DOI 10.53681/wfthm315

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

RELATIONSHIP BETWEEN THE COST OF DEBT AND THE QUALITY OF FINANCIAL INFORMATION IN PORTUGUESE HOTEL COMPANIES

Luciana Vieira[1], *Jorge Alves*[2], *Ana Paula Monte*[3]

Resumo

O objetivo central deste trabalho é perceber se existe uma relação entre a Qualidade da Informação Financeira (QIF) e o custo de capital alheio das empresas, ou seja, pretende-se verificar se uma melhor QIF proporciona um menor custo de capital alheio. A análise tem como objeto de estudo empresas portuguesas do setor hoteleiro. Para isso, utilizou-se uma amostra constituída por 13.956 observações de empresas portuguesas do setor hoteleiro, obtida através da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI), para o período compreendido entre 2011 e 2019. Após a medição da QIF, de acordo com o modelo de Jones (1991), o modelo de análise que permite verificar a relação entre as duas principais variáveis em estudo, ou seja, o custo de capital alheio, como variável dependente, e a QIF, como variável independente, é estimado por *Ordinary Least Squares (OLS)*. São ainda consideradas outras variáveis independentes relacionadas com a estrutura de capital, como sejam a tangibilidade e rendibilidade dos ativos, a liquidez corrente, o risco de negócio e a dimensão da empresa. Os resultados empíricos permitem concluir que quanto menor é a QIF maior é o custo de capital alheio. Os resultados mostram ainda que a tangibilidade dos ativos, o risco de negócio e a dimensão apresentam uma relação negativa com o custo de capital alheio, ao passo que a rendibilidade apresenta uma relação positiva com o mesmo. Desta forma, os gestores devem ter em atenção estas variáveis, para obterem custos de financiamento externo mais baixos.

Palavras-chave: custo de capital alheio; estrutura de capital; qualidade de informação financeira; setor hoteleiro.

[1] a34487@alunos.ipb.pt; Instituto Politécnico de Bragança.
[2] jorge@ipb.pt; Instituto Politécnico de Bragança, UNIAG.
[3] apmonte@ipb.pt; Instituto Politécnico de Bragança, UNIAG.

Abstract

The main objective of this work is to understand if there is a relationship between the Quality of Financial Information (QFI) and the cost of debt capital of companies, ie, it is intended to verify whether a better QFI provides a lower cost of debt. The analysis has as object of study the Portuguese companies in the hotel sector. For this, was used a sample consisting of 13.956 observations of Portuguese companies in the hotel sector, taken through the SABI database, for the period between 2011 and 2019. After measurement the QFI according to Jones (1991) model, the analysis model that allows verifying the relationship between the two main variables under study, ie, the cost of debt capital, as a dependent variable, and the QFI, as an independent variable, is estimated by Ordinary Least Square. Other independent variables related to the capital structure are also considered, such as tangibility and profitability of assets, current liquidity, business risk and the size of the company. The empirical results allow us to conclude that the lower the QIF, the higher the cost of debt. The results also show that the tangibility of assets, business risk and size have a negative relationship with the cost of debt, while profitability has a positive relationship with it. Therefore, managers must pay attention to these variables, in order to obtain lower external financing costs.

Keywords: cost of debt capital; capital structure; quality of financial information; hotel sector.

1. INTRODUÇÃO

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

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

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

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

O presente texto está organizado em cinco secções, incluindo a introdução. Na segunda secção é apresentado o enquadramento teórico do tema. De seguida, na terceira secção é apresentada a metodologia utilizada. Na quarta secção são apresentados os resultados e por último, na quinta secção, é apresentada a conclusão, limitações e ainda algumas sugestões para investigação futura.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Estrutura de capital: teorias e determinantes

De acordo com Brealey *et al*. (2018), a escolha entre financiamento de capital próprio ou de capital alheio é designada por decisão de Estrutura de Capital (EC). Desta forma, a EC pode ser entendida como a combinação entre os capitais alheios de médio e longo prazo e os capitais próprios (Schoroeder *et al*., 2005).

De seguida, serão apresentadas as teorias que têm marcado a problemática da EC, assim como os seus defensores.

2.1.1. Teorias explicativas da estrutura de capital

Neste subponto apresentam-se, de forme breve, as teorias sobre a EC do *Trade-off* e *Pecking Order*, sendo estas as teorias mais citadas recentemente em inúmeros trabalhos de investigação publicados (Agyei *et al*., 2020; Arévalo-Lizarazo *et al*., 2022; D.-H. Chen *et al*., 2013; Frank & Goyal, 2003; Ghazouani, 2013; Hastutik *et al*., 2022; Jahanzeb *et al*., 2013; Khalaf, 2022.; Matias & Serrasqueiro, 2017; Serrasqueiro; Matias & Salsa, 2016; Qureshi, 2015; Sardo & Serrasqueiro, 2017; Serrasqueiro *et al*., 2016; Serrasqueiro & Caetano, 2015; Serrasqueiro *et al*., 2011; Sumail & Akob, 2022; Vătavu, 2012; Wiagustini *et al*., 2017).

2.1.1.1. Teoria do *Trade-off*

A teoria anterior à teoria *Trade–off* incentivava a utilização de capitais alheios devido aos benefícios fiscais que a empresa tem, mas como é logico uma empresa não pode recorrer somente ao endividamento pois corre o risco de falência, o que pressupõe que deva ser definido um nível ótimo de endividamento. Nesta sequência, passadas

algumas décadas, para conferir mais realismo aos estudos sobre a EC surge a teoria do *Trade-off* (Gomes & Pereira, 2014; Ghazouani, 2013).

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

Desta forma, a teoria *Trade-off* desenvolve uma corrente que defende a existência de uma estrutura ótima de capital, mas esta resulta da conjugação perfeita entre os benefícios fiscais resultantes do endividamento e os custos de falência, ou seja, a EC é atingida quando os custos de falência se igualam aos benefícios fiscais (Robicheck & Myers, 1965; Agyei *et al*., 2020).

