

3.2 Matriz de Correlação

A matriz correlação é apresentada no Tabela 2. Com base nesta tabela 2 é possível perceber que a correlação entre as variáveis do GE estudadas não são muito fortes, sendo que a correlação mais forte se verifica entre a existência de auditoria e o género com uma correlação de 0,696. Por seguinte, a correlação mais forte é entre a variável género e o tamanho do conselho de administração com um valor de 0,478. Por fim, a correlação entre a existência de auditoria e o tamanho do conselho de administração apresenta um valor de 0,458, evidenciando uma correlação positiva.

Quanto à relação da variável dependente com as variáveis independentes do GE, verifica-se que existe uma relação positiva entre o endividamento e a concentração da propriedade, como esperado pela literatura. O que significa que quanto maior for a concentração da propriedade, maior o seu nível de endividamento. Por outras palavras, quanto maior for a percentagem do acionista maioritário, maior o seu nível de endividamento. Observa-se uma relação contrária à esperada entre a dimensão do conselho de administração e o endividamento, observando-se um sinal negativo entre estas duas variáveis. Constata-se assim que, quanto maior o número de membros do conselho de administração, menor o seu nível de endividamento. A dualidade de CEO está negativamente relacionada com o endividamento, como esperado pela literatura, afirmando-se que quando o diretor e o presidente do estabelecimento hoteleiro são a mesma pessoa, menor é o seu nível de endividamento. A propriedade da gestão relaciona-se de forma negativa com o endividamento, o que sugere que quanto maior a percentagem de gestores que também são acionistas, menor o nível de endividamento do estabelecimento hoteleiro. O género, de igual forma reforça a teoria, evidenciando uma relação negativa entre as variáveis estudadas, sendo que os membros de

administração com mais mulheres têm um menor nível de endividamento. Por fim, e no que concerne à variável de auditoria, verifica-se que têm um resultado diferente do esperado pela literatura, mostrando que existe uma relação negativa entre esta e o endividamento, alegando que quando existe um conselho de auditoria, o nível de endividamento do estabelecimento hoteleiro é menor.

Tabela 2 - Matriz de Correlações

END	PROPH	NHOTEL	ROA	RISC	DIM	IDADE	CRES	TANG	BSIZE	CEOD	OWNCON	PROPG	GEN	AUDIT	BRAND	CAT	VAR	NAC	REC	VIF	
1,000	-0,116	-0,069	-0,386	0,052	0,029	-0,210	0,042	0,031	-0,064	-0,041	0,059	-0,059	-0,074	-0,081	-0,011	0,068	0,042	0,005	0,084	END	
	1,000	0,022	-0,029	-0,041	0,053	0,239	0,023	0,342	0,101	-0,031	-0,065	0,016	0,158	0,137	0,013	0,053	0,087	0,031	0,006	PROPH	1,164
		1,000	0,048	-0,008	-0,176	0,118	-0,239	-0,023	0,269	0,001	0,112	0,051	0,157	0,189	0,214	0,082	0,042	0,005	-0,220	NHOTEL	1,128
			1,000	-0,009	-0,009	0,040	-0,075	-0,072	-0,010	0,019	-0,030	0,010	-0,030	-0,009	0,039	-0,072	-0,057	-0,056	-0,190	ROA	1,109
				1,000	0,034	-0,063	0,035	0,001	-0,015	-0,013	0,019	-0,003	-0,011	-0,011	0,018	0,031	0,013	0,020	0,057	RISC	1,011
					1,000	-0,137	0,719	-0,081	0,034	0,006	0,018	0,001	0,028	0,070	0,140	0,223	0,214	-0,054	0,449	DIM	4,219
						1,000	0,068	-0,011	0,155	0,028	-0,068	0,011	0,166	0,149	-0,006	-0,070	-0,043	-0,040	-0,097	IDADE	1,118
							1,000	-0,123	-0,069	-0,010	-0,177	-0,026	-0,057	-0,072	-0,002	0,000	-0,003	-0,014	0,428	CRES	3,828
								1,000	0,047	-0,038	-0,032	-0,002	0,074	0,062	-0,029	0,100	0,093	0,027	-0,048	TANG	1,170
									1,000	0,103	0,074	0,110	0,478	0,458	0,194	0,266	0,246	0,029	-0,072	BSIZE	1,481
										1,000	-0,024	0,145	0,146	0,124	0,034	0,035	0,025	0,006	-0,007	CEOD	1,051
											1,000	0,057	0,051	0,089	0,076	0,163	0,134	0,143	-0,078	OWNCON	1,061
												1,000	0,268	0,228	0,067	0,082	0,071	0,018	-0,032	PROPG	1,092
													1,000	0,696	0,221	0,357	0,352	0,043	-0,082	GEN	2,359
														1,000	0,331	0,479	0,420	0,001	-0,087	AUDIT	2,755
															1,000	0,245	0,176	-0,044	-0,003	BRAND	1,226
																1,000	0,596	-0,048	-0,001	CAT	1,894
																	1,000	-0,078	0,001	VAR	1,751
																		1,000	-0,002	NAC	1,049
																			1,000	REC	1,126

Nota: END: Endividamento; PROPH: Propriedade do setor hoteleiro; NHOTEL: Número de hotéis; ROA: Representa a rentabilidade; RISCO: Risco; DIM: Dimensão; IDADE: Idade; CRES: Oportunidades de crescimento; TANG: Tangibilidade do ativo; BSIZE: Tamanho do conselho de administração; CEOD: Dualidade do CEO; OWNCON: Concentração da propriedade; PROPG: Propriedade da Gestão; GEN: Género; AUDIT: Auditoria; REC: Períodos de Recessão; BRAND: Marca; CAT: Classificação do hotel; VAR: Variedade de serviços; NAC: Nacionalidade

Fonte: Elaboração Própria.

De forma geral, observou-se uma relação positiva entre as variáveis dimensão, oportunidades de crescimento, tangibilidade do ativo, períodos de recessão, classificação por estrelas, variedade de serviços e nacionalidade, sendo que resultados corroboram a literatura. Com uma relação igualmente positiva, contudo, com sinais contrários àqueles que eram esperados observa-se a variável risco. Com sinais suportados anteriormente pela literatura com relação negativa com o endividamento tem-se variáveis como a rentabilidade, idade e o número de hotéis. Igualmente com relação negativa, contudo diferente do esperado, observam-se as relações negativas entre o endividamento e a propriedade do hotel e a *hotel brand*.

