

# **Determinantes do financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro ibérico**

VERSÃO FINAL APÓS DEFESA

Ludmila Rafaela Zua Valentim

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em  
Economia  
(2º ciclo de estudos)

Orientador: Prof. Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro

Coorientador: Prof. Doutor Flávio Daniel Correia Morais

Covilhã, Dezembro de 2024



## Declaração de Integridade

Eu, Ludmila Rafaela Zua Valentim, que abaixo assino, estudante com o número de inscrição M12465 de Mestrado de Economia da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas, declaro ter desenvolvido o presente trabalho e elaborado o presente texto em total consonância com o **Código de Integridades da Universidade da Beira Interior**.

Mais concretamente afirmo não ter incorrido em qualquer das variedades de Fraude Académica, e que aqui declaro conhecer, que em particular atendi à exigida referenciação de frases, extratos, imagens e outras formas de trabalho intelectual, e assumindo assim na íntegra as responsabilidades da autoria.

Universidade da Beira Interior, Covilhã 16/12/2024

A handwritten signature in black ink, reading "Ludmila Rafaela Zua Valentim". The signature is written in a cursive, flowing style.

(Assinatura)

# Dedicatória

Dedico esta dissertação de mestrado àqueles que foram fundamentais nessa jornada e cuja presença tornou possível cada passo.

À minha mãe Arleth da Purificação Zua e ao meu irmão Daniel Zua Valentim pelo apoio incondicional que me deram mesmo a distância. Vocês foram e sempre serão o meu maior alicerce.

À minha tia (Mãe) Ana Zua cuja generosidade tornou esse sonho possível. Este trabalho reflete a confiança e o investimento que fizeste em mim.

Ao Querubim por estar ao meu lado, em cada momento oferecendo amor, paciência e suporte inabaláveis. Sem ti esse caminho teria sido muito mais árduo.

A todos que acreditam na educação como motor de transformação dedico este trabalho com a esperança de que ele inspire outras jornadas.

# Agradecimentos

Primeiramente toda minha gratidão e louvor vão ao meu Deus, Jeová, o dono do Universo. Foi sua mão amorosa que me sustentou e guiou por cada etapa desta jornada. Sem a sua força, sabedoria e proteção nada disso seria possível. A ele dedico esse feito com todo meu coração reconhecendo que cada vitória e cada superação foram alcançadas por meio da sua bondade e misericórdia.

Rendo a minha gratidão a minha família cuja presença ainda que a distancia foi uma fonte inestimável de força e encorajamento. A minha tia Ana Zua, um reconhecimento especial é devido, por ter tornado esse mestrado possível ao assumir integralmente o seu financiamento e por ter depositado em mim uma confiança que transcende qualquer desafio.

A minha mãe e ao meu irmão o meu eterno agradecimento, pelo apoio incansável, carinho constante e estímulo emocional que me sustentaram ao longo de todo o trajeto o qual reflete não apenas um percurso acadêmico, mas também um desafio pessoal de superação e crescimento.

Gostaria de expressar a minha mais profunda e sinceros agradecimentos ao Querubim Lucamba, uma pessoa singular muito especial e de extrema importância nessa caminhada a quem eu agradeço profundamente por nunca largar a minha mão, nos momentos mais difíceis, seu suporte foi inestimável e a sua presença constante ao longo do percurso foi uma fonte de conforto e segurança.

Finalmente, mas de igual importância estendo a minha sincera gratidão aos meus orientadores Professora Doutora Zélia Serrasqueiro e Professor Doutor Flávio Morais, cujas orientações e valiosas contribuições foram crucias para o sucesso deste trabalho.

Agradeço a paciência o conhecimento partilhado e a disponibilidade ao longo de todo o processo. A todos vocês a minha eterna gratidão.

## Resumo

O objetivo deste estudo é analisar os determinantes do financiamento interno das PME do setor hoteleiro ibérico. A investigação nesta área, é crucial devido à dificuldade que muitas PMEs enfrentam ao aceder ao financiamento externo. Para respondermos ao objetivo, recorreremos a uma amostra de PMEs portuguesas e espanholas do setor hoteleiro para o período de análise entre 2003-2023. Recorrendo a modelos estáticos de dados em painel verificamos que o financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro ibérico é afetado positivamente por fatores como a dimensão da empresa, tesouraria e risco do negócio, enquanto endividamento, a crise financeira de 2008 e a pandemia de COVID-19 têm impactos negativos.

**Palavras-Chave:** Financiamento interno, Setor hoteleiro, Crise financeira, Covid-19, Estrutura de capital, Dados em painel.

# **Abstract**

The aim of this study is to analyze the determinants of internal financing for SMEs in the Iberian hotel sector. Research in this area is crucial due to the difficulty many SMEs face in accessing external financing. To meet this objective, we used a sample of Portuguese and Spanish SMEs in the hotel sector for the period of analysis 2003-2023. Using static panel data models, we found that the internal financing of SMEs in the Iberian hotel sector is positively affected by factors such as company size, cash flow and business risk, while indebtedness, the 2008 financial crisis and the COVID-19 pandemic have negative impacts.

**Keywords:** Internal financing, Hotel sector, Financial crisis, Covid-19, Capital structure, Panel data.

# Índice

<i>Introdução</i> .....	1
<i>2. Revisão da literatura</i> .....	4
2.1 Definição de PME.....	4
2.2 Vantagens das PME para economia.....	5
2.3 Contributo das PME em Portugal e Espanha .....	6
2.4 A problemática da estrutura de capital .....	7
2.5 Determinantes do financiamento interno das PME .....	8
2.5.1 Hipóteses de Investigação.....	8
<i>3- Metodologia</i> .....	15
3.1 Dados e amostra.....	15
3.2 Variáveis .....	16
3.3 Método de estimação .....	18
<i>4- Apresentação e discussão de resultados</i> .....	19
4.1 Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlações.....	19
4.2 Principais resultados .....	21
4.3 Discussão dos Resultados.....	24
<i>Conclusões</i> .....	27
<i>Referências Bibliográficas</i> .....	30

# Lista de Tabelas

Tabela 1. Classificação das empresas	5
Tabela 1. Distribuição da amostra por país	16
Tabela 2. Composição da amostra por subsetor de atividade	16
Tabela 3. Definição das Variáveis	17
Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas	19
Tabela 5. Matriz de correlação das variáveis e VIF (variance inflation factor)	20
Tabela 6. Determinantes do financiamento interno das empresas do setor hoteleiro ibérico	21

# **Lista de Acrónimos**

**PME:** Pequenas e Médias Empresas

**TOT:** Terms of Trade (Termos de Troca)

**POT:** Produto Ótimo de Trabalho

**INE:** Instituto Nacional de Estatística

**OECD:**(Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico)

**CE:** Comissão Europeia

**PIB:** Produto Interno Bruto

**UE:** União Europeia

**OLS:** Ordinary Least Squares (Mínimos Quadrados Ordinários)

**LM:** Lagrange Multiplier (Multiplicador de Lagrange)

## Introdução

O estudo sobre os determinantes do financiamento interno das pequenas e médias empresas (PMEs) do sector hoteleiro tem sido objeto de grande importância na literatura, especialmente na última década (Degryse et al, 2018; Serrasqueiro e Nunes, 2014; Devesa e Esteban, 2011). A investigação nesta área, é crucial devido à dificuldade que muitas PMEs enfrentam ao aceder ao financiamento externo. As decisões tomadas quanto à estrutura de capital das empresas são talvez das mais importantes e desafiadoras a serem tomadas pelos gestores financeiros, no que se refere ao crescimento das empresas. Esta é uma decisão relevante que coloca em causa a permanência do negócio, bem como o seu potencial de crescimento. Os autores Wu e Yeung (2012) indicam que a combinação ótima entre investimento e fontes de financiamento permite atingir o objetivo de crescimento das empresas

A discussão teórica sobre a estrutura de capital das empresas provém das proposições de Modigliani e Miller (1958) que sugerem que o valor de uma empresa era independente da sua estrutura de capital, ficando conhecido como o paradigma da irrelevância da estrutura de capitais para o valor da empresa. No entanto, essas proposições foram construídas sobre suposições simplificadas. Posteriormente, em 1963, Modigliani e Miller (1963) revisaram seu modelo ao incorporar considerações sobre impostos, o que mais tarde deu origem à Teoria do Trade-Off (TOT). Uma das abordagens alternativa é a *Pecking Order Theory* (POT) (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984), a qual tem por base a existência de assimetria de informação entre gestores e investidores.

Neste, entretanto, várias teorias vão surgindo de forma a tentar explicar a estrutura de capital das empresas (Frank e Goyal, 2008). Mas é importante realçar que destas teorias, duas têm sido consideradas como mais importantes a POT e a TOT, sendo isto particularmente verdade para empresas de menor dimensão. Conforme a POT, as empresas tendem a preferir fontes de financiamento com menor assimetria de informação. Inicialmente, elas optam por financiar as suas atividades com fundos internos e, somente em seguida, recorrem à dívida, considerada como última alternativa antes de emitir novas ações. Essa teoria também sugere que não existe um rácio objetivo de capital-dívida definido. Por outro lado, a TOT argumenta que as empresas buscam alcançar uma estrutura ótima de capital, equilibrando os benefícios fiscais da dívida com os custos de falência. O ponto ótimo teórico é alcançado quando o valor presente dos benefícios fiscais se iguala ao valor presente dos custos de falência, sendo que esses

custos aumentam com o nível de endividamento (Bradley, Jarrell e Kim, 1984; Brennan e Schwartz, 1978; De Angelo e Masulis, 1980).