2.1.1.2. Teoria *Pecking Order*

Segundo a teoria *Pecking Order*, em consequência dos problemas da informação assimétrica relativamente aos custos das diferentes fontes de financiamento, deve existir uma hierarquia, ordenada de forma crescente, de acordo com o risco associado (Myers, 1984). Desta forma, as empresas devem, em primeiro lugar, financiar os seus investimentos com financiamento interno, ou seja, autofinanciando-se e só depois, caso seja necessário, recorrer ao financiamento externo, nomeadamente, a empréstimos e em situações ocasionais à emissão de ações (Camfield *et al*., 2018; Agyei *et al*., 2020; L. Chen *et al*., 2011; Jahanzeb *et al*., 2013; Sumail & Akob, 2022; Wiagustini *et al*., 2017).

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

2.1.2. Determinantes da estrutura de capital

Neste subponto apresentam-se alguns dos determinantes da EC, nomeadamente a tangibilidade dos ativos, a rendibilidade dos ativos, a liquidez corrente, o risco de negócio e a dimensão da empresa.

2.1.2.1. Tangibilidade dos ativos

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

Trade–off existe uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento, porque quanto maior o valor dos ativos maior o valor do endividamento, uma vez que os ativos servem de garantia em caso do processo de falência e reduzem os custos de agência e os problemas de assimetria de informação (Nunes & Serrasqueiro, 2017; Pacheco & Tavares, 2017). Relativamente à teoria *Pecking Order*, esta também sugere uma relação positiva, porque empresas com mais AFT podem oferecer mais garantias, o que deixa os seus financiadores mais confortáveis, e por isso podem investir mais nos seus projetos por conseguirem mais fundos e porque os custos financeiros desses fundos serem menores (Aggarwal & Padhan, 2017; Mueller & Sensini, 2021; Pacheco & Tavares, 2017).

2.1.2.2. Rendibilidade dos ativos

Segundo a teoria *Trade–off*, as empresas com maior rendibilidade devem recorrer mais à dívida para poderem usufruir dos benefícios fiscais ao deduzirem os encargos financeiros devido a recorrerem ao financiamento externo (Nunes & Serrasqueiro, 2017). Já segundo a teoria *Pecking Order*, as empresas mais rentáveis não devem deixar de obedecer à ordem da hierarquia e devem financiar os seus projetos/investimentos, primeiramente, com os seus próprios fundos e só em último lugar recorrer à dívida (Li & Singal, 2019; Pacheco & Tavares, 2017). Neste sentido, alguns estudos empíricos (Aggarwal & Padhan, 2017; Modigliani & Miller, 1963; Mueller & Sensini, 2021; Nunes & Serrasqueiro, 2017; Serrasqueiro & Caetano, 2015), tendo por base a teoria *Trade-off*, sugerem uma relação positiva, já outros, tendo por base a teoria *Pecking Order*, sugerem uma relação negativa.

2.1.2.3. Liquidez corrente

Tal como acontece com a rendibilidade dos ativos, estudos empíricos anteriores (Aggarwal & Padhan, 2017; Pacheco & Tavares, 2017) também verificaram resultados divergentes porque, se por um lado, as empresas que apresentem um bom rácio de liquidez podem recorrer à dívida sem qualquer problema por possuírem uma boa capacidade de cumprir com os seus compromissos financeiros, por outro lado, devem preferir sempre primeiramente o autofinanciamento, pois, os custos incorridos nesta última situação serão inferiores. Posto isto, se se atender à teoria de *Pecking Order*, prevê-se uma relação negativa entre o rácio da liquidez e o endividamento, ou seja, empresas mais endividadas apresentarão níveis mais baixos de tesouraria. Contrariamente, se se tiver em conta a teoria *Trade-off*, existirá uma relação positiva entre a liquidez e o endividamento.

2.1.2.4. Risco de negócio

Os estudos empíricos já realizados defendem resultados diferentes acerca da relação entre o risco e o endividamento, ou seja, alguns autores defendem uma relação negativa (Bastos & Nakamura, 2009) e outros uma relação positiva (Pacheco & Tavares, 2017). Isto deve-se ao facto de a medição desta variável ser realizada a partir de diferentes indicadores, uma vez que é difícil definir parâmetros para medir este

determinante (Pacheco & Tavares, 2017; Teixeira e Parreira, 2014). Com isto, a maior parte dos estudos sugerem uma relação negativa, pois empresas com níveis mais altos de risco têm uma maior probabilidade de falência, tornando os encargos com a dívida mais altos, o que corresponde a uma menor possibilidade de utilização do endividamento na EC (Bastos & Nakamura, 2009; Harris & Raviv, 1991; Teixeira & Parreira, 2014;). No entanto, estudos como Mutenheri e Green (2002), Pacheco e Tavares (2017) encontraram uma relação positiva o que pode estar relacionado com a dimensão das empresas, pois os investidores continuam a financiar empresas de grande dimensão apesar de ser arriscado.

2.1.2.5. Dimensão da empresa

Por um lado, empresas de maior dimensão conseguem obter com maior facilidade capital alheio a custos mais reduzidos, pela probabilidade de falência ser menor (Fama & French, 2007; Rajan & Zingales, 1995). Por outro lado, empresas de menor dimensão também são obrigadas a recorrer à dívida, pelo menos na fase inicial da sua atividade, sendo por vezes a única forma de atingirem os seus objetivos, pois ainda não têm a capacidade de se autofinanciar (Mueller & Sensini, 2021). Desta forma, vários estudos encontraram uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento não só em empresas de grande dimensão como também de pequena dimensão (Devesa & Esteban, 2011; Mueller & Sensini, 2021; Nunes & Serrasqueiro, 2017; Pacheco & Tavares, 2017; Serrasqueiro & Nunes, 2014).

2.2. Custo de Capital e Método de Cálculo

No sentido de cumprir este objetivo, as empresas devem efetuar investimentos que aumentem as receitas e diminuam as despesas, de forma a aumentarem os lucros. No entanto, para realizarem estes investimentos são necessários fundos, internos ou externos, o que representa um custo para a empresa (Ferreira, 2017). Assim, para se saber o aumento do valor que a empresa terá, não chega conhecer apenas a rendibilidade futura do investimento, mas também o custo que será necessário para suportar esse investimento (Clayman *et al*., 2012). Esse custo é designado por custo de capital sendo então, este, o retorno esperado pelos financiadores, quer internos (sócios/acionistas) quer externos (credores) e depende principalmente da utilização dos fundos e não da sua fonte (Brealey *et al*., 1998; Ross *et al*., 2010).