3.3 Análise Multivariada

Com uma amostra de 10 243 observações para 896 empresas portuguesas com estabelecimentos hoteleiros compreendidos entre os anos de 2005 a 2021, são estimados modelos de regressão OLS, cujos resultados corrigidos da heterocedasticidade são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 - Fatores determinantes do endividamento

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11	Modelo 12	VIF	Esperado
const	81,660 *** (2,248)	81,589 *** (2,274)	80,951 *** (2,212)	76,603 *** (2,354)	79,871 *** (2,294)	81,911 *** (2,246)	81,362 *** (2,277)	81,190 *** (2,338)	75,396 *** (1,965)	75,422 *** (1,875)	90,824 *** (7,075)	89,927 *** (7,053)		
PROPH	-6,433 *** (0,839)	-6,419 *** (0,836)	-6,072 *** (0,834)	-6,288 *** (0,880)	-6,311 *** (0,834)	-6,322 *** (0,837)	-6,002 *** (0,848)	-6,303 *** (0,841)	-6,149 *** (0,890)	-6,179 *** (0,886)	-5,795 *** (0,892)	-5,927 *** (0,895)	1,164	+
NHOTEL	-0,086 (0,156)	-0,047 (0,168)	0,031 (0,170)	-0,130 (0,166)	-0,136 (0,150)	-0,057 (0,169)	-0,050 (0,167)	-0,065 (0,158)	-0,200 (0,158)	-0,240 (0,167)	-0,145 (0,162)	-0,127 (0,164)	1,128	-
ROA	-73,327 *** (3,237)	-72,645 *** (3,296)	-72,956 *** (3,225)	-70,831 *** (3,463)	-73,572 *** (3,252)	-74,511 *** (3,241)	-73,624 *** (3,253)	-73,060 *** (3,245)	-71,376 *** (3,439)	-72,705 *** (3,531)	-69,500 *** (3,466)	-68,920 *** (3,548)	1,109	-
RISCO	0,206 *** (0,038)	0,208 *** (0,039)	0,211 *** (0,039)	0,239 *** (0,043)	0,207 *** (0,039)	0,203 *** (0,038)	0,206 *** (0,039)	0,208 *** (0,039)	0,243 *** (0,042)	0,233 *** (0,041)	0,226 *** (0,043)	0,229 *** (0,042)	1,011	-
DIM	-0,840 ** (0,331)	-0,829 ** (0,335)	-0,717 ** (0,324)	-0,330 (0,345)	-0,949 *** (0,330)	-0,805 ** (0,331)	-0,738 ** (0,339)	-0,755 ** (0,358)	-0,597 ** (0,249)	-0,589 ** (0,233)	-1,612 *** (0,352)	-1,630 *** (0,348)	4,219	+
IDADE	-0,382 *** (0,019)	-0,383 *** (0,019)	-0,370 *** (0,019)	-0,371 *** (0,020)	-0,369 *** (0,019)	-0,381 *** (0,019)	-0,381 *** (0,019)	-0,380 *** (0,019)	-0,352 *** (0,020)	-0,355 *** (0,020)	-0,323 *** (0,020)	-0,313 *** (0,019)	1,118	-
CRES	0,128 * (0,069)	0,126 * (0,071)	0,105 (0,067)	0,054 (0,073)	0,140 ** (0,069)	0,113 (0,070)	0,107 (0,071)	0,111 (0,074)	0,101 *** (0,039)	0,100 *** (0,030)	0,270 *** (0,070)	0,276 *** (0,069)	3,828	+
TANG	5,3745 *** (1,180)	5,397 *** (1,182)	5,803 *** (1,183)	6,348 *** (1,240)	5,687 *** (1,184)	5,437 *** (1,186)	5,203 *** (1,187)	5,537 *** (1,186)	5,918 *** (1,229)	5,827 *** (1,235)	5,256 *** (1,247)	5,376 *** (1,242)	1,170	+
BSIZE			-0,561 *** (0,092)						-0,448 *** (0,052)	-0,436 *** (0,052)	-0,557 *** (0,070)	-0,574 *** (0,071)	1,481	+
CEOD				-11,042 *** (2,572)					-7,758 *** (2,293)	-7,816 *** (2,327)	-7,044 *** (2,168)	-7,067 *** (2,100)	1,051	-
OWNCON					0,029 *** (0,011)				0,053 *** (0,011)	0,055 *** (0,011)	0,054 *** (0,011)	0,050 *** (0,011)	1,061	+
PROPG						-8,043 *** (1,316)			-6,953 *** (1,347)	-7,025 *** (1,364)	-5,735 *** (1,278)	-5,812 *** (1,297)	1,092	-
GEN							-1,690 ** (0,712)		-0,838 (1,045)	-0,735 (1,053)	-0,539 (1,044)	-0,731 (1,045)	2,359	-
AUDIT								-0,697 (0,701)	1,851 * (0,970)	1,796 * (0,972)	-2,921 *** (1,059)	-2,772 *** (1,061)	2,755	+
NAC											-23,538 *** (6,597)	-22,651 *** (6,583)	1,049	+
BRAND											2,696 *** (0,739)	2,740 *** (0,738)	1,226	+
CAT											4,225 *** (0,460)	4,238 *** (0,461)	1,894	+
VAR											0,039 (0,191)	0,090 (0,190)	1,751	+
REC		-0,329 (0,692)								0,115 (0,572)		-0,283 (0,702)	1,126	+
Nº empresas	896	896	896	896	896	896	896	896	896	896	896	896		
Nº Obs.	10243	10243	10243	10243	10243	10243	10243	10243	10243	10243	10243	10243		
R²	0,091	0,090	0,098	0,091	0,092	0,095	0,091	0,091	0,308	0,408	0,135	0,132		
R² Ajustado	0,090	0,089	0,097	0,090	0,091	0,094	0,090	0,090	0,307	0,407	0,133	0,131		
F(n,k)	144,089	126,654	138,432	113,283	128,900	133,227	127,702	127,384	325,541	469,631	88,462	82,048		
Valor P (P)	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050		

Nota: Tabela com os resultados da estimação OLS corrigida pela heterocedasticidade. Variáveis: END: Endividamento; PROPH: Propriedade do setor hoteleiro; NHOTEL: Número de hotéis; ROA: Representa a rentabilidade; RISCO: Risco; DIM: Dimensão; IDADE: Idade; CRES: Oportunidades de crescimento; TANG: Tangibilidade do ativo; BSIZE: Tamanho do conselho de administração; CEOD: Dualidade do CEO; OWNCON: Concentração da propriedade; PROPG: Propriedade da Gestão; GEN: Género; AUDIT: Auditoria; REC: Períodos de Recessão; BRAND: Marca; CAT: Classificação do hotel; VAR: Variedade de serviços; NAC: Nacionalidade. ***, ** e * refere-se ao facto de a variável ser estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Fonte: Elaboração Própria.

O coeficiente de determinação ajustado permite perceber que as variáveis utilizadas permitem explicar, no máximo, cerca de 40% da variação ocorrida no endividamento das empresas portuguesas do setor hoteleiro.

