



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

O impacto das crises na rentabilidade das empresas do setor hoteleiro em três diferentes regiões: Algarve, Região Autónoma dos Açores e Região Autónoma da Madeira

Francisco José Rodrigues Olim

Mestrado em Gestão

Orientadores:

Professor Doutor Ricardo Jorge Castro de Correia, Professor Auxiliar,
Universidade da Madeira

Professor Doutor António Manuel Martins de Almeida,
Professor Associado com Agregação,
Universidade da Madeira

setembro, 2024



BUSINESS
SCHOOL

Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

O impacto das crises na rentabilidade das empresas do setor hoteleiro em três diferentes regiões: Algarve, Região Autónoma dos Açores e Região Autónoma da Madeira

Francisco José Rodrigues Olim

Mestrado em Gestão

Orientadores:

Professor Doutor Ricardo Jorge Castro de Correia, Professor Auxiliar,
Universidade da Madeira

Professor Doutor António Manuel Martins de Almeida,
Professor Associado com Agregação,
Universidade da Madeira

setembro, 2024

Agradecimentos

Em primeiro lugar, gostaria de expressar o meu profundo agradecimento aos meus orientadores, Prof. Doutor Ricardo Jorge Castro de Correia e Prof. Doutor António Manuel Martins de Almeida, pelo acompanhamento, pela orientação e pelos preciosos conselhos durante o desenvolvimento desta dissertação.

Agradeço também à Prof^a. Doutora Susana Teles, cujo apoio e disponibilidade desde o início deste trabalho foram fundamentais para a sua conclusão.

Um especial agradecimento ao Banco de Portugal, na pessoa do Prof. Doutor Miguel Portela, pela disponibilização da base de dados, sem a qual este estudo não teria sido possível.

Por fim, quero deixar um sentido agradecimento a toda a minha família, em especial aos meus pais, aos meus amigos e aos meus colegas de trabalho, pelo apoio durante esta etapa.

Resumo

Este estudo analisa o desempenho económico-financeiro das empresas do setor hoteleiro em Portugal, com particular incidência nas regiões do Algarve, Madeira e Açores. A investigação pretende identificar os fatores que determinam a rentabilidade das empresas e avaliar como as crises afetam sua performance. Embora na literatura sejam explorados diversos determinantes de rentabilidade, ainda persistem lacunas sobre os seus impactos em contextos de crise. Através de um estudo quantitativo, baseado em dados em painel e na aplicação de modelos de regressão linear para analisar o impacto das crises e os determinantes de rentabilidade das empresas hoteleiras no período entre 2006 e 2021, esta investigação visa preencher as lacunas existentes e fortalecer a literatura, destacando-se pela relevância que o setor hoteleiro tem para a economia portuguesa. Compreender as variáveis que afetam o desempenho do setor hoteleiro em tempos de adversidade oferece informações valiosas para gestores e responsáveis políticos. O objetivo principal deste estudo é avaliar o desempenho do setor hoteleiro português — medido pelo ROA (Rentabilidade sobre Ativos) e ROE (Rentabilidade sobre o Capital Próprio) — e identificar os determinantes da rentabilidade. Além disso, o estudo explora como estas variáveis interagem durante crises, aferindo a sua natureza moderadora. A análise também investiga se as crises afetam as empresas hoteleiras de modo distinto, conforme as suas características regionais. Os resultados sugerem que as crises influenciam a rentabilidade e a relação entre as variáveis de forma diferenciada, dependendo das regiões e das características particulares das empresas deste setor.

Palavras-chave: rentabilidade, crise, setor hoteleiro, dados em painel

Códigos do sistema de classificação JEL:

G01 – Crises financeiras

L83 – Desportos; Apostas; Restaurantes; Recreação; Turismo

Abstract

This study analyzes the economic-financial performance of companies in the hotel sector in Portugal, with particular focus on the Algarve, Madeira and Azores regions. The research aims to identify the factors that determine companies' profitability and to evaluate how crises affect their performance. Although several determinants of profitability are explored in the literature, gaps remain regarding their impacts in crisis contexts. Through a quantitative study, based on panel data and the application of linear regression models to analyze the impact of crises and the determinants of profitability of hotel companies in the period between 2006 and 2021, this research aims to fill existing gaps and strengthen the literature, highlighting the relevance that the hotel sector has for the Portuguese economy. Understanding the variables that affect hospitality industry performance in times of adversity offers valuable insights for managers and political officials. The main objective of this study is to evaluate the performance of the Portuguese hotel sector — measured by ROA (Return on Assets) and ROE (Return on Equity) — and identify the determinants of profitability. Furthermore, the study explores how these variables interact during crises, assessing their moderating nature. The analysis also investigates whether crises affect hotel companies differently, depending on their regional characteristics. The results suggest that crises influence profitability and the relationship between variables differently, depending on the regions and the particular characteristics of companies in this sector.

Keywords: profitability, crises, hotel companies, panel data

JEL classification system codes:

G01 – Financial Crises

L83 – Sports; Gambling; Restaurants; Recreation; Tourism

Sumário executivo

O setor hoteleiro exerce um impacto significativo na economia nacional, especialmente nas regiões do Algarve, da Região Autónoma dos Açores e na Região Autónoma da Madeira. Esta forte dependência do setor na economia torna estas regiões vulneráveis às crises que afetam a economia global. A recente pandemia de COVID-19, em 2020, expôs, novamente, a fragilidade do setor hoteleiro, resultando em grandes quedas de rentabilidade, com impactos severos sobre as empresas. Este acontecimento despertou a atenção para o estudo dos efeitos das crises na rentabilidade das empresas hoteleiras das regiões dependentes do turismo, bem como para a necessidade de se investigar como podem as empresas estar mais bem preparadas para choques económicos no futuro.

Embora na literatura exista uma ampla revisão sobre os determinantes da rentabilidade das empresas hoteleiras, persistem lacunas significativas no consenso sobre o efeito das variáveis e o impacto das crises económicas nesse setor, especialmente no contexto regional português. De um modo geral, na literatura existente explora, essencialmente, o efeito da crise na rentabilidade, mas não a forma como são afetados os seus determinantes em anos de crise. Além disto, poucos estudos são suficientemente alargados para abranger o impacto de mais do que uma crise. A ausência de uma análise aprofundada sobre o impacto regional das crises, a comparação entre as mesmas, e a interação entre as variáveis de rentabilidade e as crises constituem um vazio importante que este estudo pretende preencher.

O principal objetivo deste estudo é, portanto, medir o desempenho do setor hoteleiro – utilizando como medida de rentabilidade o ROA e o ROE – nas regiões do Algarve, Região Autónoma dos Açores e na Região Autónoma da Madeira. O período em análise, 2006 a 2021, torna-se relevante por abranger a crise financeira de 2008 e a crise de COVID-19, sendo possível a comparação entre ambas no que concerne ao impacto sobre os fatores de rentabilidade. Como segundo objetivo, este estudo procura identificar os determinantes que influenciam a rentabilidade destas empresas nestas regiões, com o objetivo de compreender quais as características que foram mais ou menos influenciadas em anos de crise.

Para alcançar os objetivos propostos, utiliza-se uma metodologia quantitativa baseada em dados em painel, compreendendo o período entre 2006 e 2021, incluindo, desta forma, as duas crises já referidas: a crise financeira de 2008 e a COVID-19, em 2020. A análise focou-se em empresas do setor hoteleiro classificadas com o CAE 551 nas três regiões mencionadas. Os dados foram extraídos de uma base de dados fornecida pelo Banco de Portugal através do

software Stata, e as métricas de rentabilidade utilizadas foram o Retorno sobre Ativos (ROA) e o Retorno sobre o Capital Próprio (ROE). As variáveis explicativas da rentabilidade analisadas no estudo incluem o endividamento, a liquidez, a tangibilidade, a dimensão e a antiguidade das empresas, a crise financeira de 2008 e a crise de COVID-19. Para esta análise foram utilizados modelos de regressão com dados em painel, que permitem investigar a relação entre as variáveis explicativas e a rentabilidade, ao longo do tempo, considerando tanto variações entre as empresas, como ao longo dos anos. As crises mencionadas foram ainda integradas no modelo como variáveis moderadoras. Esta abordagem permitiu avaliar não apenas o impacto direto dessas crises na rentabilidade das empresas, mas também o modo como as crises alteram a relação entre as variáveis explicativas e a rentabilidade. Este método ajudou a identificar se, e como, fatores como o endividamento, a liquidez ou a tangibilidade influenciaram de forma diferente a rentabilidade em tempos de crise.