A dificuldade de acesso ao financiamento externo enfrentada pelas PME é frequentemente apontada como um obstáculo significativo para o seu crescimento e investimento, muitas vezes atribuída às características específicas desse segmento. No entanto, é imperativo abordar essa situação crítica, pois o financiamento quer seja ele interno ou externo, é uma necessidade fundamental e concreta. Quando os recursos próprios da empresa, dos sócios, ou da família são esgotados, as PME veem-se totalmente dependentes do crédito bancário.

Muitos estudos empíricos nesta área têm-se concentrado predominantemente nas empresas industriais (Kim, 2008), enquanto o setor de serviços tem sido muitas vezes negligenciado (Nunes et al., 2009). Dentro dos serviços, o setor hoteleiro assume algumas particularidades que o diferencia dos restantes, nomeadamente o facto de se tratar de um setor com grandes necessidades de capital para investir e para as atividades operacionais (Karadeniz et al., 2009), sendo igualmente um setor com alta tangibilidade do ativo. Adicionalmente, o setor hoteleiro é particularmente afetado pelas adversidades macroeconómicas, enfrentando este setor elevados riscos económicos e financeiros (Karadeniz et al., 2009). Estas particularidades evidenciam a importância de estudar o que influencia as fontes de financiamento das empresas do setor hoteleiro.

De facto, estudos sobre o financiamento interno ao nível do setor hoteleiro são escassos, apesar da sua importância crescente em países desenvolvidos como Portugal e Espanha. Segundo os dados mais recentes do Instituto Nacional de Estatística (INE)<sup>1</sup>, em Portugal existiam 1.276.965 PME que representam 99,9% das empresas não financeiras, garantindo 78,6% do emprego e 56,1% do valor acrescentado. Segundo a OECD (2024), o setor hoteleiro na Espanha é fortemente composto por PMEs, que desempenham um papel essencial na economia do país. Estima-se que existam cerca de 278.000 PMEs ativas nos setores de hospedagem e alimentação, dos quais aproximadamente 70% são pequenas empresas com menos de 10 funcionários. Essas PMEs são responsáveis por cerca de 75% dos empregos gerados no setor hoteleiro. Em Portugal, o setor hoteleiro, em grande parte impulsionado por PMEs, desempenha um papel importante na economia, tal como acontece em Espanha. Relatórios recentes indicam que o setor está

---

<sup>1</sup> Disponível em [https://www.ine.pt/ngt\\_server/attachfileu.jsp?look\\_parentBoui=418684960&att\\_display=n&att\\_download=y](https://www.ine.pt/ngt_server/attachfileu.jsp?look_parentBoui=418684960&att_display=n&att_download=y) e acedido em 28 de Abril de 2024

em crescimento, com a previsão de adição de mais de 11.000 quartos em todo o país, especialmente nas regiões de Lisboa, Norte e Algarve (Global Asset Solutions, 2024).

Sem esquecer que este setor vem sendo uma fonte essencial de emprego e crescimento económico. Portanto, compreender o que influencia o financiamento interno nas PMEs do setor de hotelaria em Portugal e Espanha é crucial para entender como estas conseguem colmatar as suas necessidades de capital através de fontes de financiamento internas e dessa forma manter o desempenho económico (Nunes & Serrasqueiro, 2007), mesmo em situações de choques macroeconómicos.

Considerando as anteriores lacunas e a importância do setor hoteleiro em Portugal e Espanha, assim como a relevância do financiamento interno para as operações das PMEs, levantou-se as seguintes questões de investigação: (1) O que é que determina os níveis de financiamento interno das PMEs do setor Qual o efeito dos recentes choques macroeconómicos (Crise financeira e crise da dívida soberana que se estendeu em Portugal e Espanha até meados de 2012; e crise pandémica) no financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro?

Como consequência, este estudo tem como principal objetivo apresentar evidência empírica sobre os determinantes dos níveis de financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro Ibérico. Nesse contexto, a pesquisa empírica se concentrará numa amostra de PMEs do setor hoteleiro ibérico, recolhida na base de dados SABI para o período de 2003 a 2023. A investigação dos determinantes do financiamento interno será feita através de modelos de análise de dados em painel.

Esta dissertação, portanto, acrescenta à literatura empírica existente ao investigar os determinantes do financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro Ibérico, com destaque para os efeitos das recentes crises financeiras, da dívida soberana e pandémica nos níveis de financiamento interno.

A presente dissertação está estruturada da seguinte forma: 1. Introdução onde são apresentados alguns aspetos sintéticos, concretamente, enquadramento do problema e pertinência do tema, objetivos e as questões de investigação. 2. Revisão da literatura: aqui é apresentado o corpo teórico sobre determinantes do financiamento das PMEs. 3. Metodologia de investigação. Neste capítulo é descrito o desenho da Investigação, objetivos, questões e hipóteses de Investigação e procedimentos metodológicos. 4. Análise, apresentação e discussão dos resultados. Os resultados e a sua discussão, são apresentados neste capítulo. Depois vem as Conclusões, e linhas de investigação futura.

## **2. Revisão da literatura**

O foco deste capítulo consiste em apresentar a revisão da literatura existente sobre o tema, na caracterização das PMEs e seus contributos, no processo de financiamento interno das PMEs, incluindo a problemática da estrutura de capitais. Também abordamos as barreiras e dificuldades enfrentadas por essas empresas, bem como uma perspectiva específica para o mercado português, que é o foco do nosso estudo. Importa ainda realçar que para se chegar aos estudos empíricos que apresentam os determinantes que mais influenciam no financiamento interno das PME, antes é necessário e relevante expor alguns fundamentos teóricos e literatura económica que ajuda a clarificar a problemática da estrutura de capital.

### **2.1 Definição de PME**

Antes de caracterizarmos as PMEs, é importante conceituar o que são PMEs. Nesse sentido, é relevante ressaltar que o conceito e a classificação de PME abrangem um leque amplo de definições, o que se deve às diferentes características económicas, culturais e sociais existentes em diversas geografias. Não há uma definição consensual e universalmente aceite para o termo (Robu, 2013). E ao longo do tempo, vamos assistindo a diferentes conceitos, onde cada autor ou cada entidade vai estabelecendo o seu conceito, baseando-se em critérios tais como o número de empregados, o volume de negócios realizado, o ramo de atividade, a estrutura do ativo, entre outros itens (Makinde et al., 2015). Por exemplo, Costa (2014) defende que, em geral, o volume de negócios das empresas do setor de comércio e distribuição tende a ser superior ao das empresas da indústria transformadora. No entanto, é importante ressaltar que o volume de negócios não é o único critério financeiro relevante a ser considerado. Portanto, é recomendável combinar o volume de negócios com o património global da empresa ao realizar análises financeiras e avaliações de desempenho.

Dado a estas constantes divergências, para definição de PME, em 1996 a Comissão Europeia lançou a primeira Recomendação 96/280/CE de definição para todos os seus Estados Membros (Comissão Europeia, 1996). Esta recomendação sofreu a primeira alteração em 2003, acrescentado e reformulando alguns aspetos, dando origem à Recomendação 2003/361/CE (Comissão Europeia, 2003). Assim, classificam-se como PME, de acordo com a recomendação 2003/361/CE da Comissão Europeia, as empresas nas quais o total de trabalhadores não exceda o número de 250 pessoas, o volume de negócios não ultrapasse os 50.000.000€ anual, ou as empresas tenham um total do balanço anual inferior a 43.000.000€. Na tabela 1, podemos observar a classificação de uma empresa, segundo a recomendação da EU.

**Tabela 1 - Classificação das PMEs**

<b>Categoria da empresa</b>	<b>Efetivos: unidade de trabalho ano</b>	<b>Volume de negócios anuais</b>	<b>Balanço total anual</b>
Médias empresas	< 250	<50 milhões de euros	<43 milhões de euros
Pequenas empresas	<50	< 10 milhões de euros	<10 milhões de euros
Microempresas	<10	< 2 milhões de euros	<2 milhões de euros

**Fonte:** CE- Classificação das PME segundo a recomendação da Comissão Europeia (CE) 2003/361, de 6 de Maio de 2003.

## **2.2 Vantagens das PMEs para economia**

As PMEs desempenham um papel fundamental na economia devido a várias vantagens que oferecem. Elas são importantes geradoras de empregos em muitas economias, demonstrando uma maior capacidade de expansão da força de trabalho em resposta à demanda do mercado, graças à sua agilidade e flexibilidade (Mendes et al., 2014). Além disso, as PMEs frequentemente se destacam por sua inovação e capacidade de adaptação rápida às mudanças nas condições do mercado. Com menos burocracia e hierarquia, elas permitem uma tomada de decisão mais rápida e eficiente.

Além de sua importância no mercado de trabalho, as PMEs também representam uma parte significativa do Produto Interno Bruto (PIB) em muitas economias, contribuindo para o crescimento económico e o desenvolvimento sustentável. Promovendo uma concorrência saudável nos mercados, as PMEs incentivam a inovação, a eficiência e a redução de preços, beneficiando os consumidores e impulsionando o crescimento econômico de forma geral.

É importante destacar ainda que as PMEs muitas vezes possuem uma presença mais forte em áreas rurais e periféricas, contribuindo para o desenvolvimento regional e ajudando a reduzir as disparidades económicas entre as regiões. Além disso, proporcionam oportunidades valiosas para empreendedores iniciarem e desenvolverem seus negócios, criando um ambiente propício ao empreendedorismo e à inovação, o que alimenta o ciclo de crescimento econômico.

Graças ao seu tamanho e estrutura enxuta, as PMEs são frequentemente mais resistentes a choques económicos e crises do que grandes corporações. Sua agilidade e capacidade de adaptação lhes permitem enfrentar desafios e continuar operando mesmo em tempos

difíceis. Por fim, ao atuarem em uma variedade de setores e indústrias, as PMEs contribuem para a diversificação da economia, reduzindo sua dependência de um único setor ou mercado.