No que se refere às variáveis de controlo financeiras, os resultados obtidos nos diversos modelos apresentados permitem evidenciar que o ROA está relacionado negativamente com o endividamento, tal como os estudos de Mueller et al. (2021), Pacheco e Tavares (2017) e Matias

(2018). Este resultado segue a literatura da Teoria *Pecking Order*, pois quanto maior a rentabilidade da empresa, menor o seu nível de endividamento. A variável RISCO apresenta uma relação positiva com o endividamento, não corroborando a teoria nesta variável para os estabelecimentos hoteleiros em Portugal. Contrariamente do esperado, este resultado afirma que quanto maior o risco associado aos estabelecimentos hoteleiros, maior o seu nível de endividamento. Embora estes resultados sejam contraditórios, estão de acordo com os resultados de Vieira e Novo (2010) e Pacheco e Tavares (2017). Vieira e Novo (2010), justifica que pode ser explicado com o facto da relação entre os custos de insolvência e o nível de financiamento ser dinâmico, o que, de acordo com Bradley et al. (1984), pode indicar a presença de custos de insolvência baixos. Assim, as empresas com maior risco, que têm mais dívidas, podem ver os seus custos de agência reduzidos e provavelmente ultrapassar o aumento esperado dos custos de falência. Pacheco e Tavares (2017) encontraram um resultado semelhante que justificam com o facto de as empresas mais arriscadas continuarem a ser financiadas pelos mutuantes, para evitar a falência e as perdas implícitas nos custos da falência. A variável DIM está negativamente relacionada com o endividamento, que pode ser justificado pelo facto de que os estabelecimentos hoteleiros de maior dimensão serem mais capazes de ter resultados e não necessitarem de financiamento externo tanto quanto as mais pequenas, financiarem-se através do financiamento interno.

A variável IDADE relaciona-se de forma negativa com o endividamento, corroborando a literatura e os resultados de Mueller et al. (2021), Pacheco e Tavares (2017), Matias (2018), Vieira et al. (2010) e Ramalho e Silva (2013). Da mesma forma corrobora a Teoria *Pecking Order*. Existem evidências estatísticas no sentido de afirmar que quanto maior a idade da empresa, menor o seu nível de endividamento.

A variável oportunidades de crescimento (CRES) está, como esperado, relacionada estatisticamente de forma positiva com o endividamento, o que corrobora o estudo de Mueller et al. (2021), confirmando a Teoria *Pecking Order*. Existem evidências estatísticas no sentido de afirmar que quanto maior as oportunidades de crescimento dos estabelecimentos hoteleiros em Portugal, maior o seu nível de endividamento. Por fim, a variável TANG relaciona-se de forma positiva com o endividamento, o que vai ao encontro dos resultados obtidos por Matias (2018) e Matemilola et al. (2018), corroborando a Teoria *Pecking Order*. Desta forma, é evidenciado que quanto maior a tangibilidade das empresas hoteleiras em Portugal, maior o seu nível de endividamento. A variável NHOTEL é representativa do número de hotéis que cada empresa apresenta e serviu apenas como variável de controlo, embora não seja relevante para as conclusões formuladas. A PROPH é igualmente uma variável de controlo, que se mostra estatisticamente significativa para o estudo, mostrando uma relação negativa com o nível de endividamento. De salientar ainda que este modelo explica 9% do endividamento dos estabelecimentos hoteleiros portugueses. No Modelo 2 foi acrescentada a variável REC, onde é analisado o comportamento das empresas em períodos de crises financeira e económica, a qual não se revela estatisticamente significativa.

As variáveis relativas ao GE começaram a ser introduzidas no Modelo 3. Neste modelo é analisado foi o BSIZE, mostrando-se com uma relação negativa estatisticamente significativa, não indo ao

encontro da teoria apresentada. No entanto, Guo e KGA (2012) e Vakilifard e Bavandpour (2011) também concluem por uma relação igualmente negativa. Se os pequenos conselhos de administração forem de facto mais eficazes no seu controlo e direcionam os gestores para um elevado nível de endividamento, justifica-se assim uma relação negativa entre o endividamento e o tamanho do conselho de administração (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019). Vakilifard e Bavandpour (2011) justifica ainda que os grandes conselhos de administração estão mais preocupados com a coordenação, comunicação e questões de tomada de decisão e não tão centrados no aumento do nível de endividamento.

A variável CEOD foi introduzida no Modelo 4 e, conforme a literatura, observa-se uma relação negativa com o nível de endividamento. Estes resultados vão ao encontro da literatura apresentada que defende uma relação negativa entre estas duas variáveis. Também Usman et al. (2019) evidencia que as empresas cujos presidentes são também presidentes do conselho têm de um menor custo do endividamento, justificando que os presidentes do conselho de administração, são essenciais para a função de monitorização como salvaguarda para os interesses dos acionistas para controlar os comportamentos dos gestores para reduzir os prolemas de agência e para melhorar o desempenho empresarial.

A variável OWNCON foi introduzida no Modelo 5 e, como esperado, observa-se uma relação positiva entre esta e o endividamento. Estes resultados vão ao encontro de estudos como o de Feng et al. (2020) onde quanto maior for o nível de concentração da propriedade, mais informação será transmitida aos investidores, indicando que os grandes acionistas da empresa podem cumprir o seu papel de supervisão, permitindo assim que a empresa obtenha mais endividamento.

No Modelo 6 foi introduzida a variável PROPG, que é estatisticamente significativa com uma relação negativa com o endividamento, corroborando as conclusões de alguns estudos (Feng et al. 2020; Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2019; Pindado & De La Torre, 2011; Hayat et al. 2016). Os autores justificam esta relação através de que a posse de informação privilegiada está negativamente relacionada com o nível de endividamento, o que explica que os proprietários com um controlo substancial das empresas podem diminuir a dívida para manter as suas participações de propriedade e reduzir o risco de insolvência. E os gestores ao terem mais controlo sobre a propriedade da empresa, conseguem então ter mais controlo sobre as decisões financeiras e, desta forma, uma redução da dívida (Hayat et al. 2016).

No Modelo 7 foi introduzida a variável GEN, mostrando-se com uma relação negativa com o endividamento, conforme esperado, indo ao encontro dos resultados de Schubert (2006) e Maxfield et al. (2010) evidenciam que as mulheres são menos avessas ao risco do que os homens, pelo que as mulheres tomam decisões de mais baixo risco, enquanto os homens tomam decisões de risco mais elevadas. Usman et al. (2019) defendem ainda que as empresas com conselhos de administração mais diversificados por género têm um custo de dívida mais baixo porque a presença de mulheres na sala de administração alivia o comportamento oportunista de gestão e assimetria de informação.

No Modelo 8 foi introduzida a variável AUDIT, contudo a mesma não é estatisticamente significativa para o estudo. No Modelo 9 estão estudadas todas as variáveis financeiras e do GE juntas. Os seus resultados vão ao encontro dos resultados dos modelos anteriores, quando introduzidas individualmente. Contudo, observa-se que a variável AUDIT passou a ser estatisticamente significativa e a variável género deixou de ser o ser. Observa-se também ainda que, desta forma, o modelo consegue explicar cerca de 30,8% do endividamento dos estabelecimentos hoteleiros portugueses.

No Modelo 10 apenas é adicionada em relação ao anterior a variáveis relativa aos períodos de recessão. Os resultados evidenciam que a variável REC não é estatisticamente significativa e que as restantes variáveis mantêm o comportamento do modelo anterior.