Os resultados alcançados no estudo revelam os impactos negativos das crises na rentabilidade das empresas hoteleiras das regiões do Algarve, Açores e Madeira. A análise indica que a crise pandémica teve um impacto mais devastador sobre a rentabilidade, com o ROA e o ROE sendo fortemente afetados. Especificamente, a Madeira foi a região mais prejudicada no ROA durante a pandemia, enquanto o Algarve sofreu o maior impacto no ROE; já no que diz respeito à crise financeira de 2008, os Açores foram a única região afetada negativamente e de forma significativa. Além disso, variáveis como tangibilidade e endividamento mostraram efeitos relevantes em tempos de crise: o endividamento teve um impacto consistentemente negativo na rentabilidade, especialmente exacerbado durante as crises; a tangibilidade dos ativos, pelo contrário, teve um efeito positivo durante os anos de crise, sugerindo que as empresas com maiores ativos tangíveis conseguiram resistir melhor aos choques.

Este estudo oferece uma contribuição original por investigar o impacto de crises económicas em três regiões turísticas distintas em Portugal, abrangendo um período de 16 anos. Ao contrário de outros estudos que se focam apenas numa crise ou região específica, este trabalho proporciona uma análise comparativa entre diferentes tipos de crises e regiões, oferecendo uma visão abrangente sobre a resiliência e vulnerabilidade das empresas hoteleiras. A originalidade deste estudo também reside no uso de variáveis moderadoras para entender como as crises interagem com determinantes financeiros e não financeiros da rentabilidade. Desta forma, a presente investigação contribui para os gestores e decisores políticos, que poderão utilizar as conclusões aqui reunidas para melhorar a resiliência do setor hoteleiro face a futuras crises.

Índice

1. Introdução.....	1
2. Revisão de literatura.....	5
2.1. Caraterização do setor hoteleiro português.....	5
2.2. Indicadores de desempenho económico-financeiro.....	8
2.2.1. Rácios de rentabilidade	9
2.2.2. Variáveis financeiras explicativas do desempenho económico-financeiro das empresas.....	11
2.2.3. Variáveis não financeiras explicativas do desempenho económico-financeiro das empresas	14
2.3. Crises no turismo	17
3. Estratégia de investigação, formulação de hipóteses e modelo conceptual	21
3.1. Estratégia de investigação.....	21
3.2. Formulação das hipóteses a serem estudadas	22
3.3. Modelo conceptual.....	24
3.3.1. Modelo 1	24
3.3.1. Modelo 2	25
4. Metodologia	27
4.1. Amostra.....	27
4.2. Variáveis estudadas	27
4.3. Escolha e validação dos modelos	29
4.3.1. Teste de multicolinearidade	32
4.3.2. Teste de heterocedasticidade.....	33
5. Resultados	35
5.1. Estatística descritiva	35
5.2. Regressões	37
5.2.1. Regressões modelo 1.....	37
5.2.2. Regressões modelo 2.....	42
5.3. Resultados dos modelos: hipóteses e objetivos alcançados.....	46
6. Conclusões	51
6.1. Considerações finais	51
6.2. Contribuições.....	52

6.3. Limitações e recomendações para investigação futura.....	53
7. Bibliografia.....	55

Índice de figuras

Figura 2.1. Endividamento dos estabelecimentos hoteleiros. Elaboração própria com base nos dados retirados dos quadros setoriais do Banco de Portugal.	7
Figura 2.2. Rentabilidade dos estabelecimentos hoteleiros. Elaboração própria com base nos dados retirados dos quadros setoriais do Banco de Portugal.	8
Figura 3.1. Estratégia de investigação.....	21
Figura 3.2. Modelo 1	25
Figura 3.3. Modelo 2	25

Índice de quadros

Quadro 4.1. Valor de Inflação de Variável (VIF) para ROA por região.....	33
Quadro 5.1. Estatística descritiva das empresas do setor hoteleiro nas regiões estudadas	36
Quadro 5.2. Resultado da regressão FE do impacto das variáveis independentes no ROA	38
Quadro 5.3. Resultado da regressão FE do impacto das variáveis independentes no ROE	38
Quadro 5.4. Resultado da regressão FE do impacto das variáveis independentes e moderadoras no ROA	42
Quadro 5.5. Resultado da regressão FE do impacto das variáveis independentes e moderadoras no ROE.....	43

Glossário de siglas

CTTE – Consumo do Turismo em Território Económico

FE – Efeitos fixos (*Fixed Effects*)

RE – Efeitos aleatórios (*Random Effects*)

INE – Instituto Nacional de Estatística

NUTS – Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos

OLS – Mínimo Quadrados Ordinários (*Ordinary Least Squares*)

PIB – Produto Interno Bruto

RAA – Região Autónoma dos Açores

RAM – Região Autónoma da Madeira

ROA – Rentabilidade do Ativo (*Return on Assets*)

ROE – Rentabilidade do Capital Próprio (*Return on Equity*)

VAB – Valor Acrescentado Bruto

VABGT – Valor Acrescentado Bruto Gerado pelo Turismo

VIF – Valor de Inflação de Variável (*Variance Inflation Factor*)

1. Introdução

O setor do turismo exerce um impacto significativo na economia mundial, destacando-se como uma das atividades económicas mais importantes, especialmente em zonas costeiras e nas regiões insulares (Almeida, 2023; Dimitrić et al., 2019; Nunes et al., 2020). Desempenhando um papel fundamental no crescimento socioeconómico dos países, este setor contribui consideravelmente para a entrada de divisas, para o financiamento das importações e para a criação direta e indireta de novos empregos (Thommandru et al., 2023). Em Portugal, especificamente, o setor do turismo tem-se provado um dos principais motores económicos, contribuindo para o aumento do Produto Interno Bruto (PIB), para a balança comercial, para o desenvolvimento de novas infraestruturas e, como mencionado anteriormente, para a criação de emprego (Almeida & Silva, 2020).

No entanto, este setor assume-se como um dos mais vulneráveis a qualquer tipo de turbulência económica, seja de ordem social, ambiental ou outra (Walters et al., 2016). Em 2020, com o advento da pandemia COVID-19, a rentabilidade desta indústria foi severamente impactada, evidenciando que muitas empresas não estavam preparadas para lidar com uma crise daquela escala (Lima Santos et al., 2022). Diversos estudos (Gössling et al., 2020; Hall et al., 2017; Nicola et al., 2020; Scott et al., 2012) apontam que, face a acontecimentos de magnitude global, como guerras, alterações climáticas, ou crises sanitárias e económicas, é essencial avaliar o grau de resiliência das empresas para manter a sua rentabilidade.

Sendo a hotelaria uma atividade-chave no setor do turismo (Costa & Costa, 2024), a investigação dos fatores determinantes da rentabilidade no setor hoteleiro é fundamental, especialmente em países periféricos, como é o caso de Portugal, onde o sucesso da economia se encontra fortemente dependente do turismo (Costa & Costa, 2024; Dimitrić et al., 2019; Lima Santos et al., 2022). Ao mesmo tempo, observando-se um nítido crescimento do setor e o consequente aumento de competitividade inter-empresas, torna-se especialmente pertinente avaliar a flexibilidade ou resistência demonstrada pelas empresas para se adaptarem às adversidades, por exemplo, resultantes de eventos de crise (Costa & Costa, 2019).

Inserido no turismo, o setor do alojamento em Portugal desempenha um papel central na economia nacional e regional. No Algarve, nos Açores e na Madeira, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) gerado em 2021 representou 18,81%, 5,54% e 10,52%, respetivamente, do VAB

total de cada região¹. Já ao nível do emprego, esta atividade gerou 18,33%, 7,43% e 12,72%, respetivamente, do total do emprego das três regiões². A hotelaria em particular assume-se como a atividade mais importante do turismo e do alojamento, representando em 2023, segundo o INE (2024), 81,4% dos hóspedes totais e 86,8% dos proveitos globais do turismo.