### **2.3 Contributo das PMEs em Portugal e Espanha**

Portugal, assim como os demais países da União Europeia (UE) com 27 membros, possui um tecido empresarial composto predominantemente por PMEs que representam cerca de 99% do total de empresas do país (SBA, Fact Sheet, 2011). Essas PMEs desempenham um papel crucial na economia, não apenas em termos de quantidade, mas também de qualidade, sendo responsáveis por empregar aproximadamente 80% da força de trabalho e por gerar cerca de 67% do valor acrescentado nacional. Em 2020, as PME portuguesas representavam 99,9% do tecido empresarial.

Na Espanha, o setor de serviços foi muito afetado, especialmente a indústria do turismo (que contabiliza cerca de 12% da economia espanhola). As PMEs, que contribuem com 70% dos empregos, têm lutado para permanecer em funcionamento (o FMI estima que a parcela da dívida em risco de empresas vulneráveis vá aumentar em 7%, para cerca de 37%) (Guia de Mercado de Espanha, 2022).

Ainda de acordo com a informação do INE (2022), em Portugal foram registados 10,5 milhões de hóspedes dos quais 3,9 milhões estrangeiros isto em 2020. Em 2019, foram registados 27,0 milhões de hóspedes dos quais, 16,3 milhões de hóspedes estrangeiros, o que representa um decréscimo relativo de -61,3% e -75,7%, respetivamente. Estes valores demonstram a preponderância da crise pandémica no setor hoteleiro. A Espanha apresentou um total de 25,9 milhões de dormidas em 2020 (12,3 milhões de dormidas de estrangeiros e 13,6 milhões de dormidas de nacionais).

De acordo com o Banco de Portugal (2022), os decréscimos refletiram-se, também, nas receitas, com uma redução de -57,6%, correspondente a 7,7 mil milhões de euros. Em 2019, as receitas do turismo ascenderam aos 18,7 mil milhões de euros. Este indicador para Espanha assume o valor de 1,0 MM€.

As PMEs enfrentam diversos obstáculos devido aos seus recursos limitados, o que as torna menos competitivas em comparação com empresas de maior porte. Entre os desafios, destacam-se a escassez de mão de obra qualificada e as dificuldades no acesso a financiamento (Vera-Colina et al., 2011; Lee, 2019).

A obtenção de financiamento é crucial para o crescimento contínuo e sustentável das PMEs. No entanto, devido às particularidades dessas empresas, as decisões de

financiamento são significativamente impactadas (Abdulsaleh & Worthington, 2013). As dificuldades de acesso ao financiamento externo decorrem, em parte, da impossibilidade de aceder ao mercado de capitais, da escassez de garantias suficientes para obtenção de crédito e da assimetria de informação existente entre gestores e credores. Com o aumento da concorrência entre as empresas, o desempenho financeiro torna-se cada vez mais relevante para garantir a sobrevivência e a expansão dessas organizações tão dependentes do financiamento interno (Nunes et al., 2010).

## **2.4 A problemática da estrutura de capital**

A estrutura de capital de uma empresa tem suscitado interesse a nível da comunidade científica, fruto dos trabalhos desenvolvidos por Franco Modigliani e Merton Miller, muitas vezes referenciados como MM (Serrasqueiro et al, 2023). Esta parte da investigação tem ocupado uma parte substancial da literatura financeira centrando na composição entre o capital próprio e o capital alheio na qual a empresa obteve o financiamento.

É importante considerar a problemática da estrutura de capital considerando o foco no financiamento interno que o estudo procura desenvolver. Sendo assim, recorreremos ao estudo de Myers (1984) em que o autor define a estrutura de capital de uma empresa como o conjunto dos títulos emitidos pela empresa para financiar as atividades empresariais, ou ainda, como a proporção entre as dívidas de curto, médio e longo prazo e o capital próprio. Já os autores como Brealey et al. (2007) entendem a estrutura de capital como a composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa aos agentes económicos.

Nesta perspetiva, é importante realçar que a temática sobre a estrutura de capital tem levantado algumas questões para sustentar esta teoria como: A estrutura de capital afeta o valor da empresa? Qual é a estrutura de capital ou o nível de endividamento ótimo da empresa? Quais são os determinantes do nível de endividamento da empresa? Estas respostas são encontradas nos mais variados estudos consultados.

Dada a complexidade das decisões sobre a estrutura de capital ótima para a empresa, ainda assim os estudos sobre esta temática continuam a ser objeto de muitas pesquisas a nível da literatura financeira. Segundo Serrasqueiro e Caetano, (2015), esta complexidade é fruto da inter-relação com as fontes de financiamento, decisões de investimento e a distribuição de dividendos. Ainda assim, os achados de Myers (1984) afirmam que ainda não se conseguiu perceber os elementos que as empresas consideram quando escolhem a sua estrutura de capital.

Autores como Myers, (1984), Brealey, Myers e Allen, (2007) foram unânimes em definir estrutura de capital como o conjunto dos títulos emitidos pelas empresas para fazerem face às suas necessidades.

Logo, é correto afirmar que os estudos anteriores defenderam a importância das decisões de financiamento das empresas, acrescentando que, as boas combinações das diferentes formas de financiamento podem contribuir para o aumento do valor da empresa e conseqüentemente reduzir o custo de financiamento.

## **2.5 Determinantes do financiamento interno das PMEs**

Os determinantes do financiamento interno das PMEs podem variar em diferentes contextos econômicos e setores. No entanto, alguns fatores comuns influenciam a capacidade das PMEs de gerar financiamento a partir de fontes internas. Para efeitos deste estudo, as hipóteses formuladas incidem sobre duas teorias: a *Pecking Order Theory* (POT) e a *Trade-Off Theory* (TOT), propostas por Modigliani e Miller (1958) por duas razões: primeira, porque são as duas teorias mais relevantes da temática da estrutura de capital das empresas e segunda, porque maioritariamente, as PME são empresas de capital fechado, o que implica que nem sempre se aplique os argumentos da teoria da agência.

### **2.5.1 Hipóteses de Investigação**

#### **Dimensão**

A dimensão é um fator crucial no estudo do desempenho das empresas (Serrasqueiro & Nunes, 2014) e conseqüente acesso a financiamento interno. De acordo com a teoria de Trade-off, as empresas de maior dimensão apresentam um maior valor de ativos e maior diversificação das atividades o que acaba por diluir o risco da empresa (Rajan & Zingales, 1995). Uma conseqüência é que as empresas de maior dimensão sofrem de menores custos de falência, o que acaba por ser percebido pelos credores como sinal de menor risco, estando os mesmos mais dispostos a conceder créditos a estas empresas do que a empresas de menor dimensão. Como conseqüência, de acordo com a teoria, as empresas de maior dimensão recorrem mais facilmente à dívida, tendo menor necessidade de recorrer ao financiamento interno do que as empresas de menor dimensão, essas mais dependentes dos recursos internos. Em oposição, a mesma teoria pode levantar o argumento de que se a empresa é mais diversificada, com maior presença de mercado e com uma melhor reputação no mesmo, pode obter maiores níveis de rentabilidade. Considerando que os níveis de rentabilidade são um importante fator para o

financiamento interno e disponibilidade de liquidez interna, pode-se argumentar que uma empresa de maior dimensão poderá ter maiores níveis de financiamento interno.

Relativamente à teoria de *Pecking order*, considerando o potencial de rendibilidade das grandes empresas face a empresas de menor dimensão, quer por que gozam de uma posição de supremacia no mercado ou porque têm maior poder negocial com clientes e fornecedores, é esperado que tenham maior disponibilidade de recorrer ao financiamento interno do que as empresas de menor dimensão.

Segundo Scott (1976), o tamanho das empresas influencia diretamente o nível de endividamento, pois empresas maiores possuem ativos e resultados mais robustos, que podem ser utilizados como garantia em operações de crédito. Ortiz-Molina e Penas (2008) também identificaram que a dimensão de uma empresa funciona como um indicador de sua credibilidade perante terceiros. Para Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000), o tamanho da empresa afeta significativamente a sua política de financiamento. Diversos estudos empíricos sugerem uma relação positiva entre o porte das empresas e o seu nível de endividamento (Chittenden et al., 1996; Michaelas et al., 1999; Romano et al., 2001; Sogorb-Mira, 2005; Bhaird & Lucey, 2006; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; La Rocca et al., 2011; Degryse et al., 2012). Estes resultados são indicativos de que a necessidade em recorrer ao financiamento interno será menor em empresas de maior dimensão que conseguem mais facilmente aceder à dívida. Embora os argumentos teóricos possam ser ambíguos a evidência empírica parece sugerir que a dimensão reduz a necessidade pelo financiamento interno. Com base no exposto, espera-se que exista uma relação negativa entre o tamanho e o acesso ao financiamento interno das PME's do setor hoteleiro ibérico, levando à formulação da quarta hipótese:

**H1:** *A dimensão das empresas influencia negativamente o acesso ao financiamento interno das PME's do setor hoteleiro ibérico*

## **Tangibilidade**

De acordo com a teoria de *trade-off*, uma empresa com elevados níveis de ativos tangíveis sofre de menores custos de falência, uma vez que os ativos tangíveis não perdem o seu valor em caso de liquidação da empresa (Myers, 1977). Adicionalmente, estes ativos servem de colateral para a dívida (Benmelech & Bergman, 2009), o que dá segurança aos credores que se sentem mais confortáveis para conceder crédito a estas empresas, pois se não conseguirem pagar podem se apoderar destes ativos. Em ambos os argumentos, a teoria de *trade-off* estabelece que quanto maior o nível de ativo tangível

maior a propensão para o financiamento externo, logo menor a necessidade pelo financiamento interno.