Assim, torna-se importante que haja um cálculo correto e adequado do custo de capital de uma empresa, já que este é um instrumento essencial na tomada de decisões e que pode indicar a viabilidade ou inviabilidade de um projeto. Pittman e Fortin (2004) consideram que o custo de capital alheio é igual às despesas suportadas com os juros da dívida. Assim, o método para calcular este custo é definido pela seguinte expressão:

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

Em que:

Rd = Custo do capital alheio
E_f = Despesa com juros
E_c = Despesa de juros capitalizada
D = Dívida
t = Taxa de imposto

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

2.3. Qualidade da informação financeira

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

2.4. Relação entre o custo de capital e a qualidade da informação financeira

Ball e Brown (1968) conseguiram provar que a informação financeira de qualidade é útil para os investidores. Quanto ao custo de capital, este é essencial numa diversidade de decisões corporativas que os gestores têm de tomar, manifestando-se em operações como a determinação da taxa mínima para projetos de investimento e na influência da composição da estrutura de capital (Easley & O'hara, 2005). Devido a esta importância, não é de admirar que já tenha sido proposto um conjunto de prescrições políticas às empresas, para tentar reduzir esse custo (Easley & O'hara, 2005).

Com isto, vários estudos empíricos sugerem que existe uma ligação entre a QIF e o custo de capital de uma empresa e que a divulgação ou a qualidade dessa informação estão associadas de forma negativa ao custo de capital (Beiruth *et al*., 2021; Lambert *et al*., 2007; Muttakin *et al*., 2020). Easley e O'hara (2005) concluíram que a

precisão e a quantidade das informações, das empresas, disponíveis para os investidores podem influenciar o seu custo de capital, sendo que estas podem ser atingidas por meio de uma seleção adequada dos padrões de contabilidade, bem como pelas políticas de divulgação corporativa. Leuz e Verrecchia (2005) realizaram um estudo sobre a ligação entre a qualidade de informação, decisões de investimento de capital e custo de capital das empresas e sugerem que a informação tenha um papel fundamental na eficiência das decisões de investimento da empresa, que a qualidade dos relatórios tem impactos reais que se traduzem no custo de capital das empresas, e que investidores racionais avaliem em equilíbrio descontando os fluxos de caixa esperados das empresas a uma taxa de retorno mais alta. Lambert *et al*. (2007) verificaram também que empresas com maior qualidade nos relatórios financeiros conseguem uma maior eficiência nos investimentos. E, de acordo com Alves (2014), as empresas com melhor QIF obtêm com muito mais facilidade capital para implementar os seus projetos, porque permite minimizar problemas como os de seleção adversa.

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

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

2.5. O setor hoteleiro em Portugal

O setor hoteleiro é uma das principais componentes inseridas dentro do turismo. Tendo este registado um crescimento significativo nos últimos anos, o setor hoteleiro é o mais afetado em consequência das mudanças e desafios provenientes desse crescimento, por ser uma das atividades de prestação de serviços mais importantes na área. O setor hoteleiro é a atividade que assegura o alojamento e a alimentação dos hospedes, sendo que, para Cunha e Abrantes (2001) o alojamento é a base essencial dos destinos turísticos, ou seja, sem o alojamento estes não existem como tais. Assim, embora possam existir fluxos turísticos sem alojamento (zonas visitadas através de excursões), não é possível estruturar destinos turísticos sem alojamento, pois todo o meio de alojamento destinado a proporcionar dormidas a turistas é considerado como turístico.

Na secção seguinte apresenta-se a metodologia que permitirá responder ao objetivo proposto para o presente estudo.

3. METODOLOGIA

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

H1: Existe uma relação positiva entre a QIF e o custo do capital alheio.

A literatura (Aggarwal & Padhan, 2017; Mueller & Sensini, 2021) sugere a existência de uma relação positiva entre a tangibilidade e o endividamento, porque empresas com maior percentagem de ativos recorrerem mais facilmente e mais ao financiamento externo. Contrariamente, espera-se a existência de uma relação negativa entre a tangibilidade e o custo de capital alheio, dado que as empresas oferecem mais garantias, então é normal que este custo seja menor. Daí que se tenha formulado a seguinte hipótese de investigação:

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

Quanto à rendibilidade dos ativos, alguns estudos apresentam uma relação negativa com o endividamento e outros uma relação positiva (Pacheco & Tavares, 2017). Como se pressupõe que empresas mais rentáveis consigam obter um custo de capital alheio menor por ser mais fácil para estas cumprirem as obrigações com os custos de financiamento, apresenta-se a seguinte hipótese de investigação:

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

Estudos que analisaram a relação da liquidez corrente com o endividamento (Pacheco & Tavares, 2017; Aggarwal & Padhan, 2017) encontraram resultados divergentes, ou seja, alguns encontraram uma relação negativa e outros positiva, pois, se por um lado, empresas com uma boa liquidez podem recorrer à dívida sem qualquer problema por possuírem uma boa capacidade financeira, por outro lado, não precisam de se endividar podendo autofinanciar-se a custos inferiores. Para o presente estudo, espera-se que empresas com uma maior liquidez consigam um custo de financiamento externo menor e por isso propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

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

Empresas com maior risco tendem a registar mais dificuldade em conseguir financiamento (Teixeira & Parreira, 2014). Assim, espera-se que empresas com maior

risco tenham um maior custo de capital devido ao facto de ser mais difícil obter capital externo, pelo que se formula a seguinte hipótese de investigação:

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

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

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

3.1. Modelos de Análise

3.1.1. Modelo de Jones

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

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

$$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta VN_{i,t} + \beta_2 AFT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [2]$$

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

Para concluir a descrição deste modelo, sabe-se que quanto maior for o valor dos DAC maior será a manipulação dos resultados, o que faz com que os resultados tenham uma menor qualidade e consequentemente também menor será a QIF (Hribar & Nichols, 2007). Assim, utilizar-se-á o valor absoluto dos |DAC| como *proxy* da QIF.