Considerando os indicadores referidos, é possível perceber que estas regiões dependem fortemente do setor hoteleiro, tanto economicamente como socialmente. Desta forma, torna-se essencial analisar os fatores que condicionam a sua rentabilidade (Costa & Costa, 2024). Essa análise é ainda mais relevante quando se considera o crescente número de investigações sobre os fatores determinantes da rentabilidade, que frequentemente apresentam resultados contraditórios (Costa & Costa, 2019; Dimitrić et al., 2019).

Neste contexto, a análise dos determinantes da rentabilidade, expressa pelo ROE (*Return on Equity*) e ROA (*Return on Assets*), permite determinar os fatores que mais contribuem para a rentabilidade (Lima Santos et al., 2021) e perceber quais é que afetam de forma mais evidente a resiliência financeira das empresas do setor hoteleiro (Karanović, 2023b).

Através da análise de indicadores financeiros e não financeiros, o principal objetivo deste estudo é medir o desempenho do setor hoteleiro – utilizando como medida de rentabilidade o ROA e o ROE – nas regiões do Algarve, Região Autónoma dos Açores e na Região Autónoma da Madeira. O período em análise, 2006 a 2021, torna-se relevante por abranger a crise financeira de 2008 e a crise de COVID-19, sendo possível a comparação entre ambas no que concerne ao impacto sobre os fatores de rentabilidade. Como segundo objetivo, este estudo procura identificar os determinantes que influenciam a rentabilidade destas empresas nestas regiões, com o objetivo de compreender quais as características que foram mais ou menos influenciadas em anos de crise.

Face aos objetivos propostos, utilizar-se-á, neste trabalho, uma base de dados disponibilizada pelo Banco de Portugal, através do *software* Stata, que contém informação financeira das empresas do Algarve, RAA e RAM, classificadas com o CAE 551, Rev3³. Através de uma metodologia de dados em painel, que mostram a relação entre as variáveis explicadas e as explicativas, e tendo em conta a estrutura dos dados – identificados pelo número

¹ Estes dados podem ser consultados no relatório Contas Nacionais - SEC2010, base 2010 (Instituto Nacional de Estatística, 2023), secção D.1.2 Ramos de Atividade, quadro Valor acrescentado bruto por NUTS II e ramo de atividade A21 (preços correntes; anual).

² Estes dados podem ser consultados no relatório Contas Nacionais - SEC2010, base 2010 (Instituto Nacional de Estatística, 2023), secção D.1.2 Ramos de Atividade, quadro Emprego - postos de trabalho remunerados por NUTS II e ramo de atividade A10 (Nº; anual).

³ Classificação Portuguesa de Atividades Económicas, Revisão 3, abreviadamente designada por CAE-Rev.3

de identificação fiscal (NIF) e pelo ano –, pretende-se recorrer à utilização de regressões para testar as hipóteses elaboradas para este estudo.

Além de pretender clarificar algumas contradições presentes na literatura existente sobre determinantes de rentabilidade das empresas do setor hoteleiro, este estudo permite a comparação entre regiões e a utilização das crises como variáveis moderadoras. Possibilita também compreender de que forma os determinantes de rentabilidade se comportam em períodos de crise em cada região em análise.

O estudo encontra-se dividido em seis partes. Após a introdução, na revisão de literatura, faz-se uma breve caracterização do setor hoteleiro nas três regiões selecionadas – sob uma vertente de análise financeira –, seguida de um resumo das determinantes de rentabilidade das empresas. Em seguida, apresenta-se a estratégia de investigação, a formulação de hipóteses e o modelo conceptual. No passo seguinte, na metodologia, são apresentadas a amostra, as variáveis estudadas e a escolha e validação do modelo. Segue-se a apresentação dos resultados, cruzando-os com as hipóteses colocadas, e, por fim, as conclusões, onde são referidas as contribuições deste estudo para a área e as limitações encontradas.

2. Revisão de literatura

2.1. Caraterização do setor hoteleiro português

O turismo abrange todas as atividades desenvolvidas por visitantes durante uma viagem, em locais distantes da sua residência habitual, por motivos de lazer, profissionais ou outros (Cunha & Abrantes, 2023). Assim como vários setores, o turismo enfrentou em 2020 um abrandamento da sua atividade económica devido à pandemia de COVID-19, que levou muitos governos a impor restrições sanitárias que limitaram a mobilidade das pessoas. Em Portugal, a recuperação do número total de dormidas, alinhada com a tendência pré-COVID-19, foi alcançada em 2022. No entanto, o mesmo não se verificou no número de hóspedes, com exceção da Região Autónoma da Madeira, onde o número de hóspedes superou as previsões pré-pandemia, considerando a linha de tendência desse período (de Fátima Brilhante & Rocha, 2023).

Embora o alojamento não seja, para a maioria dos turistas, uma atração em si, ele é um pilar fundamental e essencial de qualquer destino turístico (Cunha & Abrantes, 2023), sem o qual há uma incompatibilidade crítica no exercício dessa atividade.

Focando-se no setor hoteleiro, o Turismo de Portugal (2023) define estabelecimentos hoteleiros como “empreendimentos turísticos destinados a proporcionar serviços de alojamento e outros serviços acessórios ou de apoio, com ou sem fornecimento de refeições, e vocacionados para uma locação diária”, dividindo-se em três categorias: hotéis, hotéis-apartamentos e pousadas. Caracterizado pela necessidade de investimentos significativos em ativos fixos, devido às infraestruturas exigidas para a sua operação, bem como pela necessidade de um elevado número de recursos humanos para garantir a prestação dos seus serviços (Pereira et al., 2022), e dado que esta indústria se baseia numa estrutura de custos fixos elevados, a gestão e as tomadas de decisão das empresas do setor são altamente focadas e orientadas para a receita e para os resultados (Costa & Costa, 2024).

A caracterização económico-financeira do setor hoteleiro português baseia-se em dados disponibilizados pelo Banco de Portugal, através dos Quadros do Setor (2024), que analisam as empresas classificadas sob o CAE 551 – Estabelecimentos Hoteleiros. A seguir, apresentam-se alguns dados sobre o desempenho financeiro deste setor, como a distribuição geográfica das empresas, a antiguidade, a dimensão, o número de pessoal ao serviço, o VAB, o endividamento e a rentabilidade.

Em 2021, existiam em Portugal 4048 empresas hoteleiras, distribuídas principalmente nas regiões da Grande Lisboa (26,4%), Algarve (14,9%), Área Metropolitana do Porto (11,8%), RAM (5,4%) e RAA (4,9%). Os dados sugerem uma diminuição da percentagem relativa de empresas no Algarve e na RAM, que, em 2006, representavam 17,6% e 7,3%, respetivamente. Por outro lado, o número de empresas hoteleiras pertencentes à RAA, relativamente ao total nacional, tem aumentado, sendo que, em 2006, 3,7% das empresas eram açorianas. Este valor revela que o setor hoteleiro da RAA tem aumentando a sua expressividade no contexto da hotelaria nacional.

Das empresas hoteleiras portuguesas, 52,86% estavam em atividade há mais de dez anos, 16,7% entre seis e dez anos, e 30,46% há menos de cinco anos. É relevante destacar que as empresas com mais de dez anos de existência têm, em média, um volume de negócios maior, representando cerca de 77,12% do total. Observa-se ainda que as empresas hoteleiras são, em média, mais antigas do que empresas de outros setores.

Quanto à sua dimensão, o setor é predominantemente composto por microempresas (2994), seguidas por pequenas empresas (813) e médias empresas (221), com apenas 20 classificadas como grandes empresas. Números que refletem um mercado fragmentado. No entanto, quando comparado com outros setores, as microempresas são menos representativas: em todas as atividades, as microempresas representam 89% do total, enquanto na hotelaria representam apenas 73,96%.