Vários estudiosos (por exemplo, Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Chuan, 2013) argumentam que existe uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento. Isso ocorre porque ativos mais tangíveis fornecem maior segurança aos credores, permitindo que a empresa utilize esses ativos como colaterais, facilitando a obtenção de crédito.

***H2: A tangibilidade do ativo tem um efeito negativo no financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro ibérico;***

## **Divida total**

O endividamento desempenha um papel crucial para empresas jovens e PMEs, pois estas frequentemente dependem de financiamento externo para atender às suas necessidades financeiras. Isso ocorre porque, geralmente, essas empresas não conseguem acumular lucros retidos suficientes para sustentar suas operações e expansões (Matias & Serrasqueiro, 2017).

A teoria *pecking order* ao considerar liquidez e dívida dois lados de uma mesma moeda, pressupõe que quando o investimento supera os ganhos retidos aumenta a dívida e diminui o financiamento interno. Por outro lado, caso a empresa tenha esgotado a capacidade de autofinanciamento, pode aumentar o recurso à dívida sem que diminua o financiamento interno. A potencial relação positiva entre dívida e financiamento interno pode-se também justificar pela hipótese de que altos níveis de dívida pode restringir a capacidade de captar mais crédito e aumentar o custo do capital externo. Assim, para evitar mais endividamento e gerir melhor a liquidez e a solvência, essas empresas podem se voltar mais para o uso de seus recursos próprios. Por exemplo, Ferreira & Vilela (2004) referem que elevados níveis de alavancagem aumentam a probabilidade de falência devendo implicar um aumento no nível de financiamento interno para reduzir a probabilidade de dificuldades financeiras. Ambas as argumentações são compatibilizadas por Guney, Ozkan & Ozkan (2007) ao evidenciarem uma relação não monótona/linear. Então para níveis reduzidos de dívida a alavancagem apresenta-se como substituto para o financiamento interno. No entanto, a relação passa a positiva para elevados níveis de dívida. Tendo por base os argumentos teóricos e evidências empíricas espera-se uma relação positiva entre dívida e financiamento interno, estabelecendo-se a seguinte hipótese:

**H3:** *Os níveis de endividamento têm um impacto positivo no financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro ibérico*

## **Estrutura de Vencimento da Dívida**

De acordo com a teoria de *trade-off* empresas com predominância de dívida com vencimento no curto prazo devem manter maiores níveis de financiamento interno. Uma vez que a dívida de curto prazo obriga a empresa a renegociar periodicamente os termos do crédito. Em caso de não conseguir esse refinanciamento pode enfrentar sérias dificuldades financeiras, que devem ser evitadas mantendo um elevado nível de financiamento interno (Ferreira e Vilela, 2004). De acordo com o exposto, espera-se que o vencimento da dívida tenha um efeito positivo no financiamento interno, formulando-se a seguinte hipótese:

**H4:** *A estrutura de vencimento da dívida tem um impacto positivo no financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro ibérico*

## **Tesouraria**

De acordo com a teoria de *Pecking order*, na presença de assimetrias de informação as empresas preferem recorrer às fontes de liquidez interna e promoverem o financiamento interno do que recorrerem ao dispendioso financiamento externo (Myers & Majluf, 1984). A liquidez de uma empresa é comumente avaliada pela razão corrente, que é a relação entre ativos circulantes e passivos circulantes ou com recurso direto aos valores mantidos pelas empresas na tesouraria (caixa e outros equivalentes).

De acordo com Vo (2017), o impacto da liquidez nas decisões de estrutura de capital pode ser ambíguo. Para empresas com níveis mais altos de endividamento, espera-se uma relação negativa entre liquidez e dívida. No entanto, empresas com maior liquidez podem apresentar um nível mais elevado de endividamento, pois sua capacidade de cumprir obrigações de curto prazo é maior, o que resulta numa relação positiva entre liquidez e dívida. Burgstaller e Wagner (2015) defendem que, de acordo com a teoria do *trade-off*, a relação entre liquidez e endividamento é positiva. Em contraste, a teoria da *pecking order* prevê uma relação negativa entre liquidez e dívida nas PMEs (Öhman & Yazdanfar, 2017). Espera-se ainda que empresas com grande disponibilidade de recursos financeiros consigam manter seus níveis de investimento, mesmo em cenários económicos adversos, minimizando o risco de enfrentar dificuldades financeiras (Lee e Phan, 2017). No entanto, é crucial considerar que uma liquidez excessiva pode também

sinalizar uma subutilização de recursos, o que pode limitar o crescimento e impactar negativamente a rentabilidade.

De acordo com os argumentos apresentados estabelece-se a seguinte hipótese:

**H5:** *A tesouraria tem um efeito positivo no financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro ibérico.*

## **Oportunidade de crescimento**

As assimetrias de informação tornam-se mais relevantes em empresas com predominância de oportunidades de crescimento (Myers & Majluf, 1984). De facto, empresas com o seu ativo maioritariamente composto por oportunidades de crescimento e valores intangíveis sofrem maiores custos de falência, na medida em que os credores têm mais dificuldade em avaliar o real valor destes ativos e o valor destes cai drasticamente em caso de falência (Shleifer & Vishny, 1992). Portanto, a teoria de trade-off estabelece um potencial efeito positivo das oportunidades de crescimento nos níveis de financiamento interno. Além disso, as oportunidades de crescimento potencialmente aumentam os constrangimentos financeiros sentidos pelas empresas (os credores recusam-se a financiar estas empresas), o que aumenta a dependência destas empresas no financiamento interno para conseguirem realizar essas oportunidades de crescimento (de Jong et al., 2012; Marchica & Mura, 2010). Também, alinhada com estes argumentos está a teoria de Pecking order, na medida em que, se para estas empresas o custo do financiamento externo será potencialmente superior, maior necessidade têm de recorrer ao financiamento interno.

De acordo com um estudo de Escova, Bromiley e Hendrickx (2000), as oportunidades de crescimento têm uma relação positiva com o desempenho financeiro da empresa, o que aumentam as fontes de financiamento interno da empresa. De acordo com o exposto, formula-se a seguinte hipótese:

**H6:** *As oportunidades de crescimento têm um efeito positivo no financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro ibérico.*

## **Risco do negócio**

A teoria de *trade-off* e particularmente o motivo de precaução para ter disponibilidades indica que empresas com maior risco de flutuações no negócio e imprevisibilidade nos ganhos devem manter maiores níveis de financiamento interno (Miller e Orr, 1966), para

que possam continuar a investir mesmo quando experimentam fracos desempenhos operacionais. Este mecanismo de precaução ajudará, igualmente, a empresa a evitar o recurso à dívida que poderá ter dificuldade em pagar devido à volatilidade nos ganhos. De acordo com o exposto, espera-se que o risco do negócio tenha um efeito positivo no financiamento interno, formulando-se a seguinte hipótese:

***H7:** O risco do negócio tem um efeito positivo no financiamento interno das PME's do setor hoteleiro ibérico*

## **Crises financeira 2008**

Em crises financeiras, as condições de crédito tendem a se tornar mais rigorosas, com instituições financeiras reduzindo a disponibilidade de empréstimos e aumentando os custos de financiamento. Isso força as PME's a recorrerem mais aos seus próprios recursos para financiar operações e investimentos (Beck et al, 2008). A incerteza e a volatilidade associadas a crises económicas aumentam o risco percebido pelos credores. Como resultado, as empresas podem enfrentar dificuldades em obter crédito adicional, levando-as a depender mais de recursos internos para manter a solvência e a continuidade dos negócios (OECD, 2022). Consequentemente, o custo de obter financiamento externo pode aumentar durante uma crise, seja através de taxas de juros mais altas ou de condições mais severas. A utilização de recursos próprios se torna uma alternativa mais atraente e económica (Laeven e Valencia, 2018).

Portanto, a intensificação da dependência de financiamento interno por PME's durante crises financeiras é uma resposta estratégica a condições adversas de crédito e a um ambiente económico incerto. Espera-se que a crise financeira de 2008 incremente a importância do financiamento interno no setor do turismo, formulando-se a seguinte hipótese:

***H8:** A crise financeira de 2008 teve um efeito positivo no financiamento interno das PME's do setor hoteleiro ibérico.*

## **Covid-19**

Relatórios da Organização para Cooperação e Desenvolvimento económico (OCDE) aponta que a Covid-19 gerou uma ameaça significativa de crise económica, caracterizada pela interrupção das atividades produtivas em diversos países, pela redução acentuada dos níveis de consumo, pela deterioração da confiança do consumidor e pela queda dos mercados financeiros. Esses fatores culminaram, em última instância, em um aumento

geral da incerteza económica (OCDE, 2020). A pandemia da COVID-19 teve amplas implicações no tecido socioeconómico de todo o mundo. Esse cenário resultou em perda de renda, problemas para pagar as contas e para o cumprimento de outras obrigações financeiras, além do risco de se tornarem vítimas de golpes e fraudes.