No Modelo 11 são analisadas as variáveis financeiras, do GE e as operacionais em conjunto. Este modelo explica cerca de 13,5% do endividamento dos estabelecimentos hoteleiros. As variáveis financeiras mantiveram o comportamento dos modelos anteriores. Quanto às variáveis do GE, observa-se que a AUDIT apresenta uma relação contrária aquela apresentada dos modelos anteriores. Das variáveis operacionais, as variáveis BRAND e CAT estão positivamente relacionadas com o endividamento, pelo que as empresas de hotelaria com uma marca associada e com maior número de estelas parecem estar mais endividadas. A variável VAR não se apresenta estatisticamente significativa para o estudo. Por fim, a variável do governo da empresa NAC mostra-se estatisticamente significativa com uma relação negativa com o endividamento, pelo que as empresas com acionistas nacionais parecem endividar-se menos que as empresas com acionistas estrangeiros. Assim sendo, os estabelecimentos hoteleiros portugueses com acionistas internacionais endividam-se mais que as empresas com acionistas nacionais, corroborando os estudos de Borovcanin (2015) e Nunes e Machado (2014).

Por fim, no Modelo 12 são introduzidas todas as variáveis, incluindo a variável REC, a qual não é estatisticamente significativa para o estudo. As restantes variáveis comportam-se de modo semelhante aos modelos anteriormente analisados.

Em suma, é possível afirmar que as variáveis do GE afetam, de forma significativa, o endividamento das empresas do setor hoteleiro portuguesas. Os resultados das variáveis financeiras, mantêm-se semelhantes em termos de comportamento em relação aos modelos anteriores.

Para todos os modelos e variáveis, observa-se ainda que o VIF está abaixo de 10, não existindo desta forma problemas de multicolinearidade.

3.4 Discussão dos resultados

Relativamente às hipóteses de investigação propostas neste estudo, a Hipótese 1 sugeria uma relação positiva entre a dimensão do conselho de administração e o endividamento, que acaba por não ser corroborada. Existe evidencia estatística no sentido de afirmar uma relação negativa entre estas duas variáveis, pelo que quanto maior a dimensão de um conselho de administração das empresas do setor hoteleiro menor tende a ser o endividamento. Este resultado sugere que quanto

maior for o conselho de administração, menos probabilidade tem a administração de se financiar através do endividamento, não corroborando a Teoria da Agência.

A Hipótese 2 sugeria uma relação negativa entre a dualidade de CEO e endividamento, o que acaba por ser corroborada. Existe evidência estatística no sentido de afirmar que quando o presidente do conselho de administração e o diretor são a mesma pessoa, a probabilidade de se financiarem através do endividamento é maior.

A Hipótese 3 sugeria uma relação positiva entre a concentração da propriedade e o endividamento. A mesma acaba por ser corroborada, o que sugere que a concentração da propriedade consegue aliviar os problemas de agência, utilizando para o efeito o endividamento, reduzindo assim os seus custos de agência.

A Hipótese 4 sugeria uma relação negativa entre a propriedade da gestão e o endividamento. A mesma acaba por ser corroborada e sugere que quantos mais gestores forem acionistas, menor o nível de endividamento praticado no setor hoteleiro.

A Hipótese 5 sugeria uma relação positiva entre a existência de auditoria e o endividamento. A mesma acaba por não ser corroborada sugerindo que quando uma empresa do setor hoteleiro é auditado, a probabilidade de o mesmo ser financiado através de dívida é menor.

A Hipótese 6 sugeria uma relação negativa entre a diversidade de género e o endividamento. A mesma foi corroborada, a qual sugere que quando existem mais mulheres no conselho de administração o nível de endividamento das empresas do setor hoteleiro é menor.

Na Hipótese 7 é sugerida uma relação positiva entre a nacionalidade com o endividamento, o que acabou por não se corroborar. Neste sentido, afirma-se que quando um estabelecimento hoteleiro é nacional menor é o seu nível de endividamento.

Por fim, na Hipótese 8 foi proposto estudar a relação entre os períodos de crise financeira e económica e o endividamento. Os resultados não permitiram obter evidências estatísticas de uma relação positiva entre estas variáveis, devido aos seus resultados inconsistentes. No seguimento da análise desta hipótese não é possível afirmar que em períodos de crise, o nível de endividamento das empresas do setor hoteleiro em Portugal aumenta.

Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação

O presente estudo teve como principal objetivo analisar os determinantes do GE que mais contribuem para o endividamento das empresas com estabelecimentos hoteleiros em Portugal. O estudo pretendeu ainda perceber o impacto de períodos de crise financeira e económica no endividamento das empresas deste setor, nomeadamente o impacto da crise financeira que começou em 2008 e, mais recentemente, da pandemia global Covid-19. Embora o GE seja importante para o nível de endividamento da empresa e haja vários estudos sobre o estabelecimento hoteleiro e turismo, parece haver várias lacunas e resultados contraditórios.

Neste estudo foi utilizada uma amostra de 896 empresas com estabelecimentos hoteleiros portugueses para o período compreendido entre 2005 e 2021, cujos dados foram recolhidos das bases de dados SABI e RNT, o que permite avaliar dois grandes períodos de crise financeira e económica internacional. Foi possível não só analisar a preponderância das condições financeiras das empresas para o endividamento, mas também, e principalmente, verificar a importância de

características do GE das empresas com hotéis próprios ou explorados pelas empresas portuguesas.

No que concerne às variáveis do GE, os resultados sugerem que as empresas com estabelecimentos hoteleiros com conselhos de administração de maior dimensão preferem a utilização de menos endividamento para suportar as suas atividades. Esta situação pode ser explicada através da existência de mais pressão de supervisão (Feng, et al. 2020) e mais vocacionados com a coordenação, comunicação e questões de tomada de decisão e não com o aumento do endividamento (Vakilifard & Bavandpour, 2011). A dualidade de CEO mostra uma relação negativa com o endividamento, o que sugere que quando o CEO e o presidente são pessoas diferentes, existe uma maior procura pelo financiamento externo. Por outras palavras, quando o CEO e o presidente são a mesma pessoa tende a procurar-se outras formas de financiamento para a maximização da empresa. A concentração da propriedade sugere que quanto maior é a concentração da propriedade, maior o nível de endividamento. Desta forma, os principais acionistas podem aumentar o seu nível de endividamento para privar a minoria dos acionistas do seu poder (Feng et al. 2020). De notar que quando o gestor é também acionista da empresa do estabelecimento hoteleiro tende a recorrer menos a endividamento, o que se explica pelo facto dos interesses dos gestores estarem também em causa e causando assim conflito de interesses. Uma vez que este tem mais controlo sobre a situação financeira e acabam por contrair menos endividamento (Feng et al. 2020). A Auditoria sugere que quando uma empresa com estabelecimento hoteleiro é auditado tende a ter menor nível de endividamento. Estes resultados podem ser explicados através de que os estabelecimentos hoteleiros auditados, possam ter mais restrições em termos de financiamento. Por fim, os géneros dos membros dos conselhos de administração não parecem ser relevantes para determinar o nível de endividamento.

Adicionalmente deve ser referido que os períodos de crise não parecem relevar para o nível de endividamento das empresas no setor hoteleiro, o que faz sentido se se considerar que o endividamento poderá ser o reflexo dos investimentos com impacto a longo prazo e não estará tão relacionado com fatores operacionais (por exemplo, a existência de maior ou menor fluxo turístico) de curto prazo.