3.1.2. Modelo Global

O modelo utilizado é um modelo de regressão linear múltipla utilizando o método dos mínimos quadrados, com o intuito de analisar a relação entre a variável dependente e as variáveis explicativas. Assim, e tendo em conta as variáveis em estudo, o modelo final de regressão aplicado a esta investigação foi dado pela seguinte equação:

$$CMCA_{i,t} = \beta_1|DAC|_{i,t} + \beta_2 TA_{i,t} + \beta_3 RA_{i,t} + \beta_4 LC_{i,t} + \beta_5 RN_{i,t} + \beta_6 DIM_{i,t} + \beta_7 DFJ_{i,t} + \beta_8 DTRO_{i,t} + \Sigma\beta_9 DREG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [3]$$

Em que:

$CMCA_{i,t}$ = Custo médio de capital alheio da empresa i no ano t;
$DAC_{i,t}$ = *Accruals* discricionários da empresa i no ano t, obtidos através do modelo de Jones (1991);
$TA_{i,t}$ = Tangibilidade dos ativos da empresa i no ano t;
$RA_{i,t}$ = Rendibilidade dos ativos da empresa i no ano t;
$LC_{i,t}$ = Liquidez corrente da empresa i no ano t;
$RN_{i,t}$ = Risco de negócio da empresa i no ano t;
$DIM_{i,t}$ = Dimensão da empresa i no ano t;
$DFJ_{i,t}$ = Variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa é uma sociedade anónima, e o valor 0 caso contrário;
$DTRO_{i,t}$ = Variável *dummy* que assume o valor 1 se o ano corresponde ao período em que o país esteve sob acompanhamento da Troika, e o valor 0 caso contrário;
$\Sigma DREG_{i,t}$ = Conjunto de variáveis *dummy* que assumem o valor 1 se a observação pertence a uma determinada região, e o valor 0 se não pertence;
$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro que obedece às hipóteses clássicas dos modelos estimados. por OLS.

3.2. Variáveis dependentes e variáveis explicativas

Tabela 1 - Variável dependente.

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

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 2 - Variáveis independentes e respetivo sinal esperado.

Sigla	Variável	Fórmula de Cálculo	Autores	Sinal Esperado
$\|\mathbf{DAC}\|_{i,t}$	*Valor absoluto dos accruals* discricionários	$\frac{AT_{i,t}}{} = \alpha + \beta_1 VN_{i,t} + \beta_2 AFT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	Jones (1991)	+
TA	Tangibilidade dos Ativos	$\frac{\text{Ativos Fixos Tangíveis}}{\text{Ativo Total}}$	Pacheco e Tavares (2017); Serrasqueiro *et al*. (2016); Serrasqueiro e Nunes (2014); Tang e Jang (2007); Vieira e Novo (2010).	–
RA	Rendibilidade dos Ativos	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ativo Total}}$	Pacheco e Tavares (2017); Serrasqueiro *et al*. (2016); Serrasqueiro e Nunes (2014); Teixeira e Parreira (2014); Vieira e Novo (2010).	–
LC	Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$	Aggarwal e Padhan (2017); Pacheco e Tavares (2017).	–
RN	Risco de Negócio	Coeficiente de variação das vendas	Novo (2009); Teixeira e Parreira (2014); Vieira e Novo (2010).	+
DIM	Dimensão da Empresa	ln (Ativo Total)	Aggarwal e Padhan (2017). Novo (2009); Serrasqueiro *et al*. (2016); Tang e Jang (2007); Vieira e Novo (2010).	–

Fonte: Elaboração própria.

3.3. Dados e amostra

Os dados financeiros necessários ao estudo foram recolhidos de empresas com o CAE 551 – Estabelecimentos Hoteleiros e 552 – Residenciais para férias e outros alojamentos de curta duração, e retirados da base de dados SABI. Assim, foi possível inicialmente retirar uma amostra constituída por 13.277 empresas para os anos de 2011 a 2019, obtendo com isto 119.403 observações. No entanto, posteriormente foi necessário excluir algumas empresas da amostra, umas por apresentarem contas consolidadas, muitas outras por não apresentarem valores para algumas variáveis em determinados os anos, outras por assumirem valores considerados anormais em variáveis necessárias para o estudo, tais como valores negativos no total do ativo e no volume de negócios, e ainda a necessidade de se perderem as observações do ano 2011 devido ao cálculo das variações. Desta forma, a amostra sofreu uma redução significativa, passando para um total de 3.948 empresas e 15.228 observações. Foram ainda eliminados os extremos das variáveis CMCA e |DAC| a +/- 0,5%. Assim, a amostra final contém um número total de 13.956 observações, para o período analisado.

4. RESULTADOS

4.1. Estatísticas descritivas

A Tabela 3 evidencia as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na aplicação do modelo [3]. Desta forma, na Tabela 3 encontram-se plasmadas as estatísticas descritivas da variável dependente, o custo de capital alheio, e das restantes variáveis independentes ou explicativas, ou seja, |DAC|, TA, RA, LC, RN, DIM, DFJ, DTRO e as diferentes Regiões NUT II.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas.

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	%
CMCA	0,027	0,024	0,000	0,117	
|DAC|	7,198	19,404	0,055	79,113	
TA	0,605	0,324	0	1,608	
RA	0,043	0,564	-26,297	28,024	
LC	12,526	251,307	-2.361	19.103	
RN	0,501	0,419	0	3.000	
DIM	13,588	2,007	2,925	20,490	
DFJ					23,36
DTRO					36,76
DLVT					29,68
DCEN					12,51

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	%
DNOR					22,42
DALG					17,18
DRAM					6,38
DRAA					5,08

Nota: Definição das variáveis: CMCA- Custo médio de capital alheio; TA – Tangibilidade dos Ativos; RA - Rendibilidade dos Ativos; LC – Liquidez corrente; RN - Risco de negócio; DIM - Dimensão da empresa; DFJ – Variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa é uma sociedade anónima, e o valor 0 caso contrário; DTRO Variável *dummy* que assume o valor 1 se o ano corresponde ao período em que o país esteve sob acompanhamento da Troika, e o valor 0 caso contrário; Lisboa e Vale do Tejo (DLVT), Centro (DCENT), Norte (DNORT), Algarve (DALG), Região Autónoma da Madeira (DRAM), Região Autónoma dos Açores (DRAA) – Conjunto de variáveis *dummy* que assumem o valor 1 se a observação pertence a uma determinada Região (NUT II), o valor 0 se não pertence; Número de observações: 13.956.