Durante crises que afetem a atividade empresarial, muitas PME's enfrentaram dificuldades para aceder ao crédito (Lisboa, 2017). Instituições financeiras, diante da incerteza económica, tornaram-se mais cautelosas, restringindo a concessão de empréstimos, especialmente para empresas consideradas de maior risco, como as PME's. A elevação dos critérios de concessão de crédito e o aumento das taxas de juros aplicadas às PME's diminuíram as opções de financiamento externo, forçando essas empresas a dependerem mais dos seus próprios recursos. No entanto, a especificidade da crise da Covid-19 que levou ao encerramento forçado do setor hoteleiro espera-se que tenha tido um importante efeito negativo nas fontes de rendimento das PME's do setor, o que potencialmente pode ter afetado negativamente os níveis de financiamento interno das PME's do setor. Assim, formula-se a seguinte hipótese:

***H9: A pandemia de COVID-19 teve um efeito negativo no financiamento interno das PME's do setor hoteleiro ibérico.***

## 3- Metodologia

### 3.1 Dados e amostra

Neste capítulo, detalhamos a metodologia, a amostra e os dados empregados no estudo. Vale ressaltar que a amostra representa apenas uma fração da população total. Por essa razão, é crucial que a seleção da amostra seja cuidadosamente conduzida, a fim de garantir sua representatividade (Creswell, 2007).

Com isso em mente, optamos por incluir PME portuguesas e espanholas do setor hoteleiro. A definição de PME foi adotada conforme a recomendação da União Europeia L124/36 (2003/361/CE), que considera como PME as empresas que tem menos de 250 trabalhadores e um valor de balanço anual igual, ou inferior, a 43 milhões de euros ou um volume de negócios igual, ou inferior, a 50 milhões de euros.

Para recolha dos dados económicos e financeiros das PMEs do setor hoteleiro de Portugal e Espanha recorreu-se à base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), a qual permitiu recolher informação entre 2003 e 2023. Os dados foram obtidos para as empresas da divisão 55 - *Accommodation* (setor de acomodação) do código NACE rev 2 (Nomenclatura das Atividades Económicas), utilizado em espaço europeu para identificar atividades económicas. Esta divisão do código NACE é subdividida nas classes 5510 – Hotels and similar accommodation; 5520 - Holiday and other short-stay accommodation; 5530 – Camping grounds, recreational vehicle parks and trailer parks; e 5590 – Other accommodation. A informação foi recolhida para as empresas com características que permitam classificar como PME, excluiu-se da amostra as observações com informação em falta para qualquer das variáveis do estudo. Na tentativa de remover da análise organizações de muito pequena dimensão, em que os dados reportados estão na maioria das vezes em falta ou com erros contabilísticos, exclui-se as microempresas com ativos inferiores a 2 milhões de acordo com a Recomendação 2003/361/CE que classifica as microempresas como aquelas com menos de 2 milhões de Balanço. Após limpeza a amostra utilizada neste estudo é composta por 4.420 PME portuguesas e espanholas do setor hoteleiro, totalizando 36.605 observações, correspondendo a um painel não balanceado para evitar um potencial enviesamento por apenas considerar empresas sobreviventes ou de sucesso (*survivorship bias*).

A composição da amostra por país é apresentada na tabela 1, sendo naturalmente composta por mais empresas espanholas. A composição da amostra por subsetor é apresentada na tabela 2. Nesta, destaca-se uma clara supremacia de empresas classificadas com o código NACE 5510 (cerca de 88,3% das observações) que na base de

dados surge com a descrição “Estabelecimentos hoteleiros com restaurante”. Face a este subsetor, os restantes surgem com uma representatividade residual.

**Tabela 2.** Distribuição da amostra por país

	Número empresas	Número observações	Percentagem
Espanha	3,203	24,864	67.93
Portugal	1,217	11,741	32.07
Total	4,420	36,605	100

**Tabela 3.** Composição da amostra por subsetor de atividade

Subsetor	Observações	
	Código NACE	Número
Estabelecimentos hoteleiros com restaurante	5510	32,313
Residências para férias e outros alojamentos de curta duração	5520	2,786
Parques de campismo e de caravanismo	5530	1,233
Outros locais de alojamento	5590	273
Total		36,605

### 3.2 Variáveis

Sendo o objetivo deste estudo investigar os determinantes do financiamento interno das empresas do setor hoteleiro ibérico, um conjunto de variáveis explicativas são utilizadas para analisar o seu potencial impacto no financiamento interno. Em particular, as variáveis definidas permitem testar as hipóteses previamente definidas. A variável dependente *Financiamento interno* é medida com recurso aos *cash flows* da empresa. Reconhecendo a dificuldade em obter informação sobre os lucros retidos pelas PMEs, medida natural do financiamento interno, utilizou-se os *cash flows* da empresa como aproximação aos montantes internos que a empresa dispõe para se autofinanciar. Desta forma, considera-se neste estudo que o autofinanciamento está diretamente relacionado com os níveis de performance da empresa. A tabela 3 apresenta as variáveis do estudo, explicando a sua fórmula de cálculo.

**Tabela 4.** Definição das Variáveis

Variável	Definição
Variável Dependente	
Financiamento interno	<i>Cash Flow</i> /Total do Ativo (EBITDA/Total de Ativos).
Variáveis Independentes	
Dimensão	Log (Ativo Total)
Tangibilidade	Ativo Fixo Tangível / Total do Ativo
Endividamento	(Dívida de Curto prazo + Dívida de Longo prazo) / Total do Ativo
Estrutura da dívida	Dívida de Curto Prazo/Total do Ativo
Tesouraria	Caixa e equivalentes / Total do Ativo
Oportunidades de Crescimento	$(Vendas_t - Vendas_{t-1})/Vendas_{t-1}$
Risco do negócio	O valor absoluto da diferença entre a variação percentual anual do EBITDA e a média (série temporal) dessa variação (ver Bessler et al., 2013)
Crise financeira	Variável binária que assume o valor 1 para os anos 2008-2012 e o caso contrário (ver a recente classificação elaborada por Laeven e Valencia (2018) que considera que a crise financeira e os seus efeitos duraram entre estes anos para Espanha e Portugal)
COVID	Variável binária que assume o valor 1 para o ano 2020 e o caso contrário

O conjunto de variáveis explicativas específicas das empresas analisadas como *Dimensão*, *Tangibilidade*, *Endividamento*, *Estrutura da dívida*, *Tesouraria*, *Oportunidades de Crescimento* e *Risco do negócio* são amplamente reconhecidas na literatura como possíveis determinantes do financiamento das empresas. Sendo também objetivo do estudo examinar o impacto de choques macroeconómicos negativos no financiamento interno, adicionam-se as variáveis binárias *Crise financeira* e *COVID*, representantes dos anos de crise financeira e da pandemia de Covid-19 como os dois choques macroeconómicos mais relevantes durante o período da amostra.

### 3.3 Método de estimação

Considerando a natureza dos dados temporais para um conjunto de empresas, os métodos de dados em painel apresentam-se como uma possibilidade, frequentemente utilizada na literatura empírica sobre estrutura de capitais, para estimação e teste das nossas hipóteses.

Na equação 1 apresentamos o modelo econométrico utilizado para testar as hipóteses definidas anteriormente.

$$\begin{aligned} \text{Financiamento interno}_{i,t} &= \alpha + \beta_1 \text{Dimensão}_{i,t} + \beta_2 \text{Tangibilidade}_{i,t} \\ &+ \beta_3 \text{Endividamento}_{i,t} + \beta_4 \text{Estrutura da dívida}_{i,t} \\ &+ \beta_5 \text{Tesouraria}_{i,t} + \beta_6 \text{Crescimento}_{i,t} + \beta_7 \text{Risco do negócio}_{i,t} \\ &+ \beta_8 \text{Crise financeira}_{i,t} + \beta_8 \text{COVID}_{i,t} + \mu_i + v_{i,t} \end{aligned}$$

Onde:

$i$  representa a empresa e  $t$ , o tempo;  $\alpha$  é a constante do modelo; os  $\beta$  representam o coeficiente da respectiva variável independente;  $\mu_i$  representa os efeitos individuais de cada empresa e  $v_{i,t}$  representa o resíduo.

Para definir o estimador que melhor se adequa aos dados aqui apresentados, verificou-se a existência ou falta de efeitos individuais e desta forma testar a utilização de estimadores *Ordinary Least Squares* (OLS) contra estimadores de efeitos fixos ou aleatórios. Para tal, o teste *Lagrange Multiplier* (LM) foi utilizado (Breusch & Pagan, 1980). Este teste examina se a variância individual é zero (irrelevante), em caso de rejeição do teste, conclui-se pela existência de efeitos individuais. A rejeição do teste pressupõe a necessidade de utilizar estimadores aleatórios ou fixos, a não rejeição pressupõe a utilização de modelos OLS.

Em caso de se provar superioridade dos modelos de efeitos fixos ou aleatórios deve-se verificar a existência de correlação entre os efeitos fixos da empresa e as variáveis explicativas. O teste de Hausman (Hausman, 1978), permite testar a hipótese nula da inexistência de correlação entre os efeitos individuais não observados da empresa e os determinantes do financiamento interno. A não rejeição da hipótese nula mostra a superioridade dos modelos de efeitos aleatórios face aos modelos de efeitos fixos. A rejeição da hipótese nula indica que a correlação é relevante sendo indicada a utilização de estimadores de efeitos fixos.

A análise dos dados foi conduzida utilizando o software estatístico STATA/MP. 14.

## 4- Apresentação e discussão de resultados

### 4.1 Estatísticas Descritivas e Matriz de Correlações

A tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas neste estudo.