Relativamente ao número de trabalhadores, o setor tem registado um crescimento gradual, apesar de algumas oscilações. Os anos de 2009, 2012 e 2020 mostraram os maiores decréscimos em relação ao ano anterior, com quedas de -4,56%, -5,94% e -14,75%, respetivamente. O número de pessoas ao serviço voltou a diminuir entre 2020 e 2021, totalizando 52 799 trabalhadores, embora o decréscimo tenha sido menor (-3,17%) comparado ao ano anterior, 54 527 pessoas ao serviço. Em 2021, 21,34% dos trabalhadores deste setor estavam empregados em empresas localizadas no Algarve, 4,74% na RAA, e 12,89% na RAM.

O VAB gerado pelos estabelecimentos hoteleiros, que mede a contribuição do setor para a economia, cresceu em termos nominais entre 2006 e 2021, com exceções em alguns anos, como 2010 e 2020, quando se registaram quedas acentuadas de -10,31% e -68,09%, respetivamente. Em 2021, a taxa de crescimento do VAB foi de 93,09%, a maior registada no período analisado, sugerindo uma clara recuperação após o impacto inicial da pandemia.

Quanto ao endividamento, o gráfico que se segue (Figura 1) ilustra a evolução do rácio de endividamento, medido entre o total do passivo e o total do ativo (Lumbantobing et al., 2020), das empresas hoteleiras em Portugal. Os anos entre 2010 e 2014 destacam-se por apresentarem

os níveis mais altos de endividamento, com o pico em 2013, quando as empresas atingiram uma média de 75,71%. A partir desse ano, o endividamento diminuiu de forma constante até 2020, quando voltou a apresentar uma taxa de crescimento positiva. Em 2021, os empréstimos bancários foram a principal fonte de financiamento (54,2%), seguidos por empréstimos intra-grupo (33,6%), outros empréstimos (9,7%) e títulos de dívida (2,4%). O custo médio do financiamento diminuiu gradualmente entre 2006 e 2021, com o pico em 2008 (4,9%). Em 2021, as empresas hoteleiras tinham uma média de endividamento de 65,15%, superior à média nacional de 61,24%.

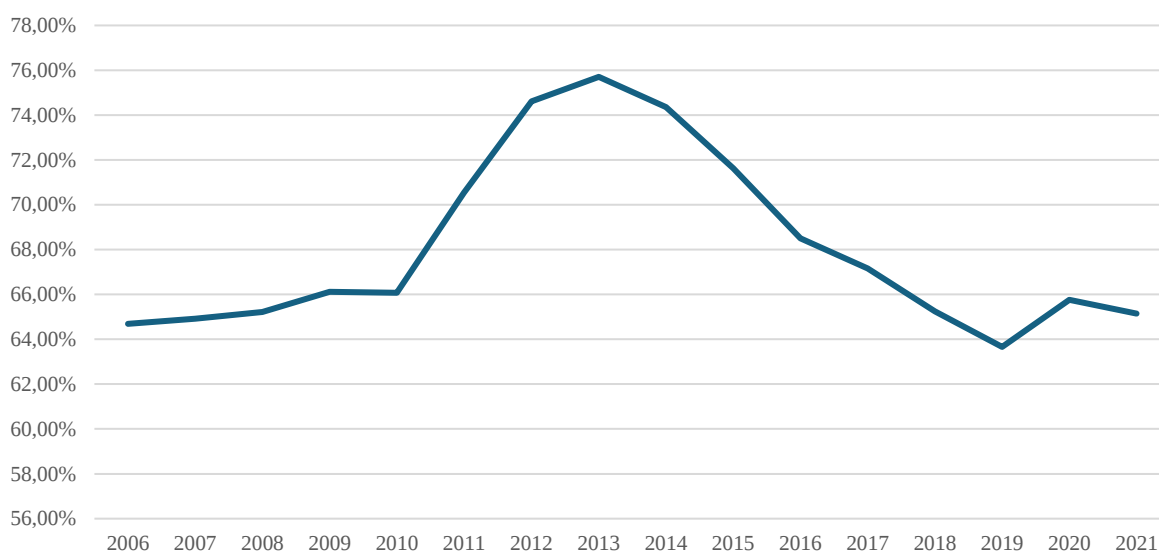


Figura 2.1. Endividamento dos estabelecimentos hoteleiros. Elaboração própria com base nos dados retirados dos quadros setoriais do Banco de Portugal.

Em termos de rentabilidade (Figura 2), o setor apresentou uma rentabilidade dos ativos (ROA) positiva ao longo dos 16 anos analisados, com exceção de 2020, que registou um valor médio de -2,77%. Já a média da rentabilidade sobre o capital próprio (ROE) oscilou entre positivo e negativo, atingindo o seu pior resultado em 2010 (-17,8%). Além de 2020, os períodos mais afetados estendem-se entre 2010 e 2014. O ano de 2017 destacou-se como o mais positivo em termos de indicadores de rentabilidade. No entanto, quando comparadas a outros setores, as empresas hoteleiras são, em média, menos rentáveis. Em 2021, por exemplo, o ROA das empresas hoteleiras foi de aproximadamente 4,84%, enquanto o das empresas nacionais foi de 7,6%. O ROE das empresas hoteleiras foi de 2,95%, enquanto nas demais empresas foi de 8,2%. Ao contrário das empresas hoteleiras, as empresas nacionais não registaram, em média, rentabilidade negativa.

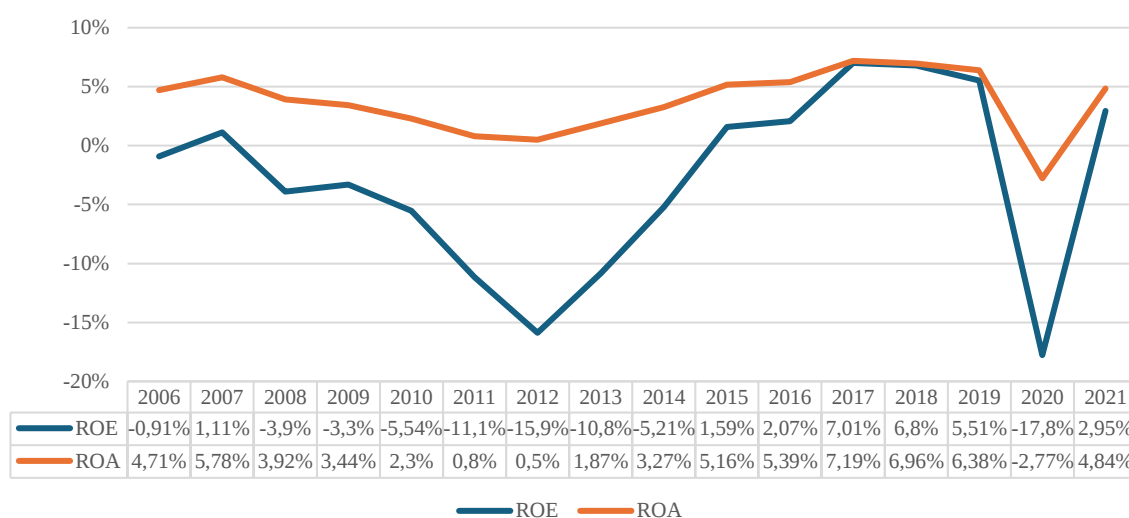


Figura 2.2. Rentabilidade dos estabelecimentos hoteleiros. Elaboração própria com base nos dados retirados dos quadros setoriais do Banco de Portugal.

Os dados acima expostos revelam uma tendência crescente deste setor na economia portuguesa e, em especial, em algumas regiões. No entanto, como verificado, em períodos específicos, os crescimentos destas empresas sofreram quedas acentuadas em todos os indicadores, tornando-se essencial estudá-los e perceber de que modo afetaram as empresas deste setor, com particular atenção às regiões em análise.

2.2. Indicadores de desempenho económico-financeiro

Conforme referido, o setor do turismo é reconhecido pelo seu impacto económico (Costa & Costa, 2019), tendo como principal alicerce de significância, em todas as suas vertentes, a hotelaria (Planinc et al., 2013). O desempenho de uma empresa hoteleira é influenciado por um conjunto de variáveis, tangíveis e intangíveis, tais como variáveis financeiras, estrutura, dimensão, localização, tipologia de gestão, segmentação, inovação, recursos humanos, qualidade de serviço, entre outros. Na literatura, a ideia da importância da medição de desempenho, para a tomada de decisão e para o auxílio à gestão, é unânime (Costa & Costa, 2024). A avaliação do desempenho procura medir, analisar e avaliar o desempenho de uma empresa com o propósito de identificar os pontos fortes e pontos fracos, e auxiliar nas tomadas de decisão futuras (Horak et al., 2020).