Fonte: Elaboração própria.

Com base na Tabela 3, pode observar-se que a amostra em estudo apresenta um custo de capital alheio médio de 2,7% e a volatilidade nesta variável não é muito elevada, uma vez que o seu desvio padrão é inferior à média, o que permite afirmar que a maior parte das empresas têm um custo de capital alheio próximo da média.

Relativamente às variáveis explicativas do Modelo [3], verifica-se, com base nas estatísticas descritivas, que a amostra apresenta, em média, uma TA de 61%, uma RA de 4,3% e um RN de 50%. Tendo em conta o desvio padrão, sendo este a medida de dispersão estatística mais comum, é possível perceber que metade das variáveis manifesta uma volatilidade baixa e a outra metade uma volatilidade alta. As variáveis |DAC|, RA e LC são as que apresentam uma volatilidade alta, visto que são as que demonstram um desvio padrão superior à média. Pelo contrário, a TA, a DIM e o RN evidenciam uma volatilidade baixa, por o seu desvio padrão se mostrar ser inferior à média. De salientar ainda que 23, 36% das observações da amostra referem-se a sociedades anónimas, que aproximadamente 37% das observações dizem respeito ao período em que Portugal esteve sob acompanhamento da Troika, a Região de Lisboa e Vale do Tejo é a que regista um maior número de observações e a Região Autónoma dos Açores a que apresenta menos observações, o que de certa forma está também associado a um menor número de empresas.

No que concerne à análise dos coeficientes de correlação vertidos na Tabela 4 e tendo em consideração a interpretação da Tabela 2, verifica-se que a principal variável explicativa do modelo, |DAC|, apresenta uma correlação positiva e estatisticamente significativa, para um *p-value* <0,01, com a variável CMCA, apresentando assim um comportamento de acordo com a HI1.

Observando as outras variáveis explicativas, verifica-se que a variável TA apresenta uma correlação negativa e estatisticamente significativa com a variável CMCA, o que está de acordo com o comportamento esperado e em linha com a HI2. O mesmo não acontece entre as variáveis RA e CMCA, as quais apresentam uma correlação positiva e estatisticamente significativa, contrariamente ao esperado e

defendido na HI3. Já a variável LC, apresenta, conforme esperado, uma correlação negativa com a CMCA, mas não é estatisticamente significativa. A variável RN apresenta uma correlação negativa e estatisticamente significativa com a CMCA, o que contraria as expectativas iniciais e o previsto na HI5. Relativamente à relação observada entre as variáveis CMCA e DIM, constata-se uma correlação positiva e apenas estatisticamente significativa a 5%, o que contraria os resultados esperados e o plasmado na HI6.

No que concerne às variáveis de controlo, verifica-se uma correlação, estatisticamente significativa, positiva entre as variáveis CMCA e DFJ, DTRO, DLVT, DALG e DRAM, e negativa entre CMCA e DCEN, DNOR e DRAA. Assim, as correlações evidenciam que o custo de capital alheio tende a ser superior nas sociedades anónimas, no período em que o país esteve sob acompanhamento da Troika e para as empresas pertencentes à Região de Lisboa e Vale do Tejo, Algarve e Madeira. Contrariamente, as empresas situadas na Região Norte e Centro tendem a registar um custo de capital alheio menor.

Dado que a correlação existente entre as diferentes variáveis é baixa, pode concluir-se também que não existirão problemas de multicolanearidade no modelo a aplicar, visto que não foi observada nenhuma correlação moderada, forte ou muito forte entre as variáveis explicativas.

Tabela 4 - Coeficientes de correlação de *Pearson*.

Variável	CMCA	|DAC|	TA	RA	LC	RN	DIM	DFJ	DTRO	DLVT	DCEN	DNOR	DALG	DRAM	DRAA
CMCA	1,000	0,033*	-0,122*	0,041*	-0,013	-0,072*	0,020**	0,045*	0,1137*	0,050*	-0,022*	-0,075*	0,049*	0.031*	-0.018**
|DAC|		1,000	-0,081*	-0,004	0,017**	0,009	-0,091*	-0,042*	-0,245*	-0,019**	0,010	0,001	0,009	-0,019**	0,006
TA			1,000	0,035*	-0,034*	-0,038*	0,133*	-0,026*	0,045*	-0,097*	0,086*	0,038*	-0,110*	0,015	0,079*
RA				1,000	-0.005	-0,039*	0,090*	0,020**	-0,036*	0,004	-0,026*	-0,004	0,012	0,010	0,007
LC					1,000	0,013	-0,032*	-0,018**	-0,003	-0,013	0,010	0,008	0,010	-0,008	-0,006
RN						1,000	-0,027*	-0,031*	-0,084*	0,011	-0,027*	0,027*	-0,011	-0,048*	0,007
DIM							1,000	0,591*	0,101*	0,091*	-0,077*	-0.136*	0.062*	0,127*	0,003
DFJ								1,000	0,070*	0,110*	-0,083*	-0,109*	0,069*	0,109*	-0,044*
DTRO									1,000	-0,023*	0,039*	-0,029*	0,024*	0,043*	-0,027*
DLVT										1,000	-0,246*	-0,349*	-0,296*	-0,170*	-0,150*
DCEN											1,000	-0,203*	-0,172*	-0,099*	-0,087*
DNOR												1,000	-0,245*	-0.140*	-0.124*
DALG													1,000	-0,119*	-0,105*
DRAM														1,000	-0.060*
DRAA															1,000

Notas:1) * Estatisticamente significativo a 1%; ** Estatisticamente significativo a 5%. 2) As variáveis encontram-se definidas na Tabela 3.

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 5 apresenta os resultados da estimação do modelo [3], através do qual se pretende testar se as empresas que apresentam uma melhor QIF apresentam também um menor CMCA.