**Tabela 5:** Estatística descritiva

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Financiamento interno	36,605	0.051	0.095	-3.126	2.017
Dimensão	36,605	9.168	1.135	7.601	14.951
Tangibilidade	36,605	0.785	0.218	0.006	0.999
Endividamento	36,605	0.398	0.261	0.000	0.999
Estrutura da dívida	36,605	0.063	0.103	0.000	0.999
Tesouraria	36,605	0.062	0.105	0.000	0.970
Oportunidades de crescimento	33,749	0.354	2.173	-1.000	49.754
Risco do negócio	35,002	4.568	13.136	0.000	169.940

Os dados da Tabela 4 oferecem uma visão geral sobre as diferentes variáveis económicas e financeiras analisadas. Por exemplo, a variável dependente financiamento interno, com a média de 0,051 indica que as empresas, em média, têm fluxos de caixa positivos o que lhes permite afetar parte destes para financiamento interno. O desvio padrão com valores de 0,0949 mostra uma variação moderada no financiamento interno entre as empresas. Adicionalmente, o valor mínimo de financiamento interno negativo indica que algumas das PME's que constituem a amostra podem não ter fluxos operacionais suficientes que lhe sustentem o financiamento interno, estando nestes casos particularmente dependentes do financiamento externo para investir. Complementando com o valor médio do rácio de endividamento de aproximadamente 40%, indica que uma parte considerável dos ativos encontram-se suportados por dívida. De facto, considerando estes valores o financiamento externo parece ser primordial para as empresas deste setor. Os níveis de tesouraria e de ativos tangíveis confirmam a preponderância dos ativos tangíveis nestas empresas, o que sustentam a predominância de dívida de longo prazo, também confirmado pelo reduzido rácio de dívida de curto prazo (representado pela variável Estrutura da dívida). As oportunidades de crescimento e risco do negócio são muitos amplos, indicando grande variabilidade entre as empresas. Esses dados indicam uma amostra diversificada de empresas, com variações significativas em termos

de dimensão, estrutura de capital, liquidez e risco. As empresas têm perfis distintos em termos de financiamento, endividamento e tangibilidade de ativos.

A ampla dispersão em variáveis como Oportunidades de Crescimento e *risco do negócio* sugere que o desempenho e as perspectivas futuras das empresas diferem substancialmente, com algumas enfrentando grandes riscos ou declínios, enquanto outras têm grandes oportunidades de expansão.

Na tabela 5 é apresentada a matriz de correlações entre as variáveis contínuas do estudo e o VIF. As correlações entre as variáveis não são muito elevadas, sendo inferiores a 50%, sugerindo que não existem problemas de multicolinearidade entre as variáveis do estudo. Para confirmar esta situação, o VIF foi utilizado, sendo verificado que os valores são sempre inferiores 1,50, dando indicações que multicolinearidade não é um problema que afete este estudo.

**Tabela 6:** Matriz de correlação das variáveis e VIF (variance inflation factor)

Variáveis	Financiamento interno	Dimensão	Tangibilidade	Endividamento	Estrutura da dívida	Tesouraria	Oportunidades de crescimento	Risco do negócio
Financiamento interno	1.000							
Dimensão	-0.051**	1.000						
Tangibilidade	-0.112**	0.134**	1.000					
Endividamento	-0.215**	0.063**	0.223**	1.000				
Estrutura da dívida	-0.063**	-0.032**	-0.011*	0.265**	1.000			
Tesouraria	0.242**	-0.158**	-0.477**	0.226**	-0.072**	1.000		
Oportunidades de crescimento	0.029**	0.010	-0.010	0.035**	0.011*	0.024**	1.000	
Risco do negócio	-0.038**	0.028**	-0.007	0.043**	0.002	0.001	0.075**	1.000
<b>VIF</b>		<b>1.04</b>	<b>1.35</b>	<b>1.16</b>	<b>1.09</b>	<b>1.35</b>	<b>1.01</b>	<b>1.01</b>

Nota: \*, \*\*, \*\*\* denotam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

## 4.2 Principais resultados

A presente análise econométrica examina os determinantes do financiamento interno das empresas, apresentando quatro especificações distintas do modelo (Colunas 1 a 4). Foram incluídas variáveis relacionadas às características das empresas, como dimensão, tangibilidade, endividamento, estrutura da dívida, tesouraria, oportunidade de crescimento e risco do negócio, além de variáveis macroeconômicas que capturam o impacto da crise financeira e da pandemia de COVID-19. Para garantir a robustez dos resultados, foram considerados efeitos fixos a nível de empresa e efeitos fixos temporais (anuais) em diferentes especificações.

No que concerne aos testes de diagnóstico, diversas análises foram realizadas para verificar a validade e a adequação dos modelos estimados:

Teste Lagrange Multiplier (LM): Foi aplicado para identificar a presença de efeitos aleatórios no modelo. Os valores significativos confirmam a necessidade de utilizar modelos com efeitos fixos ou aleatórios. Teste de Hausman: Este teste comparou os estimadores de efeitos fixos e efeitos aleatórios, indicando que os modelos com efeitos fixos são mais apropriados, dado o resultado significativo. Teste Modified Wald: Utilizado para verificar a presença de heterocedasticidade nos resíduos. Os valores extremamente significativos sugerem a presença de variância não constante nos modelos. Teste Wooldridge: Aplicado para avaliar a presença de correlação serial nos resíduos dos modelos. Os resultados indicam evidências de autocorrelação, o que justifica o uso de abordagens robustas nos modelos apresentados. A combinação desses testes diagnósticos assegura a consistência e a robustez dos modelos estimados, permitindo uma interpretação confiável dos resultados apresentados.

**Tabela 7:** Determinantes do financiamento interno das empresas do setor hoteleiro ibérico

Variáveis independentes	Financiamento Interno			
	Coluna (1)	Coluna (2)	Coluna (3)	Coluna (4)
Dimensão	0.006* (-1.79)	0.008** (-2.02)	0.009** (-2.30)	0.008** (-2.10)
Tangibilidade	-0.007 (-0.84)	-0.007 (-0.79)	-0.003 (-0.30)	-0.003 (-0.35)
Endividamento	-0.117*** (-12.78)	-0.119*** (-12.86)	-0.108*** (-12.25)	-0.108*** (-11.98)
Estrutura da dívida	-0.001 (-0.16)	-0.001 (-0.10)	0.007 (0.90)	0.007 (0.88)
Tesouraria	0.129***	0.128***	0.120***	0.120***

	(8.97)	(8.85)	(8.73)	(8.70)
Oportunidade de crescimento	0.002***	0.002***	0.000	0.000
	(7.09)	(7.06)	(0.70)	(0.69)
Risco do negócio	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**
	(2.12)	(2.15)	(2.22)	(2.21)
Crise financeira			-0.020***	-0.020***
			(-16.23)	(-14.99)
Covid			-0.097***	-0.097***
			(-41.84)	(-41.99)
Constante	0.031	0.021	0.018	0.023
	(0.83)	(0.53)	(0.49)	(0.59)
Efeitos fixos empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos fixos anual	Não	Sim	Não	Sim
Observações	33,739	33,739	33,739	33,739
Estatística - F	112.42***	73.59***	295.39***	205.80***
R <sup>2</sup>	0.0720	0.0730	0.1746	0.1747
Teste Lagrange Multiplier	6301.99***	6283.79***	7765.27***	7963.22***
Teste Hausman	247.34***	263.02***	225.88***	202.97***
Teste Modified Wald	3.6e+37***	1.6e+38***	9.6e+37***	1.6e+36***
Teste Wooldridge	55.952***	55.450***	28.741***	24.774***

Nota: \*, \*\*, \*\*\* denotam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

O R<sup>2</sup> apresenta um valor próximo de 10%, aumentando para cerca de 18% quando as *dummies* ano são introduzidas ao modelo. Os resultados apresentados na tabela são geralmente similares entre os diferentes modelos, a exceção verifica-se ao nível da variável Oportunidades de crescimento que perde significância nas duas últimas colunas. Pela semelhança dos resultados e por se tratar de um modelo mais completo utiliza-se o modelo da coluna 4 para discutir os resultados.

A coluna (4) mostra que a variável Dimensão da empresa tem um impacto positivo e significativo sobre o financiamento interno das PME's do setor hoteleiro ibérico. Isso indica que, à medida que a empresa cresce, ela tende a depender e a disponibilizar mais de financiamento interno, o que pode ser explicado pelo aumento dos lucros retidos. Os valores de significância variam entre  $p < 0.05$  (significância de 5%) em todos os modelos.

A tangibilidade dos ativos não é estatisticamente significativa, com coeficientes próximos de zero e valores de t baixos. Isso sugere que a quantidade de ativos tangíveis não afeta significativamente o nível de financiamento interno nas PME's do setor hoteleiro ibérico que compõem o estudo.

A relação negativa e altamente significativa entre endividamento e financiamento interno ( $p < 0.01$ ) sugere que, à medida que as empresas aumentam seu nível de endividamento, elas tendem a reduzir a dependência de recursos internos. Em

particular, o incremento de um desvio padrão na variável Endividamento, mantendo tudo o resto constante, conduz a um decréscimo de aproximadamente 10.8 pontos percentuais nos níveis de financiamento interno das empresas que compõem a amostra. Estas evidências são consistentes com a teoria financeira de que endividamento e financiamento interno são dois lados de uma mesma moeda, em que para uma aumentar a outra terá de diminuir, funcionando assim como substitutos. Desta forma, as empresas mais endividadas dependem dessa forma de financiamento ou porque esgotaram a capacidade de se autofinanciar, ou porque gozam de boas condições para acesso ao crédito, ou porque não têm liquidez suficiente que lhes permita diminuir a sua dependência externa.

A variável Estrutura da dívida apresenta um coeficiente que não é estatisticamente significativo, sugerindo que a dívida de curto prazo não influencia diretamente o financiamento interno das PME's do setor hoteleiro ibérico.

O coeficiente positivo e altamente significativo da variável Tesouraria indica que empresas com mais liquidez tendem a financiar-se mais internamente. O incremento de um desvio padrão na variável Tesouraria, *ceteris paribus*, conduz a um incremento de 12 pontos percentuais no financiamento interno. Este resultado pode ser devido à disponibilidade de caixa para cobrir despesas operacionais, reduzindo a necessidade de recorrer a financiamento externo.