A análise do desempenho económico e financeiro do setor, através de determinados indicadores, é essencial para compreender a saúde financeira das empresas do setor, identificar riscos, áreas de melhoria, e tomar decisões centradas na informação extraída através das análises económico-financeiras (Costa & Costa, 2019).

É importante distinguir o conceito de desempenho dos métodos utilizados para medi-lo. Existem diversas métricas de desempenho, em especial no diagnóstico económico-financeiro (Monea, 2011). Nesta análise, os rácios financeiros são ferramentas essenciais para sintetizar as demonstrações financeiras e avaliar o desempenho de uma empresa (Bordeianu & Radu, 2020).

As demonstrações financeiras fornecem informações essenciais sobre os diferentes itens das receitas, despesas, consumos, gastos e movimentações monetárias da empresa. No entanto, só a partir dos rácios financeiros é que é possível expressar as relações entre estes. Através destes, podemos identificar os pontos fracos, os pontos fortes, e estimar o desempenho futuro da organização, tendo em conta os dados atuais. Tornam-se particularmente úteis quando utilizados como medida de comparação entre empresas ou com os dados históricos (Bordeianu & Radu, 2020).

Nos últimos anos, diversos estudos têm centrado os seus objetivos na análise aprofundada do desempenho financeiro da indústria hoteleira: Agiomirgianakis et al. (2013); Awaliyah et al. (2021); Bacik et al. (2020); Ben Aissa e Goaied (2016); Costa e Costa (2019); Dimitrić et al. (2019); İltaş & Demirgüneş (2020); Karanović, (2023b), (2023a); Lima Santos et al. (2022) Magoutas et al. (2016); Menicucci (2018); Soni et al. (2023).

Os rácios podem oferecer pistas de interpretação a um conjunto de outros fatores que se relacionam com a rentabilidade das empresas. Estes fatores, ou variáveis, podem ser de natureza financeira, como o endividamento, a liquidez geral e a tangibilidade, ou não financeira, como a dimensão, a idade, ou a localização, ou ainda relacionar-se com períodos de dificuldade económica, como é o caso das crises mencionadas previamente (Costa & Costa, 2019; Karanović, 2023b; Lima Santos et al., 2022; Pervan & Višić, 2012).; Pervan & Višić, 2012) Embora a literatura em torno da maioria destes fatores aponte em direções opostas, com resultados divergentes, o volume de investigações produzidas que os têm em consideração legitimam a sua inclusão na presente análise (Ben Aissa & Goaied, 2016; Dimitrić et al., 2019).

2.2.1. Rácios de rentabilidade

A rentabilidade de uma empresa é um indicador de desempenho fortemente utilizado para a tomada de decisão, dado que, de um modo geral, o principal objetivo de uma empresa é a obtenção de ganhos sobre o capital investido (Saputra, 2022), e uma vez que estes ganhos balizam o potencial da empresa crescer e o seu grau de eficiência.

As empresas utilizam vários métodos, como indicadores financeiros e não financeiros, para avaliar o sucesso do seu negócio. No entanto, um dos métodos mais utilizados refere-se às análises financeiras centradas em índices de rentabilidade como principais medidas de eficiência e desempenho geral da empresa (Pervan & Višić, 2012).

De acordo com Lima Santos et al. (2021), a rentabilidade está diretamente relacionada com a capacidade de a empresa gerar retorno do investimento, sendo que é através dos rácios que se torna possível avaliar e acompanhar este processo.

Autores como Pervan e Višić (2012), Ben Aissa e Goaied (2016), Menicucci (2018), Costa e Costa (2019), Dimitrić et al. (2019), Hau Nguyen et al. (2021), Puspitasari et al. (2021), Awaliyah et al. (2021), Lima Santos et al. (2022), Costa e Costa (2024), Mitrović et al. (2021), Karanović (2023b) e Soni et al. (2023) utilizam indicadores de desempenho como o ROA e/ou o ROE para medir a rentabilidade da empresa.

a) Return on Assets (ROA)

O ROA é uma métrica crucial pois fornece informação valiosa sobre a eficiência da empresa nos seus recursos para gerar valor (Dwi, 2012). Este indicador é fundamental para avaliar a eficiência com que um hotel transforma os seus ativos em resultados. Ao medir a capacidade da gestão para gerar retorno a partir dos investimentos, o ROA permite uma análise da saúde financeira da empresa e a comparação com outras do setor (Ben Aissa & Goaied, 2016).

A sua fórmula é calculada através do rácio entre o Resultado Líquido do Período (RLP) e o Ativo Total (Puspitasari et al., 2021), fornecendo informações sobre os resultados gerados em média, por cada euro de ativo (Schoeman & Petersen, 2008).

O ROA foi utilizado como indicador para medir a rentabilidade nos trabalhos de Menicucci (2018), Mitrović et al. (2021), Kalaš et al. (2019), Soni et al. (2023), Dimitrić et al. (2019), Karanović (2023b), Ben Aissa e Goaied (2016), Lima Santos et al. (2022), Costa e Costa (2019), Costa e Costa (2024), Migliaccio (2018), Magoutas et al. (2018).

b) Return on Equity (ROE)

O ROE é um dos principais indicadores para avaliar o desempenho financeiro de uma empresa (Gozali et al., 2023). É um rácio que descreve a capacidade da empresa para gerar retorno a partir do capital próprio (Sheela & Karthikeyan, 2012). A sua fórmula resulta da divisão do Resultado Líquido do Período pelo Capital Próprio da empresa (Ichsani & Suhardi, 2015).

Um valor elevado de ROE indica que a empresa está a utilizar o capital próprio de forma eficiente para gerar rendimento, o que significa que os acionistas estão a obter um bom retorno sobre o investimento que fizeram na empresa (Almira & Wiagustini, 2020).

O ROE serve como uma medida da rentabilidade da empresa em relação ao dinheiro investido pelos acionistas. Na prática, ele representa a medida de rentabilidade que a empresa obtém através do capital próprio dos acionistas (Sheela & Karthikeyan, 2012).

Na literatura, o ROE foi utilizado como indicador para medir a rentabilidade nos trabalhos de Menicucci (2018), Mitrović et al. (2021), Kalaš et al. (2019), Lima Santos et al. (2022), Migliaccio (2018), Weerathunga et al. (2019) e Ognjanović (2020).

2.2.2. Variáveis financeiras explicativas do desempenho económico-financeiro das empresas

a) Endividamento

A literatura sugere que, embora a relação entre o endividamento e a rentabilidade não seja consensual, o endividamento das empresas tende a ter efeitos mais positivos do que negativos na rentabilidade (Ahmad et al., 2015). O balanço que se segue, focado nos impactos do endividamento no setor hoteleiro, prova precisamente isso.

O primeiro exemplo, um estudo de Magoutas et al. (2016), constata que o endividamento afeta negativamente a rentabilidade das empresas hoteleiras da Grécia, em períodos de crise e não crise, uma vez que uma dívida mais elevada requer maiores recursos financeiros para as despesas com os juros. O estudo conclui que as empresas devem procurar reduzir o nível de endividamento externo, recorrendo a meios “tradicionais”, como os resultados obtidos nos anos anteriores, para se financiarem. De forma similar, o estudo de Ben Aissa e Goaied (2016), sobre os determinantes de rentabilidade dos hotéis na Tunísia, concluiu que o endividamento tem um efeito negativo no ROA. Assim como o estudo de Chairunisa et al. (2023), sobre a relação entre diversas variáveis e o desempenho de empresas hoteleiras e similares, entre 2016 e 2020, que

conclui, novamente, um efeito negativo da dívida no desempenho financeiro, com o pagamento de juros a surgir como o grande responsável pela redução do lucro líquido da empresa.