Como referido na literatura, o endividamento é uma forma importante de mitigar os conflitos de agência entre acionistas, gestores e credores, pois o financiamento da dívida pode resolver problemas de agência. Desta forma, o GE tem um papel crucial na minimização destes conflitos de interesse.

Tendo em conta que quando os credores sentem os seus direitos protegidos e conseguem minimizar o seu risco de perda estão dispostos a financiar maiores montantes de empréstimos, os resultados permitem evidenciar para nas empresas portuguesas com estabelecimentos hoteleiros quanto menor a dimensão do governo da empresa, quando o CEO e o presidente são pessoas diferentes, a sua propriedade da empresa ser mais concentrada, os gestores não serem acionistas, a empresa não ser auditada o nível de endividamento da empresa será maior. Assim, com uma relação positiva

entre o GE e o endividamento é possível concluir que estes fatores constituem um melhor GE para as empresas de estabelecimentos hoteleiros em Portugal.

Como limitações, salienta-se a dificuldade em conciliar os dados das duas bases de dados, difícil de compatibilizar pela dimensão dos dados.

Como sugestão para trabalhos futuros, sugere-se a introdução da variável independência do conselho de administração para uma análise mais detalhada. Sugere-se ainda a análise com a metodologia em dados em painel.

Referências Bibliográficas

- Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(1), pp. 83-92. Doi: <https://doi.org/10.1108/14720700710727131>
- Abor, J., & Biekpe, N. (2009). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa? Evidence from Ghana. *Journal of Economic Studies*, 36(1), pp. 83-97. Doi: <https://doi.org/10.1108/01443580910923812>
- Acharya, V., & Steffen, S. (2020). The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID. *Review of Corporate Finance Studies* 9(1), 430–71. doi: <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa013>
- Akhtar, S. (2011). Capital structure and business cycles. *Accounting & Finance*, 52, 25-48. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00425.x>
- Allam, A., Ghattas, N., Kotb, A., & Eldaly, M. (2017). Audit Tendering in the UK: A Review of Stakeholders' Views. *International Journal of Auditing*, 21(1), 11–23. doi: 10.1111/ijau.12076
- Alshbili, I., & Elamer, A. (2020). The influence of institutional context on corporate social responsibility disclosure: a case of a developing country. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(3), 269-293. doi: <https://doi.org/10.1080/20430795.2019.1677440>
- Alves, P., Couto, E., & Francisco, P. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, pp. 1-32. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.005>
- Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D., (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- Arping, S., & Sautner, Z. (2010). Corporate governance and leverage: Evidence from a natural experiment. *Finance Research Letters*, 7(2), 127-134. doi: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2010.02.003>
- Black, B., Kim, W., Jang, H., & Park, K. (2015). How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea. *Journal of Banking & Finance*, 51, 131-150. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.08.020>
- Bartholdy, J., & Mateus, C. (2011). Debt and taxes for private firms. *International Review of Financial Analysis*, 20(3). Doi: 177-189. 10.1016/j.irfa.2011.02.012
- Bastos, D., & Nakamura, W. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade e Finanças-USP*, 20(50), pp. 75-94. doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200006>
- Berger, P., Ofek, E. & Yermack, D. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438. doi: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x.

- Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property* Chicago: Commerce Clearing House (2ª edição).
- Bernardi, R., & Threadgill, V. (2011). Women directors and corporate social responsibility. *Electronic Journal of Business Ethics and Organizational Studies*, 15(2), 15-21.
- Boateng, A., Cai, H., Borgia, D., Bi, X., & Ngwu, F. (2017). The influence of internal corporate governance mechanisms on capital structure decisions of Chinese listed firms. *Review of Accounting and Finance*, 16(4), 444-461. doi: <https://doi.org/10.1108/RAF-12-2015-0193>
- Borovčanin, D. (2015). A Comparative Analysis On Hotel Financial Performance. International Tourism Conference, Singidunum University, 198-201. doi: 10.15308/sitcon-2015-198-201
- Bresciani, S., Thrassou, A., & Vrontis, D. (2015). Determinants of performance in the hotel industry: An empirical analysis of Italy. *Global Business and Economics Review*, 17(1), 19-34. Acedido em <https://iris.unito.it/bitstream/2318/1548998/1/GBER170102%20BRESCIANI.pdf>
- Brito, R., & Lima, M. (2005). A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 59(2), 177-208. doi: 10.1590/S0034-71402005000200002.
- Burkart, M., & Panunzi, F. (2006). Agency conflicts, ownership concentration and legal shareholder protection. *Journal of Financial Intermediation*, 15, 1-31. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2004.12.004>
- Butt, S. & Hasan, A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *International Journal of Business & Management*, 4(2). Acedido em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1732511
- Cánovas, G., & Solano, P. (2006). Efecto de las relaciones bancarias sobre la deuda de las pymes. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(3), 9-26. Acedido em https://www.researchgate.net/publication/5134767_RELACIONES_BANCARIAS_Y_SUS_EFECTOS_SOBRE_LOS_TERMINOS_DE_LA_DEUDA_EN_LAS_PYMES
- Chang, Y., Chou, R., & Huang, T. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking & Finance*, 48, 374-385. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>
- Chaudhary, M., & Shrivastava, D. (2021). Corporate governance practices of Indian listed tourism & hospitality firms: In *Tourism in India* (1ª Edição). 98-111. Routledge.
- Cheng, E., & Courtenay, S. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 262-289. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.07.001>
- Chinazzi, M., Davis, J., Ajelli, M., Gioannini, C., Litvinova, M., Merler, S., ... & Vespignani, A. (2020). The effect of travel restrictions on the spread of the 2019 novel coronavirus (COVID-19) outbreak. *Science*, 368(6489), 395-400. doi: 10.1126/science.aba9757