A variável Oportunidades de crescimento mostra significância positiva nas primeiras duas colunas (embora com um coeficiente próximo de zero), mas perde significância nas colunas em que adicionamos as variáveis específicas de controlo aos choques macroeconómicos. Isso pode sugerir que, em alguns contextos, o crescimento esperado incentiva o uso de recursos internos, mas sua relação não é robusta em todas as condições. Considerando que o valor das oportunidades de crescimento pode ser afetado pelas condições macroeconómicas, o efeito desta variável no financiamento interno pode ser anulado com a adição dos períodos macroeconómicos que mais afetaram a atividade empresarial, através da redução de linhas de crédito e também por potenciais reduções na rentabilidade do setor hoteleiro.

A variável Risco do negócio apresenta um coeficiente positivo e significativo, evidenciando um impacto positivo, embora que residual, no financiamento interno. De facto, o coeficiente próximo de zero indica que o impacto é pouco relevante no financiamento interno. Embora esta situação, este resultado parece indicar que empresas com maior risco tendem a financiar-se mais internamente, possivelmente para evitar maiores custos ou dificuldades no acesso ao crédito externo.

A variável Crise financeira e a variável COVID têm ambas coeficientes negativos e altamente significativos, sugerindo que durante períodos de crise, o financiamento interno diminui. Durante o período considerado para a crise financeira de 2008 estima-se que o financiamento interno tenha diminuído 2 pontos percentuais, enquanto que durante a crise pandêmica estima-se que o financiamento interno tenha diminuído aproximadamente 9.7 pontos percentuais, isto mantendo tudo o resto constante. Este resultado pode ser devido à diminuição da liquidez ou ao aumento das pressões financeiras, que limitam a capacidade das empresas de se autofinanciar.

### **4.3 Discussão dos Resultados**

Os resultados mostraram que a dimensão da empresa tem um efeito positivo no acesso ao financiamento interno, contradizendo a hipótese inicial de que teria um efeito negativo. Isso está alinhado com a teoria de que empresas maiores geralmente possuem melhores condições de acesso ao crédito devido a uma maior capacidade de gerar receitas e um histórico de crédito mais sólido. Segundo a literatura, empresas maiores podem ter mais ativos tangíveis e uma melhor reputação no mercado, o que facilita o acesso a financiamento externo (Baker & Wurgler, 2002; Rajan & Zingales, 1998). Considerando as evidências empíricas, a hipótese 1 pode ser rejeitada.

A falta de significância da tangibilidade no financiamento interno sugere que, neste contexto, o ativo tangível pode não ser um fator crucial para a capacidade de autofinanciamento das PMEs. A teoria financeira propõe que a tangibilidade poderia ser um colateral valioso para empréstimos (Myers, 2001). No entanto, o cenário atual pode indicar que as empresas estão buscando alternativas mais flexíveis ou que a incerteza em tempos de crise diminui o valor percebido dos ativos tangíveis. Face ao documentado a hipótese 2 pode ser rejeitada.

Os resultados demonstraram uma relação negativa significativa entre o endividamento e o financiamento interno, apoiando a teoria da estrutura de capital que sugere que um maior endividamento pode reduzir a capacidade das empresas se autofinanciarem. Segundo Kraus e Litzberger (1973), o aumento do endividamento leva a custos de falência e à necessidade de gerar fluxos de caixa para cobrir obrigações, limitando o capital disponível para reinvestimento. Este resultado pode ser sustentado com a teoria de *pecking order* que considera financiamento interno e dívida como substitutos, em que o incremento da dependência por dívida diminui a dependência por financiamento interno. Este resultado contraria os argumentos de que o endividamento aumenta o financiamento interno por questões de precaução, assim como as evidências de Ferreira & Vilela (2004). Simultaneamente, permite rejeitar a hipótese 3.

A estrutura da dívida não teve um impacto significativo, o que sugere que, neste setor, as empresas podem estar mais preocupadas com a quantidade total de dívida do que com a composição entre curto e longo prazo. De facto, as estatísticas descritivas mostram níveis relativamente baixos de dívida de curto prazo, sugerindo que estas têm pouca influência na decisão da empresa em diminuir ou aumentar as suas fontes de financiamento interno. A teoria financeira geralmente argumenta que uma estrutura de dívida equilibrada pode ajudar a minimizar riscos financeiros (DeAngelo & Roll, 2015), mas os resultados sugerem que, no contexto das PME's do setor hoteleiro, essa preocupação pode ser secundária em relação a fatores como liquidez e rentabilidade. Os resultados implicam rejeitar a hipótese 4.

Os resultados indicam que a tesouraria tem um efeito positivo no financiamento interno, o que é consistente com a teoria de que empresas com maior liquidez têm maior capacidade de autofinanciamento. Em particular, a teoria de *pecking order* defende que a utilização de fontes internas de liquidez permite financiar a atividade da empresa a um custo inferior quando comparada ao financiamento externo, desta forma a existência de disponibilidades em dinheiro incrementa a possibilidade da empresa se autofinanciar. A teoria do ciclo de caixa sugere que a gestão eficaz do caixa é crucial para a solvência e para a capacidade de investir (Deloof, 2003). Desta forma, os resultados obtidos não permitem rejeitar a hipótese 5.

As oportunidades de crescimento mostram um efeito positivo que embora não sendo consistente entre os modelos, parece não ser significativo no financiamento interno das empresas do estudo, sugerindo que a relação entre crescimento e financiamento pode ser mais complexa. A teoria de *pecking order* sugere que as empresas preferem financiar projetos valiosos com recursos próprios antes de recorrer ao endividamento para evitar que os fluxos obtidos com o projeto sejam pagos aos credores em vez de serem distribuídos aos proprietários (de Jong et al., 2012; Marchica & Mura, 2010). Por outro lado, a teoria de *trade-off* também não parece justificar este resultado, uma vez que também esta argumenta que as oportunidades de crescimento dificultam a avaliação que os credores fazem ao valor das empresas para decidir se concedem ou não crédito, pelo que geralmente estas empresas encontram situações de crédito mais difíceis do que outras empresas. Consequentemente, estas empresas sofrem, também de maiores custos de falência dado que as oportunidades de crescimento não são palpáveis, perdendo rapidamente o seu valor em caso de falência (Shleifer & Vishny, 1992). Este resultado poderá ser explicado pela natureza das empresas que dependem maioritariamente de ativos tangíveis para desenvolver a sua atividade. Adicionalmente, a análise ao nível de PME's não permite utilizar a variável que naturalmente mede as oportunidades de

crescimento por intermédio dos valores de mercado da empresa, pelo que a utilização do crescimento das vendas para medir as oportunidades de crescimento futuras poderá não ser perfeita. Face ao exposto a hipótese 6 pode ser rejeitada.

O risco do negócio teve um impacto positivo, o que pode indicar que empresas que operam em ambientes mais voláteis estão mais inclinadas a utilizar seus recursos internos como uma forma de mitigar o risco. A teoria de *trade-off* e particularmente o motivo de precaução sugere que, empresas com maiores flutuações no negócio tendem a ser mais conservadoras em suas estratégias de financiamento, priorizando a estabilidade financeira (Kraus & Litzenberger, 1973). Os resultados obtidos não permitem rejeitar a hipótese 7.

Os impactos negativos da crise financeira de 2008 e da pandemia de COVID-19 no financiamento interno não permitem corroborar os argumentos de que durante crises, as instituições financeiras tendem a restringir o crédito, o que leva as empresas a dependerem mais de seus próprios recursos para sustentar as suas operações (Berger & Udell, 2004). Tal pode ser justificado pelo facto das crises em análise terem afetado a negativamente a rentabilidade das empresas, afetando por essa via, e reduzindo, as fontes de financiamento interno das PME's. De facto, este argumento já se tinha revelado primordial para estabelecimento do potencial efeito da crise de Covid-19 nos níveis de financiamento interno. No entanto, parece igualmente estender-se ao período da crise financeira. Considerando o maior impacto negativo do período de Covid-19 no financiamento interno das PME's, parece dar força ao anterior argumento. Em particular, a Covid-19 revestiu-se de uma maior ameaça económica, afetando a atividade operacional das empresas e alterando os padrões de consumo das famílias, materializando-se num decréscimo brutal da rentabilidade das empresas (OCDE, 2020). Em particular, o setor do turismo ficou parado, com as empresas a terem de fechar portas. Dessa forma, o financiamento interno foi reduzido por intermédio de uma menor receita, diminuindo as fontes de liquidez que sustentam o financiamento interno. Tendo por base os resultados obtidos, por um lado podemos rejeitar a hipótese 8 e por outro não temos evidências que permitam rejeitar a hipótese 9.

## Conclusões

A presente dissertação procurou obter evidências dos fatores que determinam o financiamento interno das PME do sector hoteleiro ibérico. Para atingir este objetivo recorreu-se à base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), a qual permitiu recolher informação entre 2003 e 2023. Para análise, a informação foi recolhida para as empresas com características que permitam classificar como PME, excluiu-se da amostra as observações com informação em falta para qualquer das variáveis do estudo. Para análise dos determinantes do financiamento interno das PMEs do sector hoteleiro ibérico recorreu-se a modelos de dados em painel estáticos com estimadores fixos.

Os resultados mostraram que, a dimensão das empresas tem um impacto positivo e significativo sobre o financiamento interno, indicando que a dimensão da empresa aumenta os níveis de financiamento interno. Os níveis de tesouraria impactam igualmente de forma positiva o financiamento interno. Por outro lado, o endividamento impacta negativamente os níveis de financiamento interno das PMEs do setor hoteleiro. Estas evidências encontram suporte na teoria de *pecking order*, sugerindo que esta teoria surge como fundamental para as decisões de estrutura de capitais das PMEs em estudo.