Contrariamente, o estudo de Lumbantobing et al. (2020), empreendido com o objetivo de determinar o efeito da relação entre dívida e o ativo em empresas hoteleiras, concluiu que o rácio dívida/ativo regista um efeito positivo no ROA, acrescentando ainda que as empresas com endividamento mais alto podem obter retornos mais altos – enfrentando, contudo, maiores riscos. O artigo de Gai et al. (2016) chega a conclusões semelhantes ao analisar o impacto do endividamento no desempenho financeiro das empresas de turismo em Itália. Os autores apontam para o facto de que o endividamento pode ter um efeito positivo no desempenho financeiro das empresas, pois fornece-lhes um maior acesso a recursos financeiros, o que pode permitir uma expansão das operações, a aquisição de novos ativos, e o desenvolvimento de novos produtos e serviços. No entanto, o aumento do endividamento pode também aumentar o nível de risco financeiro, pois pode levar a um aumento do custo da dívida.

Desta forma, o endividamento pode ser uma ferramenta utilizada pelas empresas para alavancar o seu crescimento, mas também o seu risco. Empresas hoteleiras com altos volumes de ativos podem beneficiar de níveis mais elevados de endividamento, produzindo um efeito positivo na rentabilidade (Awaliyah et al., 2021).

b) Liquidez geral

A liquidez geral traduz a capacidade que uma empresa tem para cumprir as suas obrigações de curto prazo. É uma métrica que relaciona os ativos correntes e os passivos correntes (Lima Santos et al., 2021). Os ativos correntes são ativos que podem ser convertidos em dinheiro num curto período. Já os passivos correntes são contas que devem ser saldadas também num período relativamente curto. Uma empresa com um índice de liquidez geral mais elevado beneficia, em princípio, de melhores níveis de desempenho, com menos pressão para recorrer a empréstimos de curto prazo (Ramli et al., 2019).

Ben Aissa e Goaied (2016) sugerem que a liquidez está positivamente relacionada com a eficiência operacional dos hotéis e, consequentemente, com a rentabilidade, sendo que, quanto maior a liquidez geral, melhor o desempenho financeiro.

No entanto, é possível encontrar na literatura conclusões contrárias. Kalaš et al. (2019), no seu estudo sobre os determinantes do setor hoteleiro na província de Vojvodina, na Sérvia, demonstram que a liquidez geral tem um impacto negativo nas variáveis dependentes ROE e ROA. Isto é, os hotéis tendem a registar menor rentabilidade quanto maior for a liquidez. A

explicação encontrada deve-se ao facto das empresas com maior liquidez estarem mais propensas a reter dinheiro em aplicações de baixa rentabilidade, em vez de o investir nos seus negócios.

Em Portugal, Lucas e Ramires (2022) investigaram a relação entre liquidez e rentabilidade económica em hotéis e restaurantes de pequeno e médio porte durante um período de cinco anos. O estudo não encontrou relação entre as duas variáveis, o que significa que a gestão baseada na liquidez não leva necessariamente à rentabilidade económica futura. Os autores sugerem que os gestores devem ter em conta a necessidade de liquidez numa visão de curto prazo, mas também devem considerar outros fatores, como a rentabilidade económica, ao tomar decisões.

Como acontece no endividamento, a relação entre a liquidez e a rentabilidade é complexa, podendo ser positiva, negativa ou nula, dependendo de uma série de fatores como o tipo de empresa ou o ciclo económico (Musah et al., 2019). O estudo de Li et al. (2020) refere que as empresas com alto nível de liquidez podem estar a ser afetadas negativamente ao nível da performance financeira, uma vez que investem demasiado em ativos líquidos, como inventários. No entanto, quando a liquidez é medida pela razão de fluxo de caixa, onde apenas é contabilizado o dinheiro em caixa ou banco, níveis de liquidez maiores podem ter um efeito positivo, uma vez que a empresa está a gerar caixa suficiente para fazer face às suas obrigações.

c) Tangibilidade

A tangibilidade traduz a proporção de ativos de uma empresa definidos como tangíveis. Estes ativos caracterizam-se por poderem ser medidos em termos físicos, como edifícios, equipamento ou *stocks* (İltaş & Demirgüneş, 2020).

A tangibilidade é dada como a parte dos ativos que pode ser usada como garantia, ao credor, no momento da concessão de empréstimo. Ou seja, quanto maior o volume de ativos tangíveis, maior a quantidade de ativos que pode ser utilizada como garantia para obter financiamento alheio sob a forma de empréstimo (Sudiyatno & Sari, 2013). Além disso, uma empresa com maior nível de ativos tangíveis tem maior facilidade de liquidação em caso de falência ou num contexto de crise financeira. A venda de ativos tangíveis representa uma fonte de recursos para a empresa (Irungu et al., 2018).

Tal como as variáveis anteriores, a análise sobre o papel da tangibilidade também não é conclusiva. O estudo de Inguru et al. (2018), que investigou a relação entre a tangibilidade dos ativos e o desempenho financeiro das empresas listadas na Bolsa de Valores de Nairobi, no

Quénia, constatou que a tangibilidade dos ativos tem um efeito significativamente positivo no desempenho financeiro, medido pelo ROA. O estudo identifica três razões principais para a relação positiva. Em primeiro lugar, a tangibilidade dos ativos melhora as oportunidades de acesso das empresas a financiamento externo. Em segundo lugar, os ativos tangíveis são mais previsíveis, estáveis e mensuráveis do que os intangíveis, o que leva as empresas a tomarem melhores decisões financeiras, através de informações mais precisas sobre a sua situação financeira. Por fim, os ativos tangíveis oferecem um maior valor para os investidores que estão mais inclinados a investir em património sólido.

Outro artigo, baseado na mesma metodologia, que investigou a relação entre a tangibilidade dos ativos e o desempenho financeiro de empresas turcas de manufatura, conclui que as empresas com maior tangibilidade tendem a demonstrar um ROE superior, dando como explicação as razões já mencionadas acima (İltaş & Demirgüneş, 2020).

Solyukova et al. (2023), com o principal objetivo de estudarem de que forma os fatores específicos das empresas do setor do turismo localizadas no Algarve afetam o desempenho financeiro das micro e pequenas empresas jovens do setor, e utilizando como indicador de desempenho o ROA, validaram a hipótese de que existe uma relação negativa entre o nível de ativos tangíveis e o desempenho financeiro. A explicação dada pelos autores é que, para as empresas do setor do turismo, podem existir outros fatores não quantificáveis e inseridos nos modelos que melhoram o desempenho, como a organização administrativa interna, a rede externa, a localização das unidades, o *know-how* tradicional, a entrada em nichos de mercado e tendências como o turismo ecológico ou rural, entre outros.

Em suma, apesar da relação entre a rentabilidade e a tangibilidade diferir de setor para setor, este é um indicador importante da saúde financeira de uma empresa. Empresas com maior tangibilidade tendem a ter maior acesso a financiamento externo, e um valor de mercado mais elevado (Awaliyah et al., 2021).

2.2.3. Variáveis não financeiras explicativas do desempenho económico-financeiro das empresas

a) Dimensão

De acordo com Ramli et al. (2019) o efeito dimensão está relacionado com a rentabilidade da empresa, sendo este um fator-chave para determinar a sua performance financeira.

Seguindo a lógica da teoria de economia de escala que indica que as empresas maiores são mais eficientes do que as empresas menores na gestão de custos e rentabilização dos investimentos, Hardwick (1997) sugere que empresas de menor dimensão estão mais sujeitas à ineficiência de custos. Segundo Dimitrić et al. (2019) o tamanho da empresa pode ter um impacto significativo na rentabilidade dos hotéis, o que indica que empresas maiores alcançam níveis de rentabilidade mais alta. Segundo os autores, isto deve-se sobretudo às economias de escala, ao acesso mais fácil e barato de financiamento, e ao maior poder negocial.

Doodoo et al. (2020) chegaram à mesma conclusão sobre o efeito positivo da dimensão no desempenho económico, neste caso, com base numa amostra de empresas do Gana. Segundo os autores, os principais fatores que influenciam as conclusões do estudo são a economia de escala – como referido, empresas de maior dimensão, beneficiam das economias de escala, levando à eficiência de custos e preços mais competitivos; o acesso a capital – quanto maior for a dimensão da empresa, maior é o seu acesso facilitado a capital, permitindo maiores investimentos em crescimento e inovação; e poder negocial – já que empresas maiores possuem um maior poder negocial com fornecedores, clientes e bancos, o que pode levar a melhores preços e condições de financiamento.