- Daniel, A., & Fernandes, G. (2020). A importância económica do turismo em Portugal e no mundo e o impacto covid. Associação espanhola de contabilidade e administração de empresas. Acedido em <https://aeca.es/old/xixencuentrocomunicaciones/57k.pdf>
- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., & Johnson, J. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269-290. doi: [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199803\)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199803)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K)
- Dao, B., & Ta, T. (2020). A meta-analysis: capital structure and firm performance. *Journal of Economics and Development*, 22(1), 111-129. doi: <https://doi.org/10.1108/JED-12-2019-0072>
- Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2005). The determinants of capital structure of the SME: Evidence from the Greek and the French firms. In XXIIInd Symposium on Banking and Monetary Economics, Strasbourg. Acedido em https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/44442249/The_Determinants_of_Capital_Structure_of20160405-5304-9ueqh2-with-cover-page-v2.pdf?Expires=1667145752&Signature=Xu0B~jrtOa6qbSgZMsZ-hru-JwZ6evQAYvypUopHoWUVQNH15JWM86zLEiBaC1EDbsyRZ3zJfI39ADonmeY0BU-DGmVqAmAGe~Z328HpTU9T3Ax33YbltLDvqk1HqNtJuz~E6xBYS7Sj3Aw8WF55beBYXAv9LFi0jrx6dRyX3rDKP2B-yJna7LS5Ci6Lh3jWk-jYpADHqWzHWyizHNGXHPVubnXzedm336ewYI4ifBfHdjgevlCZdPMYmJNXKrwWp5fRuAjZ7EaxdAJtutu~ndxXHS8clotSgq6nNBEMlnZtgORNLIpuApXcPAjngzZe4vtE6OB2ZXUksoA0GS3mg__&Key-Pair-Id=APKAJLOHF5GGSLRBV4ZA
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2009). Debt maturity structure and the 1997 Asian financial crisis. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(1), 26-42. doi: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2008.03.001>
- DeFranco, A., & Lattin, T., (2006). Hospitality Financial Management. John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Donaldson, Jr. (1961). Radar reflectivity profiles in thunderstorms. *Journal of Atmospheric Sciences*, 18(3), 292-305. doi: [https://doi.org/10.1175/1520-0469\(1961\)018<0292:RRPIT>2.0.CO;2](https://doi.org/10.1175/1520-0469(1961)018<0292:RRPIT>2.0.CO;2)
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: organizational economics and management theory. *Academy of Management Review* 15, 369–381. Doi: <https://doi.org/10.5465/amr.1990.4308806>
- Donaldson, L., & Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64. doi: <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *Conference on research in business finance*, 215-262. NBER. Acedido em <https://www.nber.org/system/files/chapters/c4790/c4790.pdf>

- Duru, A., Iyengar, R., & Zampelli, E. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: the moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001>
- Eckardt, R., & Skaggs, B. (2018). Service diversification and growth of professional service firms. *Long Range Planning*, 51(1), 111-126. doi: <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2017.06.003>
- Eldaly, M. K (2012). Responsibility of Egyptian banks' auditors for going concern assumption in light of Egyptian Central Bank Law No. 88/2003. *International Journal of Economics and Accounting*, 3(3/4), 344-364. Doi: <https://doi.org/10.1504/IJEA.2012.0494077>
- Eldaly, M. K., & Abdel-Kader, M. (2018). How to regain public trust in audit firms? The case of the Financial Reporting Council. *Accounting Research Journal*, 31(3), 343–359. doi: <https://doi.org/10.1108/ARJ-11-2015-0134>
- Elgonemy, A. (2002). Debt-financing alternatives - refinancing and restructuring in the lodging industry. *The Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 43(3), 7-21. doi: 10.1016/S0010-8804(02)80014-3
- Ellul, A., Erel, I., & Rajan, U. (2020). The Covid-19 pandemic crisis and corporate finance. *Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), p. 421 – 429. doi: <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa016>
- Elmagrhi, M., Ntim, C., Malagila, J., Fosu, S., & Tunyi, A. (2018). Trustee board diversity, governance mechanisms, capital structure and performance in UK charities. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 18(3), 478-508. doi: <https://doi.org/10.1108/CG-08-2017-0185>
- Faccio, M., Lang, L., & Young, L. (2001). Debt and corporate governance. In Meetings of Association of Financial Economics in New Orleans.
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33. doi: <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Fama, E., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-349. doi: <https://doi.org/10.1086/467038>
- Feng, Y., Hassan, A., & Elamer, A. A. (2020). Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(4), 759-783. doi: <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2020-0042>
- Foroudi, P., Melewar, T., & Gupta, S. (2014). Linking corporate logo, corporate image, and reputation: An examination of consumer perceptions in the financial setting. *Journal of Business Research*, 67(11), 2269-2281. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.015>
- Foroudi, P. (2019). Influence of brand signature, brand awareness, brand attitude, brand reputation on hotel industry's brand performance. *International journal of hospitality management*, 76, 271-285. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2018.05.016>

- Fosberg, R. (2004). Agency problems and debt financing: leadership structure effects. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 4(1), pp.31-38. doi: <https://doi.org/10.1108/14720700410521943>
- Franco, F., Urcan, O., & Vasvari, F. (2015). Corporate diversification and the cost of debt: the role of segment disclosures. *The Accounting Review* 91 (4), 1139-1165. doi: <https://doi.org/10.2308/accr-51325>
- Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagné, B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of business ethics*, 81(1), 83-95. doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9482-5>
- Friend, I., & Lang, L. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 43, 271-281. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03938.x>
- Fundação Francisco Manuel dos Santos (2021). Disponível em: <https://ffms.pt/pt-pt>
- Gan, Y., Chen, Y., Wang, C., Latkin, C., & Hall, B. (2020). The fight against COVID-19 and the restoration of trust in Chinese medical professionals. *Asian journal of psychiatry*, 51. doi: [10.1016/j.ajp.2020.102072](https://doi.org/10.1016/j.ajp.2020.102072)
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00275.x>
- Gabriel M., & Soares, R. (2017). El uso de la imagen turística en la promoción de los destinos patrimoniales. *Tourism and Hospitality International Journal*, 8(2), 51-67.
- Granado-Peiró, N. & López-Gracia, J. (2017). Corporate governance and capital structure: a Spanish study. *European Management Review*, 14(1), 33-45. doi: <https://doi.org/10.1111/emre.12088>
- Guilding, C., (2003). Hotel owner/operator structures: implications for capital budgeting process. *Management Accounting Research* 14, 179–199. doi: [https://doi.org/10.1016/S1044-5005\(03\)00049-0](https://doi.org/10.1016/S1044-5005(03)00049-0)
- Guillet, B., & Mattila, A. (2010). A descriptive examination of corporate governance in the hospitality industry. *International Journal of Hospitality Management*, 29(4), 677-684. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2010.01.004>
- Guo, Z., & Kga, U. (2012). Corporate governance and firm performance of listed firms in Sri Lanka. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 40, 664-667. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.246>
- Hammond, M., Cleveland, J., O'Neill, J., Stawski, R., Tate, A. (2015). Mediators of transformational leadership and the work-family relationship. *Journal of Managerial Psychology*, 30(4), 454-469. doi: <https://doi.org/10.1108/JMP-10-2011-0090>

- Haque, F., Arun, T., & Kirkpatrick, C. (2011). Corporate governance and capital structure in developing countries: A case study of Bangladesh. *Applied Economics*, 43(6), 673-681. doi: <https://doi.org/10.1080/00036840802599909>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance* 46(1), 297–355. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hayat, M., Wang, M., & Ma, J. (2016). The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Financing: Evidence from the Manufacturing Sector of Pakistan. *The International Journal of Management Theory and Practices*, 17, 92-109. Acedido em https://www.researchgate.net/profile/Jianyu-Ma/publication/312041845_The_Impact_of_Ownership_Structure_on_Corporate_Debt_Financing_Evidence_from_the_Manufacturing_Sector_of_Pakistan/links/588fa4f8aca272bc14bc5ee8/The-Impact-of-Ownership-Structure-on-Corporate-Debt-Financing-Evidence-from-the-Manufacturing-Sector-of-Pakistan.pdf
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1988). The Determinants of Board Composition. *The RAND Journal of Economics*, 19(4), 589-606. doi: <https://doi.org/10.2307/2555459>
- Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2010). Corporate finance (1ª Edição)
- Hitt, M., Bierman, L., Shimizu, K., & Kochhar, R. (2001). Direct and moderating effects of human capital on strategy and performance in professional service firms: a resource-based perspective. *Academy of Management Journal*, 44(1), 13-28. doi: <https://doi.org/10.5465/3069334>
- INE, 2021. Disponível em: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpgid=ine_tema&xpid=INE&tema_cod=1713&xlang=pt
- Jang, S., Tang, C., & Chen, M., (2008). Financing behaviors of hotel companies. *International Journal of Hospitality Management* 27(3), 478–487. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2007.08.010>
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. Acedido em <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. doi: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of banking & Finance*, 22(4), 371-403. doi: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00005-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00005-3)
- Jiraporn, P., Kim, J., Kim, Y., & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics & Finance*, 22(1), 208-221. doi: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2011.10.014>