O risco do negócio, medido pela volatilidade dos ganhos da empresa, apresenta um impacto positivo no financiamento interno, indicando que motivos de precaução relativamente a um potencial incremento do risco financeiro devido a ganhos voláteis são considerados pelas empresas no estabelecimento das suas fontes de financiamento. Finalmente, variáveis como a tangibilidade do ativo, a estrutura de vencimento da dívida no curto prazo e as oportunidades de crescimento (medidas como a percentagem de crescimento das vendas) não têm um impacto significativo no financiamento interno das PMEs em análise.

Verifica-se, igualmente, um importante efeito negativo dos principais choques macroeconómicos, durante o período em análise, nos níveis de financiamento interno das empresas. Em particular, quer o período da crise financeira que se considera que os seus efeitos nefastos nos mercados de capitais perduraram até 2012 em Portugal e Espanha, quer o período da crise pandémica de Covid-19 contribuíram para uma redução do financiamento interno obtido por via dos *cash flows* das PMEs do setor hoteleiro. Desta forma, o argumento de que as condições de crédito pioram em períodos de crise, o que se materializa numa maior dependência pelo financiamento interno como medida para evitar recorrer ao dispendioso financiamento externo não é corroborado pelos resultados obtidos. Em concreto, durante estes períodos não se verifica um incremento

do financiamento interno, contrariamente verifica-se uma contração. Posto isto, realçam-se os argumentos de que a redução dos níveis de confiança das famílias, a redução dos níveis de consumo e a conseqüente menor rendibilidade do setor muito dependente do clima macroeconómico, culmina numa menor disponibilidade de financiamento interno. Isto, porque as fontes de rendibilidade que alimentam o financiamento interno são menores durante estes períodos.

Desta forma, este estudo contribui para a literatura em estrutura de capitais através do seu foco nos determinantes do financiamento interno. Uma perspetiva contrária à maioria dos estudos que colocam o foco na explicação dos níveis de endividamento da empresa. A análise do setor do turismo, em particular nos fatores que afetam decisões de financiamento interno dos estabelecimentos de acomodação surge como um fator distintivo do estudo. De facto, o foco num setor tão dependente do financiamento externo para suportar os investimentos mais estruturais e valiosos para as empresas deste setor e as evidências de que aumenta ou diminui a possibilidade de financiamento interno abre portas a um tipo de financiamento alternativo às empresas do setor, particularmente para as PME's. Os efeitos negativos da crise financeira de 2008 e do período da crise pandémica nos níveis de financiamento interno, mostram que as empresas podem ter sido privadas de manter a sua agenda de investimento durante este período, uma vez que podem ter evitado o dispendioso financiamento externo, mas que também o financiamento interno pode ter sido insuficiente para alavancar o investimento. Finalmente, o estudo revela uma preponderância da teoria de *pecking order* nas decisões de financiamento das PME's do setor hoteleiro em Portugal e Espanha.

Em termos práticos, este estudo sugere que as PME's do setor hoteleiro beneficiariam da constituição de reservas de liquidez que permitissem desenvolver a sua atividade diária e manter a sua política de investimentos mesmo em períodos em que o acesso ao crédito, do qual o setor tão dependente está, é mais restringido. Desta forma, a constituição de reservas de liquidez serviria como uma almofada para períodos de incerteza em que a atividade no setor é sempre muito afetada.

Uma limitação do estudo foi a dificuldade em utilizar *proxies* adequadas para a medição das variáveis. Em particular, a variável dependente Financiamento interno seria naturalmente medida pelos lucros retidos, no entanto ao nível de PME's nem sempre é fácil perceber a fração do lucro que fica retido, a que é distribuída ou a forma como é aplicada na empresa. Também, não é possível medir adequadamente as oportunidades de crescimento das PME's.

Como futura agenda de investigação seria interessante perceber se existe diferenças em termos de rentabilidade entre as PME's do setor hoteleiro que estão mais e menos dependentes do financiamento interno.

## Referências Bibliográficas

Abdulsaleh, A. M., & Worthington, A. C. (2013). Small and Medium-sized Enterprises Financing: A Review of Literature. *International Journal of Business and Management*, 8(14), 36-54.

Banco de Portugal. (2022). Relatório sobre o impacto da pandemia nas receitas do turismo em Portugal. Banco de Portugal.

Benmelech, E., & Bergman, N. (2009). *Financial Constraints and Employment: Evidence from a Financial Crisis*. *Journal of Financial Economics*, 94(3), 506-522. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.008>

Bessler, W., Lysenko, T., & Zavadskas, E. K. (2013). Determinants of capital structure in the EU countries: The role of national culture. *Journal of Business Economics and Management*, 14(2), 357-379. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.757133>

Bhaird, C. M., & Lucey, B. M. (2006). Determinants of the capital structure of Irish SMEs. *Small Business Economics*, 28(4), 279-293. <https://doi.org/10.1007/s11187-005-2079-3>

Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857-878.

Brealey, R. A., et al. (2007). *Principles of Corporate Finance* (8th ed.). McGraw-Hill.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (2004). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance*, 28(11), 3015-3044. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.035>

Brennan, M. J., & Schwartz, E. S. (1978). Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure. *Journal of Business*, 51(1), 103-114.

Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics. *Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253. <https://doi.org/10.2307/2297111>

Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm financing: A review of the literature. *International Small Business Journal*, 14(3), 68-85. <https://doi.org/10.1177/0266242696143005>

- Costa, A. (2014). *Financiamento e Gestão de PMEs*. Editora XYZ.
- Chuan, L. (2013). *Determinants of Capital Structure: A Survey of Literature*. *International Journal of Business and Management*, 8(14), 50-60.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Degryse, H., De Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firm financing. *Journal of Banking & Finance*, 36(9), 2614-2624. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.04.017>
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2018). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 31(1), 137-156. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9081-8>
- Devesa, M., & Esteban, L. (2011). Financial constraints and the capital structure of SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(5-6), 759-786.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. In B. Espen Eckbo (Ed.), *Handbook of Empirical Corporate Finance* (pp. 135-202). Elsevier.
- Hausman, J. A. (1978). *Specification Tests in Econometrics*. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y., Balcılar, M., & Onal, Y. B. (2009). Determinants of capital structure: Evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5), 594-609.
- Kim, E. H. (2008). Financial structure in industrial organizations. *Journal of Economic Literature*, 26(1), 189-202.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2018). *Systemic Banking Crises Revisited*. International Monetary Fund (IMF) Working Paper No. 18/206. <https://doi.org/10.5089/9781484375733.001>
- La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2011). The determinants of capital structure: Evidence from Italian firms. *International Journal of Managerial Finance*, 7(2), 168-189. <https://doi.org/10.1108/17439131111126316>

- Lee, Y. (2019). Obstáculos financeiros e competitividade das PMEs: Um estudo comparativo. *Journal of Business and Economics*, 45(2), 134-150.
- Lopez-Gracia, J., & Aybar-Arias, C. (2000). Firm size and capital structure: A new approach. *Journal of Applied Economics*, 3(2), 303-317. [https://doi.org/10.1016/S1514-0326\(00\)00011-0](https://doi.org/10.1016/S1514-0326(00)00011-0)
- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing: Evidence from Spanish SMEs. *Small Business Economics*, 31(3), 341-359. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9135-3>
- Michaelas, E., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from a panel of small and medium-sized firms. *Small Business Economics*, 12(2), 113-130. <https://doi.org/10.1023/A:1008049510517>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nunes, P. M., Serrasqueiro, Z., & Sequeira, T. N. (2009). Profitability in services industries: Evidence from Portuguese small and medium-sized enterprises. *Service Industries Journal*, 29(5), 693-707.
- Nunes, P. M., et al. (2010). A Importância do Financiamento Interno para as PME. *Revista de Estudos Empresariais*, 23(4), 45-63.
- Ortiz-Molina, H., & Penas, M. F. (2008). The determinants of capital structure: A market-oriented approach. *The Journal of Financial Research*, 31(3), 249-266. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2008.00226.x>

- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Palvia, P. C. (2001). Capital structure decision-making: A model and empirical evidence from the Australian SMEs. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 14-35. <https://doi.org/10.1111/1540-627X.00007>
- Scott, J. H. (1976). A theory of optimal capital structure. *The Journal of Finance*, 31(3), 673-692. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1976.tb01829.x>
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, J. (2015). Decisões de Financiamento e a Estrutura de Capital: Uma Análise Empírica nas PME Portuguesas. *Revista Portuguesa de Gestão*, 12(3), 25-41.
- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2014). Financing behavior of Portuguese SMEs in hotel industry. *International Journal of Hospitality Management*, 43, 98-107. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2014.08.009>
- Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2014). O impacto da dimensão das empresas no acesso ao financiamento e no seu desempenho económico. *Revista Portuguesa de Gestão*, 22(3), 112-134.
- Serrasqueiro, Z., et al. (2023). Estrutura de Capital e Desempenho das PME: Uma Revisão da Literatura e Perspectivas Futuras. *Journal of Financial Studies*, 18(2), 99-112.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from Spanish SMEs. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 11(4), 242-257. <https://doi.org/10.1108/13552550510607207>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). *The Determinants of Capital Structure Choice*. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Vera-Colina, A., et al. (2011). Desafios enfrentados pelas PMEs em termos de financiamento e mão de obra qualificada. *Journal of Small Business Management*, 49(3), 456-473.
- Wu, L., & Yeung, C. (2012). The financing decisions of SMEs: Theory and evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 13(1), 53-78. <https://doi.org/10.3846/16111699.2011.620144>