Na hotelaria, Agiomirgianakis et al. (2013) analisaram os determinantes da rentabilidade das empresas do setor do turismo na Grécia. Concluíram que as empresas maiores têm, em média, uma rentabilidade mais elevada do que as empresas de menor dimensão. Os fatores explicativos dessa relação incluem as razões já mencionadas. Outro estudo semelhante, centrado em empresas hoteleiras de vários países mediterrâneos, investiga a relação da dimensão da empresa com a rentabilidade, comprovando que o impacto positivo na rentabilidade é proporcional à dimensão (Dimitrić et al., 2019).

Como acontece nas variáveis financeiras, nas não financeiras também é possível encontrar literatura divergente. Ben Aissa e Goaied (2016), por exemplo, concluíram, com base na análise de uma amostra de hotéis da Tunísia, que a dimensão e a rentabilidade estão inversamente relacionadas, sugerindo que a eficácia da gestão atenua o impacto negativo.

Já Nireesh e Velnampy (2014), examinando a relação entre o tamanho da empresa e a rentabilidade em 15 empresas manufatureiras listadas na Bolsa de Valores de Colombo, Sri Lanka, no período de 2008 a 2012, concluíram que não existe relação entre a dimensão da empresa e a rentabilidade.

Deste modo, podemos perceber, com base nos diferentes estudos, que, apesar de se constatar um predomínio dos estudos que indicam um efeito positivo da dimensão na

rentabilidade, a literatura não é conclusiva no que diz respeito à forma como a dimensão está relacionada com a rentabilidade (Abeyrathna & Priyadarshana, 2019).

b) Idade

O indicador idade – entendido como o número de anos com presença no mercado – não reúne um claro consenso entre os investigadores enquanto determinante da rentabilidade da empresa.

Segundo alguns autores, a idade, medida em anos, é um fator importante na rentabilidade das empresas, incluindo na hotelaria, existindo várias razões que justificam este facto. As empresas mais antigas estão mais aptas para desenvolver uma marca e uma reputação forte e, principalmente no setor hoteleiro, o conhecimento adquirido ao longo dos anos, aliado à experiência, pode ser determinante na forma de operar, incentivando e permitindo, com base em conhecimento de facto, uma redução de custos (Dimitrić et al., 2019).

Numa investigação sobre os determinantes da rentabilidade dos hotéis na Grécia, Magoutas et al. (2018) sugerem que a idade da empresa é um fator positivo e significativo na rentabilidade, considerando os fatores já explicados. No entanto, os autores também observaram que este efeito foi reduzido no período de crise, o que significa que as empresas hoteleiras mais antigas podem ter tido dificuldade em se adaptar às mudanças de mercado. Do mesmo modo, o estudo de Fareed et al. (2016) sobre a mesma temática, mas, desta vez, em empresas do setor energético do Paquistão, mostra que as empresas mais velhas tendem a ser, em média, mais rentáveis. Outro estudo que demonstra o efeito positivo da idade foi o de Hunjra et al. (2014), neste caso em empresas do setor do cimento no Paquistão.

Por outro lado, Doğan (2013) encontrou uma relação negativa destas variáveis na Bolsa de Valores de Istambul, no período entre 2008 e 2011. Akben-Selcuk (2016), baseando a sua investigação na mesma bolsa de valores, concluiu que o impacto da idade na performance financeira não é linear, uma vez que o impacto positivo da idade na rentabilidade diminui à medida que a idade aumenta, sugerindo que se deve a fatores como excesso de burocracia ou dificuldade em adaptação ao mercado.

Dimitrić et al. (2019) chegam a conclusões diferentes. A sua investigação sugere que o desempenho económico das empresas hoteleiras gregas não é influenciado pelo efeito idade. Os autores determinaram, ainda, que, no caso dos hotéis da Península Ibérica, este efeito é negativo, sendo as empresas mais velhas menos rentáveis; os hotéis croatas apresentam-se como a exceção desta análise, com os mais antigos a serem os mais rentáveis.

Por fim, o estudo de Odusanya, et al. (2018), sobre a rentabilidade das empresas na Nigéria, não encontrou dados que justifiquem um impacto positivo significativo entre a idade das empresas e a sua rentabilidade.

c) Localização

A importância da localização e o seu efeito na rentabilidade ganha ênfase quando se trata do setor hoteleiro, sendo importante compreender em que medida as características de um destino turístico, ou da região onde se localiza uma unidade hoteleira, afetam o negócio hoteleiro (Lado-Sestayo et al., 2016).

Lado-Sestayo et al. (2020), que analisam o impacto do posicionamento de um hotel na sua rentabilidade, baseando-se numa análise econométrica centrada numa amostra significativa de hotéis em Espanha, para o período entre 2005 e 2011, concluem que a localização de um hotel tem um impacto considerável na rentabilidade. Também Peiró-Signes et al. (2015) sugerem que a localização dos hotéis é um fator influenciador de rentabilidade, determinando que os hotéis localizados dentro de um *cluster* turístico – isto é, uma concentração geográfica de empresas inter-relacionadas – obtêm resultados económicos mais favoráveis.

Ben Aissa e Goaied (2016) seguem a mesma linha de raciocínio, apontando a localização como fator essencial no desempenho da empresa e destacando as empresas localizadas em cidades e zonas costeiras. De igual forma, Weeranthunga et al. (2019), assumindo como ponto de partida o papel da localização como fator determinante da rentabilidade, indicam, com base numa amostra de empresas do Sri Lanka, que os hotéis mais rentáveis são os que estão situados em áreas costeiras e em áreas urbanas.

Já Assaf et al. (2015), examinando os fatores que contribuem para a atração de hotéis internacionais para destinos turísticos, sugerem que os fatores de localização mais importantes são as infraestruturas, a taxa de criminalidade e o acolhimento do destino.

2.3. Crises no turismo

Uma crise caracteriza-se como um estado de tensão/série de eventos que ocorre inesperadamente e que afeta significativamente o decorrer normal das atividades de negócio (Redjeki et al., 2021). O turismo assume-se como um dos setores mais vulneráveis a crises, sendo gravemente afetado por qualquer tipo de turbulência económica e social (Walters et al., 2016). A gestão de crises voltou a ser um tema de investigação de grande relevância na área

aqui em estudo, especialmente após o impacto mundial da COVID-19 na indústria turística (Casal-Ribeiro et al., 2023).

Tal como todas as economias do mundo, a economia portuguesa tem sido afetada por diversas crises financeiras e económicas ao longo do tempo. As mais recentes e notáveis na literatura dizem respeito à crise financeira de 2008. Mais recentemente, a pandemia de COVID-19, de forma abrupta e inesperada, teve um impacto severo na economia portuguesa, gerando uma nova crise económica e financeira (Pereira et al., 2022).

As duas crises distinguem-se entre si na medida em que a COVID-19 influenciou toda a economia no geral, levando ao encerramento de serviços e espaços, e alterando o modo de operação, tanto da procura como da oferta, no setor hoteleiro; enquanto a crise financeira de 2008 teve um especial enfoque nos credores financeiros e na liquidez das pessoas e das empresas (Pereira et al., 2022).

Diversos estudos têm investigado os efeitos das crises nos determinantes de rentabilidade do setor hoteleiro. Na literatura existe um amplo consenso sobre o impacto negativo que as crises geram na rentabilidade das empresas deste setor.

Agiomirgianakis et al. (2013) analisaram o impacto da crise financeira de 2008 na rentabilidade das empresas hoteleiras na Grécia. O estudo concluiu que a crise teve um impacto negativo significativo. Após os resultados, os autores sugerem que os gestores devem, por um lado, ser induzidos a adotar estratégias de mitigação ao risco e, por outro, obrigar o Estado a seguir uma política mais ativa de apoio ao setor através de subsídios e impostos. Também Magoutas et al. (2016), na Grécia, afirmam que a crise económica afetou a rentabilidade das empresas de uma forma negativa e estatisticamente significativa. O artigo destaca que os determinantes da rentabilidade se comportaram de maneira diferente antes e depois da crise. Por exemplo, antes da crise, empresas mais antigas e experientes apresentavam maior rentabilidade. No entanto, essa relação enfraqueceu após a crise, indicando que fatores como experiência e reputação tornaram-se menos importantes durante e após o período de crise.