Embora o modelo seja estatisticamente significativo, apresenta um R^2Ajustado baixo. No entanto, não está distante de resultados obtidos em estudos semelhantes (e.g. Amrah & Hashim, 2020; Beiruth *et al*., 2021).

Tabela 5 - Relação entre CMCA e a QIF.

Variáveis explicativas	**Coeficientes padronizados**	t-*Value*	*P-Value*	*VIF*
(Constante)	0.030	16.72	*<0,001*	0
|DAC|	0.000	7,44	*<0,001*	1,076
TA	-0.009	-13,62	*<0,001*	1,088
RA	0.002	5,73	*<0,001*	1,015
LC	-0,000	-1,91	*0,056*	1,003
RN	-0.003	-7,15	*<0,001*	1,015
DIM	-0,000	-0,68	*0,494*	1,648
DFJ	0,001	1,78	*0,073*	1,583
DTRO	0,008	17,70	*<0,001*	1,087
DLVT	0.003	3,12	*0,002*	3,904
DCEN	-0,000	-0,01	*0,993*	2,504
DNOR	-0,002	-1,98	*0,048*	3,366
DALG	0,003	2,98	*0,003*	3,024
DRAM	0,003	2,88	*0,004*	1,877
DRAA	0,001	0,59	*0,550*	1,668
$\boldsymbol{R^2}$	0,052			
$\boldsymbol{R^2}$ **Ajustado**	0,051			
Teste F	54,85			*<0,001*
N.º Obs.	13.956			
Durbin-Watson	1,077			

Notas: 1) Modelo [3]: $\boldsymbol{CMCA_{i,t} = \beta_1 DAC_{i,t} + \beta_2 TA_{i,t} + \beta_3 RA_{i,t} + \beta_4 LC_{i,t} + \beta_5 RN_{i,t} + \beta_6 DIM_{i,t} + \beta_7 DFJ_{i,t} + \beta_8 DTRO_{i,t} + \Sigma\beta_9 DREG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}}$. 2) As variáveis encontram-se definidas na Tabela 3.

Fonte: Elaboração própria.

Face aos resultados vertidos na Tabela 5 e começando pela análise à variável principal deste estudo, os |DAC|, considerados uma *proxy* da QIF, verifica-se que existe uma relação de causa efeito entre esta variável e a variável dependente (CMCA). Os resultados evidenciam que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa, para um nível de significância inferior a 1%, entre os |DAC| e o CMCA,

como esperado. Com os resultados obtidos é possível validar a H1 e concluir que empresas com uma melhor QIF, a qual é tanto melhor quanto menor for o valor dos |DAC|, conseguem um custo de capital alheio menor. Pelo contrário, empresas com uma menor QIF, a qual é tanto menor quanto maior for o valor dos |DAC|, obtêm um custo de capital alheio maior, seguindo a mesma linha de investigação de outros estudos como o de Muttakin *et al*. (2020) e Le *et al*. (2021).

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

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

Ao analisar as variáveis enquadradas nos determinantes de capital, é de notar que a única variável que não possuí capacidade explicativa é a LC. Analisando a variável TA, esta apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com a variável dependente, o que vai ao encontro do que era esperado e valida a H2. As empresas do setor hoteleiro contêm altos níveis de AFT e por isso é mais fácil para estas conseguirem negociar contratos de dívida mais favoráveis, pois estes ativos fixos servem de garantia para os credores. Assim, estes tipos de empresas conseguem obter empréstimos a baixo custo, independentemente dos riscos associados ao investimento (Tang & Jang, 2007).

A variável RA apresenta uma relação positiva com o CMCA, rejeitando por isso a H3. Estes resultados poderão indicar que empresas com maior rendibilidade contêm uma melhor posição no mercado, muito mais competitiva, conseguindo por isso muito mais facilmente financiamento externo, uma vez que o risco de negócio associado é menor. Com isto, e por via da teoria *Trade-off*, para poderem usufruir dos benefícios fiscais, as empresas recorrem mais à dívida. Portanto, como a proporção da dívida é maior na EC, é natural que o custo desta também seja maior, daí os resultados apontarem para uma relação positiva e não negativa entre a RA e o CMCA (Teixeira & Parreira, 2014).

A variável RN que representa o risco de negócio, contrariamente ao que era esperado, apresenta uma relação negativa com o CMCA. Este resultado pode dever-se ao facto de o RN poder ser medido através de várias formas como acontece noutros estudos ou então pelo facto de que, quanto maior é o risco, maior é a dificuldade das

empresas em recorrer à dívida e, por isso, como o nível da dívida baixa, então o custo da dívida também acaba por ser menor (Novo, 2009; Vieira & Novo, 2010).

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

No que concerne às variáveis *dummy* de controlo, verifica-se um comportamento idêntico ao observado na análise das correlações. Contudo, apenas as variáveis DTRO, DNOR, DALG e DRAM apresentam coeficientes estatisticamente significativos a 5%. Assim, constata-se que o CMCA durante o período em que o país esteve sob acompanhamento da Troika foi maior e que as empresas situadas na Região Norte registam um CMCA inferior às empresas situada no Algarve e na Região Autónoma da Madeira.

Na secção seguinte apresentam-se as principais conclusões do estudo efetuado e sugerem-se algumas pistas para investigação futura.

5. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO

O presente estudo teve como principal objetivo analisar a relação entre o CMCA e a QIF. Entendeu-se relevante investigar também o impacto dos determinantes de capital no CMCA e, por isso, foram incluídas outras variáveis como a tangibilidade dos ativos, a rendibilidade dos ativos, a liquidez corrente, o risco de negócio e a dimensão da empresa, tendo sido estes os determinantes que se entendeu terem maior relevância para o estudo em questão.

A principal conclusão que se tira deste estudo é que, de facto, existe uma relação entre a QIF e o CMCA. Isto significa que quanto melhor é a QIF menor será o CMCA. Com este efeito, pode-se concluir que a QIF influência o custo de capital alheio, o que deve servir de alerta para os gestores porque, por vezes, os gestores têm tendência para optar por práticas de gestão de resultados pensando que, com isso, conseguem usufruir de alguns benefícios. Neste estudo, demonstra-se precisamente o contrário e serve de exemplo para os gestores perceberem que ganham muito mais em apostar em práticas de contabilidade que realmente apresentem, de forma verdadeira e apropriada, a posição económica e financeira da empresa e assim aumentem a QIF para que consigam usufruir de um CMCA menor. Além disso, esta conclusão permite também informar os utilizadores da informação financeira que a QIF tem um papel

fundamental na avaliação do desempenho da empresa e na diminuição da assimetria de informação, tal como verificado em outros estudos.