- Kang, M. & Ausloos, M. (2017). An Inverse Problem Study: Credit Risk Ratings as a Determinant of Corporate Governance and Capital Structure in Emerging Markets: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economies*, 5(4), 47. doi: <https://doi.org/10.3390/economies5040047>
- Kaur, A., & Singh, B. (2017). Construing reputation from gender diversity on boards: Indian evidence. *Paradigm*, 21(2), 111-125. doi: <https://doi.org/10.1177/0971890717736195>
- Kayhan, A. (2008). Managerial discretion and the capital structure dynamics. SSRN Electronic Journal. Acedido em http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/pdfs/ManagerialDiscretion_20080321.pdf
- Kayo, E., & Famá, R. (2004). A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(2). Acedido em <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3902164.pdf>
- Khatib, S. F., & Nour, A. N. I. (2021). The impact of corporate governance on firm performance during the COVID-19 pandemic: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 0943-0952. Acedido em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3762393
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597-614. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.011>
- Kim, H., Kotb, A., & Eldaly, M. (2016). The use of generalized audit software by Egyptian external auditors: The effect of audit software features. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(4), 456–478. doi: <https://doi.org/10.1108/JAAR-10-2015-0079>
- Koh, J., & Jang, S. (2009). Determinants of using operating lease in the hotel industry. *International Journal of Hospitality Management*, 28(4), 638-640. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2009.03.002>
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, A. (2005). How important is corporate governance?. Doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.595821>
- Lee, M., Huh, C., & Lee, J. (2015). Business cycle and long-term debt: Effects on hotel operating lease. *Journal of Hospitality Financial Management*, 23(2), 138–146. Doi: 10.1080/10913211.2015.1107359
- Lehn, K., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial management*, 38(4), 747-780. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01055.x>
- Lemmon, M., Roberts, M., & Zender, J. (2008). Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The journal of finance*, 63(4), 1575-1608. doi: 10.1111/j.1540-6261.2008.01369

- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 1-23. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.012>
- Lipton, M., & Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 48, 59-77. Acedido em <https://www.jstor.org/stable/40687360>
- Liu, Y., Li, Y., & Xue, J. (2011). Ownership, strategic orientation and internationalization in emerging markets. *Journal of World Business*, 46(3), 381-393. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2010.07.012>
- Mac an Bhaird, C., & Lucey, B. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, 35(3), 357-375. doi: 10.1007/s11187-008-9162-6
- Marashdeh, Z. (2014). *The effect of corporate governance on firm performance in Jordan* (Tese de Doutoramento, University of Central Lancashire, Lancashire). Acedido em <https://clock.uclan.ac.uk/11163/1/Marasdeh%20Zyad%20Final%20e-Thesis%20%28Master%20Copy%29.pdf>
- Matemilola, B., Bany-Arifin, A., Azman-Saini, W., & Nassir, A. (2018). Does top managers' experience affect firms' capital structure?. *Research in International Business and Finance*, 45, 488-498. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>
- Maxfield, S., Shapiro, M., Gupta, V., & Hass, S. (2010). Gender and risk: women, risk taking and risk aversion. *Gender in Management*, 25(7), 586-604. doi: <https://doi.org/10.1108/17542411011081383>
- Miller, D. (1977). How to improve the performance and productivity of the knowledge worker. *Organizational Dynamics*, 5(3), 62-80. doi: [https://doi.org/10.1016/0090-2616\(77\)90031-6](https://doi.org/10.1016/0090-2616(77)90031-6)
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443. Acedido em <https://epge.fgv.br/we/MFEE/FinancasCorporativas/2012?action=AttachFile&do=get&target=Paper8.pdf>
- Mueller, A., & Sensini, L. (2021). Determinants of Financing Decisions of SMEs: Evidence from Hotel Industry. *International Journal of Business and Management*, 16(3), 117-127. Doi: 10.5539/ijbm.v16n3p117
- 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. doi: <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2019-0124>
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574-592. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S., & Majluf, S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. doi: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

- Nunes, C., & Machado, M., (2014). Performance evaluation methods in the hotel industry. *Tourism & Management Studies*, 10(1), 24-30. Acedido em <https://www.redalyc.org/pdf/3887/388743881004.pdf>
- Oak, S. & Iyengar, R.J. (2009). Investigating the differences in corporate governance between hospitality and non-hospitality firms. *Hospitality and Leisure*, 5, 125-140. doi: [https://doi.org/10.1108/S1745-3542\(2009\)0000005011](https://doi.org/10.1108/S1745-3542(2009)0000005011)
- OCDE. (2004). Portugal: Os princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. Paris: OECD.
- OMT, 2021. Disponível em: http://www.turismodeportugal.pt/pt/quem_somos/cooperacao-internacional/Paginas/organizacao-mundial-do-turismo-omt.aspx
- O'Neill, J., & Carlbäck, M. (2011). Do brands matter? A comparison of branded and independent hotels' performance during a full economic cycle. *International Journal of Hospitality Management*, 30(3), 515-521. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2010.08.003>
- O'Neill, J., & Mattila, A. S. (2006). Strategic hotel development and positioning: The effects of revenue drivers on profitability. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 47(2), 146-154. doi: <https://doi.org/10.1177/0010880405281519>
- Okiro, K., Aduda, J., & Omoro, N. (2015). The effect of corporate governance and capital structure on the performance of firms listed at the East African community securities exchange. *European Scientific Journal*, 11(7). Acedido em <https://eujournal.org/index.php/esj/article/view/5338>
- Pacheco, L., & Tavares, F. (2017). Capital structure determinants of hospitality sector SMEs. *Tourism Economics*, 23(1), 113-132. Acedido em <https://doi.org/10.5367/te.2015.0501>
- Palacín-Sánchez, M., Ramírez-Herrera, L. & Di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*, 41(2), 503-519. doi: <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9439-7>
- Pindado, J., & De La Torre, C. (2011). Capital structure: New evidence from the ownership structure. *International Review of Finance*, 11(2), 213-226. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01115.x>
- Pinto, A., Henriques, C., & Rodrigues, J. (2020). Corporate governance and debt structure: The case of Portuguese SMEs. *Millenium*, 2(5), 357-368. doi: <https://doi.org/10.29352/mill0205e.36.00234>
- Poornima, S., & Manokaran, G., (2012). Capital Structure Analysis of Asset Financing Services Industry in India. *Journal of Applied Management & Computer Science*, 1, 1-19.
- Pordata, (2021). Disponível em : <https://www.pordata.pt/portugal/alojamentos+turisticos+total+e+por+tipo+de+estabelecimento-2562-211752>
- Psillaki, M. (1995). Rationnement du crédit et PME: une tentative de mise en relation. *Revue International PME*, 8(3-4), 67-90. Doi: <https://doi.org/10.7202/1008359ar>
- Rajan, R. (1992). Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt. *The Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04662.x>