Os resultados obtidos permitem ainda concluir que, para as empresas do setor hoteleiro em Portugal, o CMCA é explicado negativamente pela tangibilidade do ativo e pelo risco de negócio e positivamente pela rendibilidade dos ativos. O estudo é relevante não só para o meio académico, mas também para os profissionais da área em que o mesmo se insere.

Como limitações ao estudo, é de realçar a utilização dos *accruals* discricionários como *proxy* da QIF, medida que tem sido criticada na literatura. Contudo, esta limitação não coloca em causa os resultados obtidos, antes constitui uma oportunidade de investigação futura, ou seja, a utilização de outras *proxies* que permitam aferir a QIF. Sugere-se também que se aplique este estudo a outros setores no sentido de perceber se acontece o mesmo que se verificou com o setor analisado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: evidence from Indian hospitality industry. *Theoretical Economics Letters*, 07(04), 982–1000. https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067

Agyei, J., Sun, S., & Abrokwah, E. (2020). Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: Ghanaian Evidence. *SAGE Open*, 10(3). https://doi.org/10.1177/2158244020940987

Alves, A. (2014). O impacto da qualidade da informação financeira nas decisões de investimento das empresas. Faculdade de Economia do Porto. https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/76885/2/32997.pdf

Amrah, M., & Hashim, H. (2020). The effect of financial reporting quality on the cost of debt: Sultanate of Oman evidence. *International Journal of Economics, Management and Accounting,* 28(2), 393–414. https://journals.iium.edu.my/enmjournal/index.php/enmj/article/view/749

Arévalo-Lizarazo, G. A., Zambrano-Vargas, S. M., & Vázquez-García, A. W. (2022). Pecking Order Theory for capital structure analysis: Application in three sectors of the Colombian economy. *Revista Finanzas y Politica Economica*, 14(1). https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.v14.n1.2022.5

Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research,* 6(2), 159–178. http://www.journals.uchicago.edu/t-an

Bastos, D., & Nakamura, W. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75–94. https://doi.org/10.1590/s1519-70772009000200006

Beiruth, A., Brugni, T., Marinho, M., & Costa, F. (2021). Earnings management and cost of debt of brazilian privately held companies. *Latin American Business Review*, 22(3), 215–234. https://doi.org/10.1080/10978526.2020.1857649

Boons, L. A. T. M. (2018). Financial reporting quality, cost of capital, and firm 's financing decisions. *Erasmus School of Economics*. http:// hdl.handle.net/2105/43274

Brealey, R. A., Myers, S., & Allen, F. (2018*). Principles of corporate finance*. (12th ed.) McGraw-Hill.

Brealey, R., Marcus, A., & Myers, S. (1998). *Fundamentals of corporate finance*. (2th ed.) McGraw--Hill.

Brigham, E., & Houston, F. (1999). *Fundamentos da moderna administração financeira*. Campus.

Camfield, C., Freitas, G., Correia, M., & Serrasqueiro, Z. (2018). A estrutura de capital de empresas de pequena dimensão em Portugal: uma abordagem segundo as teorias do Trade-off e da Pecking-order. *RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 17(1), 365–388. https://doi.org/10.18593/race.v17i1.15434

Carmo, C. (2013). Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira. Universidade de Aveiro. http://hdl.handle.net/10773/13801

Chen, D.-H., Chen, C.-D., Chen, J., & Huang, Y.-F. (2013). Panel data analyses of the pecking order theory and the market timing theory of capital structure in Taiwan. International *Review of Economics & Finance*, 27, 1–13. https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.09.011

Chen, L., Jung, C., & Chen, S.-Y. (2011). How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure. *Journal of International Management Studies*, 6.2(1984).

Clayman, M., Fridson, M., & Troughton, G. (2012). *Corporate finance* (2nd ed.) J. W. & Sons.

Comissão de Normalização Contabilística. (2003). *Sistema de normalização contabilística - estrutura conceptual* (pp. 1–27). http://www.cnc.min-financas.pt/_siteantigo/SNC_projecto/SNC_EC.pdf

Cunha, L., & Abrantes, A. (2001). *Introdução ao Turismo*, Lisboa-S. Paulo: Editorial Verbo.

Darmawan, A. (2018). Influence of loan interest rate, non-performing loan, third party fund and inflation rate towards micro, small and medium enterprises (MSME) credit lending distribution at commercial banks in Indonesia. *Proceedings of the 5th International Conference on Community Development (AMCA 2018*), 231(January 2018), 1–5. https://doi.org/10.2991/amca-18.2018.84

Devesa, M. J. S., & Esteban, L. P. (2011). Spanish hotel industry: indebtedness determinants. *Applied Economics*, 43(28), 4227-4238.

Easley, D., & O'hara, M. (2005). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x

Fama, E. F., & French, K. R. (2007). The anatomy of value and growth stock returns. *Financial Analysts Journal*, 63(6), 44–54. https://doi.org/10.2469/faj.v63.n6.4926

Fernandes, A., Armada, M., & Rodrigues, L. (2005). Avaliação de empresas não cotadas na bolsa. Instituto Politécnico de Bragança; Universidade do Minho.

https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/4754/1/Fernandes_Armada_Rodriges.pdf

Ferreira, P. (2017). O custo do capital nas empresas familiares portuguesas. Faculdade de Economia-Universidade de Coimbra. https://estudogeral.uc.pt/bitstream/10316/82194/1/DissertaçãoMiguelFerreira.pdf

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, (2).