- Ramalho, J., & Silva, J., (2013). Functional form issues in the regression analysis of corporate capital structure. *Empirical Economics*, 44(2), 799-831. doi: <https://doi.org/10.1007/s00181-012-0564-6>
- Ramli, A., (2019). Work environment, job satisfaction and employee performance in health services. *Business and Entrepreneurial Review*, 19(1), 29-42. Acedido em <https://www.trijurnal.lemlit.trisakti.ac.id/ber/article/view/5343>
- Rebelo, S., Matias, F., & Carrasco, P. (2013). Aplicação da metodologia DEA na análise da eficiência do setor hoteleiro português: uma análise aplicada às regiões portuguesas. *Tourism & Management Studies*, 9(2), 21-28. Acedido em <https://www.redalyc.org/pdf/3887/388743879004.pdf>
- Reich, A., (1994). Applied economics of hospitality production: reducing costs and improving the quality of decisions through economic analysis. *International Journal of Hospitality Management* 12 (4), 337–352. doi: [https://doi.org/10.1016/0278-4319\(93\)90050-J](https://doi.org/10.1016/0278-4319(93)90050-J)
- Rezaee, Z. (2009). Corporate Governance Post-Sarbanes-Oxley: Regulations, Requirements, and Integrated Processes. *The CPA Journal*, 79(2), 15. Acedido em <https://www.proquest.com/openview/eb2d0fb3d54d436c0f1f1eaadb36013d/1?pq-origsite=gscholar&cbl=41798>
- Ribeiro, B. (2016). O impacto das medidas da Troika no desempenho económico-financeiro das empresas portuguesas. Dissertação de mestrado reportada à Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão ao Instituto Politécnico do Porto, Porto. Acedido em <https://recipp.ipp.pt/handle/10400.22/8567>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40. doi: <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Ruigrok, W., Peck, S., & Tacheva, S. (2007). Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards. *Corporate Governance*, 15(4), 546-557. doi: 10.1111/j.1467-8683.2007.00587.x.
- Schubert, R. (2006). Analyzing and managing risks—on the importance of gender differences in risk attitudes. *Managerial Finance*, 32(9), 706-715. doi: <https://doi.org/10.1108/03074350610681925>
- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P., (2014). Financing behavior of Portuguese SMEs in hotel industry. *International Journal of Hospitality Management* 43, 98–107. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2014.09.001>
- Shaheen, S., & Malik, Q. (2012). The impact of capital intensity, size of firm and profitability on debt financing in textile industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), 1061-1066. Acedido em https://www.researchgate.net/profile/Qaisar-Malik/publication/334492477_The_Impact_of_Capital_Intensity_Size_of_Firm_And_Profitability_on_Debt_Financing_In_Textile_Industry_of_Pakistan/links/5d359f1aa6fdcc370a54d3f0/The-Impact-of-Capital-Intensity-Size-of-Firm-And-Profitability-on-Debt-Financing-In-Textile-Industry-of-Pakistan.pdf
- Sharpe, S. (1990). Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationship. *The Journal of Finance*, 45(4), 1069-1087. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02427.x>

- Sheikh, N., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: Empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 629–641. doi: <https://doi.org/10.1108/14720701211275569>
- Shi, Q., Dorling, D., Cao, G., & Liu, T. (2020). Changes in population movement make COVID-19 spread differently from SARS. *Social Science & Medicine*, 255, 113036. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.socscimed.2020.113036>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, R., Gerwe, O., & Becerra, M. (2017). Corporate brand and hotel performance: A resource-based perspective. *Journal of Business Research*, 79, 23-30. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.05.019>
- Silveira, A., Perobelli, F., & Barros, L. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12, 763-788. doi: 10.1590/S1415-65552008000300008.
- Singal, M. (2015). How is the hospitality and tourism industry different? An empirical test of some structural characteristics. *International Journal of Hospitality Management*, 47, 116-119. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.03.006>
- Tirole, J. (2010). *The theory of corporate finance*. Princeton university press.
- Turismo de Portugal, 2021. Disponível em: http://www.turismodeportugal.pt/pt/quem_somos/Organizacao/Premios_Distincoes/Paginas/default.aspx
- Usman, M., Farooq, M., Zhang, J., Makki, M. & Khan, M. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?. *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374-392.
- Uwuigbe, U. (2014). Corporate governance and capital structure: evidence from listed firms in Nigeria Stock Exchange. *The Journal of Accounting and Management*, 4(1). doi: <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v5n10p155>
- Vakilifard, H., & Bavandpour, L. (2011). Effects corporate governance on firm performance. *Conhecimento financeiro de análise de títulos*. 3(8), 119-139. Acedido em <https://www.sid.ir/paper/200152/en>
- Van Riel, A., Lemmink, J., & Ouwersloot, H. (2001). Consumer evaluations of service brand extensions. *Journal of Service Research*, 3(3), 220-231. doi: <https://doi.org/10.1177/109467050133003>
- Vieira, E., & Novo, A. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Estudos do ISCA*, 2. doi: <https://doi.org/10.34624/ei.v0i2.6505>

- Vieira, E., Pinho, C, & Oliveira, D. (2013). A concessão de crédito comercial e o financiamento dos clientes: evidência nas empresas portuguesas. *Revista Universo Contábil*, 9(4), 144-156. doi: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20139>
- Vijayakumaran, R., & Vijayakumaran, S. (2019). Corporate governance and capital structure decisions: Evidence from Chinese listed companies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3), 67-79. doi: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019.vol6.no3.67>
- Virtanen, A. (2012). Women on the boards of listed companies: Evidence from Finland. *Journal of Management & Governance*, 16(4), 571-593. doi: 10.1007/s10997-010-9164-z
- Yang, L., Cheng, X., & Li, W. (2016). Review on the Research of City Brand Building. *Value Engineering*, 28.
- Yu, M., & Wang, Y. (2018). Firm-specific corporate governance and analysts' earnings forecast characteristics: Evidence from Asian stock markets. *International Journal of Accounting and Information Management*, 26(3), 335–361. doi: <https://doi.org/10.1108/IJAIM-03-2017-0040>
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75-83. doi: <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00271>
- Zaid, M., Wang, M., Abuhijleh, S., Issa, A., Saleh, M., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance*, 20(5), 939-964. doi: <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0343>
- Zhou, M., Li, K., & Chen, Z. (2021). Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 73. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101652>
- Zwiebel, J., 1996. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review* 86(5), 1197–1215. Acedido em <https://www.jstor.org/stable/2118>