Gama, A. (2000). Os determinantes da estrutura de capital das PME's industriais portuguesas. *Associação da Bolsa de Derivados do Porto.*

Ghazouani, T. (2013). The Capital Structure Through the Trade-Off Theory: Evidence from Tunisian Firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 625–636. http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-84922976720&partnerID=tZOtx3y1

Gomes, R. & Pereira, A. (2014). Estrutura de capital- abordagem a teorias e variáveis explicativas. *Review of Business and Legal Sciences/Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas*, 25, 83–96. https://doi.org/https://doi.org/10.26537/rebules.v0i25.1038

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x

Hastutik, S., Soetjipto, B. E., Wadoyo, C., & Winarno, A. (2022). Trade-Off and Pecking Order Theory of Capital Structure in Indonesia: Systematic Literature Review. *Journal of Positive School Psychology*, 2022(5).

Herdeiro, I. (2019). Os determinantes da estrutura de capital no setor da hotelaria em Portugal. Instituto Politécnico De Bragança, 1–65. http://hdl.handle.net/10198/19533

Hribar, P., & Nichols, D. (2007). The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management. *Journal of Accounting Research*, 45(5), 1017–1053. https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00259.x

Jahanzeb, A., Saif, U.-R., Bajuri, N. H., Karami, M., & Ahmadimousaabad, A. (2013). Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations (IJMCI)*, 1(1).

Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. https://doi.org/10.2307/2491047

Khalaf, B. A. (2022). An Empirical Investigation of the Impact tf Firm Life Cycle Using the Pecking Order Theory. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 28(1).

Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420. https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x

Le, H., Vo, X., & Vo, T. (2021). Accruals quality and the cost of debt: Evidence from Vietnam. *International Review of Financial Analysis*, 76, 101726

Leuz, C., & Verrecchia, R. (2005). Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of capital. SSRN Electronic Journal. https://doi.org/10.2139/ssrn.495363

Li, H. (2019). Cost of capital: literatures review about calculation methods and influencing factors. *Journal of Service Science and Management*, 12(03), 360–370. https://doi.org/10.4236/jssm.2019.123024

Li, Y., & Singal, M. (2019). Capital structure in the hospitality industry: The role of the asset-light and fee-oriented strategy. *Tourism Management*, 70(August 2018), 124–133. https://doi.org/10.1016/j.tourman.2018.08.004

Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance,* 40, 19–33. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014

Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. https://doi.org/10.2307/1809167

Mueller, A., & Sensini, L. (2021). Determinants of financing decisions of smes: evidence from hotel industry. International *Journal of Business and Management*, 16(3), 117. https://doi.org/10.5539/ijbm.v16n3p117

Mutenheri, E., & Green, C. (2002). Financial reform and financing decisions of listed firms in Zimbabwe. *Financial and Economics Research*, 4(2), 155–170. https://doi.org/10.1300/J156v04n02_08

Muttakin, M., Mihret, D., Lemma, T., & Khan, A. (2020). Integrated reporting, financial reporting quality and cost of debt. *International Journal of Accounting and Information Management*, 28(3), 517–534. https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2019-0124

Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

Novo, A. (2009). Estrutura de capital das pequenas e médias empresas: evidência no mercado português. Universidade de Aveiro. http://hdl.handle.net/10773/1632

Nunes, P., & Serrasqueiro, Z. (2017). Short-term debt and long-term debt determinants in small and medium-sized hospitality firms. *Tourism Economics,* 23(3), 543–560. https://doi.org/10.5367/te.2015.0529

Pacheco, L., & Tavares, F. (2017). Capital structure determinants of hospitality sector SMEs. *Tourism Economics*, 23(1), 113–132. https://doi.org/10.5367/te.2015.0501

Pittman, J., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 113–136. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.06.005

Qureshi, M. A., Sheikh, N. A., & Khan, A. A. (2015). A revisit of pecking order theory versus trade-off theory: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 9(2), 344-356.

Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

Rehman, Z. (2016). Impact of macroeconomic variables on capital structure choice: A case of textile industry of Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 55(3), 227–239. https://doi.org/10.30541/v55i3pp.227-239

Robichek, A., & Myers, S. (1965). *Optimal financing decisions*. Prentice-Hall

Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2010). *Fundamentals of corporate finance* (6th ed.) McGraw−Hill

Sardo, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Does dynamic trade-off theory explain Portuguese SME capital structure decisions? *Journal of Small Business and Enterprise Development,* 24(3), 485–502. https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2016-0193

Schroeder, R., Clark, M., & Cathey, J. (2005). *Financial accounting theory and analysis: Text readings and cases*, (8th ed.) J. W. & Sons.

Serrasqueiro, Z. S., Armada, M. R., & Nunes, P. M. (2011). Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs' capital structure decisions different? *Service Business*, 5(4), 381–409. https://doi.org/10.1007/s11628-011-0119-5

Serrasqueiro, Z., Matias, F., & Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 28, 13–28. https://doi.org/10.18089/damej.2016.28.1.2

Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., & Armada, M. (2016). Capital structure decisions: old issues, new insights from high-tech small- and medium-sized enterprises. *The European Journal of Finance*, 22(1), 59–79. https://doi.org/10.1080/1351847X.2014.946068

Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-off theory versus pecking order theory: capital structure decisions in a peripheral region of portugal. Journal of Business Economics and Management, 16(2), 445–466. https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344

Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. (2014). Financing behaviour of portuguese SMEs in hotel industry. *International Journal of Hospitality Management*, 43, 98–107. https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2014.09.001

Sumail, L. O., & Akob, R. A. (2022). The Testing Of Pecking Order Theory For Behavior Financing In The Company's Life Stage. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26(3).

Tang, C., & Jang, S. (2007). Revisit to the determinants of capital structure: A comparison between lodging firms and software firms. *International Journal of Hospitality Management*, 26(1), 175–187. https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2005.08.002

Teixeira, N., & Parreira, J. (2014). Determinantes da estrutura de capitais do setor das tecnologias de informação. Instituto Politécnico de Setúbal. http://hdl.handle.net/10400.26/22964

Vătavu, S. (2012). Trade-Off Versus Pecking Order Theory in Listed Companies Around the World. (Vol. 12, Issue 2). http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=88871644&site=eds-live

Vieira, E., & Novo, A. J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Estudos Do Isca – Série Iv* – 2. https://doi.org/10.34624/ei.v0i2.6505

Wiagustini, N. L. P., Ramantha, I. W., Panji Sedana, I. B., & Rahyuda, H. (2017). Indonesia's capital structure: Pecking order theory or trade-off theory. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(16).