De forma semelhante, Migliaccio (2018) estudou a rentabilidade de grandes hotéis em Itália, com um volume de vendas superior a 800 000 euros, durante dez anos. O objetivo seria avaliar o impacto da crise internacional na rentabilidade das empresas do setor. Os resultados sugerem que a crise reduziu drasticamente a rentabilidade das empresas, especialmente no ano de 2009.

Menicucci (2018) também estudou a rentabilidade das empresas do setor hoteleiro italiano durante o período de 2008 a 2016. Os resultados mostram que a crise financeira afetou negativamente a rentabilidade das empresas.

Em Portugal, Lima Santos et al. (2022), após o surgimento da pandemia de COVID-19, procuraram medir o desempenho dos hotéis portugueses através de rácios de rentabilidade financeira, utilizando como métricas o ROA, o ROE e o ROS (rentabilidade das vendas). Através de uma metodologia quantitativa, estudaram 2008 hotéis portugueses entre 2016 e 2020. Os resultados demonstram que as empresas do setor hoteleiro dispunham de bons resultados até ao ano da pandemia COVID-19 (2020), período que evidenciou uma grande quebra na rentabilidade. Concluíram ainda que o desempenho global dos hotéis difere entre as diferentes regiões, sendo a RAM a região mais afetada na variável ROA.

Droj e Droj (2021) investigaram o impacto da pandemia na rentabilidade das empresas hoteleiras da Roménia, Croácia, Eslovénia e Hungria no período entre 2016 e 2020. De forma clara, os resultados sugerem que a rentabilidade destas empresas, refletida na métrica do ROE e do ROA, foi afetada negativamente em todos os países em estudo.

Novamente nos países da Europa Central e de Leste, Karanović (2023a) examinou se a longevidade da empresa e/ou a sua dimensão teriam algum impacto na resiliência da rentabilidade das empresas do setor hoteleiro destes países, durante a COVID-19. O resultado desta pesquisa, realizada através de uma regressão OLS (Mínimos Quadrados Ordinários), centrada numa base de dados que abrange mais de 600 empresas entre 2014 e 2022, não encontrou qualquer relação entre a resiliência da rentabilidade da empresa e estes fatores. De acordo com os autores, as empresas menos endividadas no início da COVID-19 tinham rácios de ROE mais elevados.

Vojtekova e Kliestik (2024) analisaram a rentabilidade das empresas do setor hoteleiro, através da métrica ROE, na Eslováquia, com o objetivo de perceber se a pandemia COVID-19 teve algum efeito nos rácios de rentabilidade, utilizando dados financeiros de 321 empresas entre 2016 e 2021. Os resultados demonstraram que a pandemia influenciou negativamente a rentabilidade destas empresas.

De modo geral, os estudos mencionados demonstram que, para além dos determinantes tradicionais de rentabilidade, as crises tiveram um impacto negativo significativo na performance do setor do turismo. No entanto, os efeitos das crises, como a crise financeira de 2008 e a crise de COVID-19, sobre a rentabilidade, não são comparados entre si. A maioria dos estudos existentes centram-se essencialmente na análise do setor hoteleiro a nível nacional, em diversos países, verificando-se escassez de análise aprofundada e comparativa ao nível regional dos determinantes de rentabilidade e do impacto das crises – o que limita a compreensão dos efeitos específicos que podem ocorrer em diferentes regiões. Além disso, dos autores estudados, apenas Magoutas et al. (2016) exploram como os determinantes usuais de rentabilidade foram

afetados em anos de crise; contudo, o estudo abrange apenas uma região e uma crise, tornando este tema um campo interessante de investigação quando analisado sob diferentes perspectivas.

3. Estratégia de investigação, formulação de hipóteses e modelo conceptual

3.1. Estratégia de investigação

Para este projeto adotou-se a estratégia de investigação apresentada abaixo:

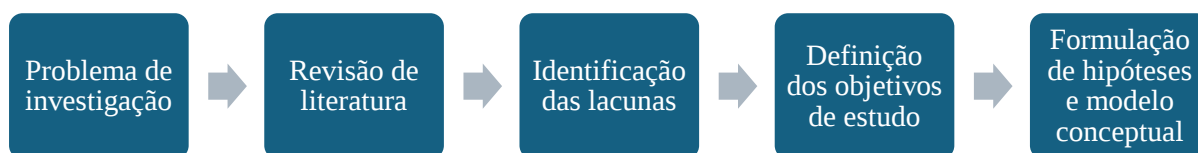


Figura 3.1. Estratégia de investigação

Consistindo nas seguintes abordagens:

Problema de investigação: surge com a necessidade de se compreender como as crises afetam a rentabilidade das empresas hoteleiras em regiões fortemente dependentes do turismo.

Revisão da literatura: compreendendo uma ampla caracterização do setor em termos financeiros e ainda a análise e definição de diferentes determinantes de rentabilidade das empresas hoteleiras.

Identificação das lacunas: a revisão evidenciou a falta de comparação entre o impacto da crise financeira de 2008 e o impacto da crise de COVID-19 sobre a rentabilidade do setor hoteleiro; a maioria dos estudos analisados centra-se essencialmente na análise ao nível nacional, não aprofundando as particularidades regionais; nota-se ainda escassez de investigações que explorem de forma detalhada o modo como as crises influenciam os determinantes tradicionais de rentabilidade, especialmente em contextos regionalmente específicos.

Definição dos objetivos: identificadas as lacunas, foram estipulados os objetivos orientadores da presente análise, nomeadamente, a medição do desempenho financeiro do setor hoteleiro nas regiões do Algarve, Região Autónoma dos Açores e Região Autónoma da Madeira; e a comparação dos efeitos provocados pelas duas crises destacadas na rentabilidade das empresas hoteleiras e nos seus determinantes de rentabilidade.

Formulação de hipóteses e modelo conceptual: para alcançar os objetivos definidos, foram formuladas as hipóteses de investigação e o modelo conceptual que serão apresentados nos subcapítulos que se seguem.

3.2. Formulação das hipóteses a serem estudadas

Neste subcapítulo, serão apresentadas as hipóteses a serem estudadas, com base nos objetivos estipulados na introdução e a partir da literatura existente sobre os fatores determinantes de rentabilidade das empresas do setor hoteleiro, com particular ênfase no impacto das crises, nomeadamente a crise financeira de 2008 e a crise de COVID-19. As hipóteses propostas pretendem testar a influência das variáveis financeiras e não financeiras no desempenho das empresas hoteleiras, assim como perceber a influência destas variáveis em períodos de recessão económica.

De um modo geral, nos diversos setores, a tangibilidade está associada a maiores níveis de rentabilidade. No entanto, no estudo de Solyukova et al. (2023) sobre empresas do turismo do Algarve, verificou-se que, quanto maior for a proporção dos ativos tangíveis sobre os ativos totais, menor será a rentabilidade.

Assim sendo, foram consideradas as seguintes hipóteses:

H1a – Existe uma relação negativa entre a tangibilidade e a rentabilidade das empresas do setor hoteleiro.

H1b – O efeito negativo da tangibilidade na rentabilidade das empresas hoteleiras é reforçado em períodos de crise.

Conforme verificado, a relação entre o endividamento e a rentabilidade nas empresas hoteleiras não é unânime. Numa vertente, os estudos de Lumbantobing et al. (2020) e Gai et al. (2016) afirmam que o acesso ao endividamento pode ter uma relação positiva na rentabilidade, desde que utilizados de forma adequada. O endividamento fornece maior acesso a financiamento, que pode ser utilizado para expandir os negócios das empresas, modernizar e inovar, e levar a um aumento da rentabilidade. Além disso, o efeito fiscal, associado ao custo dos juros, pode reduzir a carga tributária das empresas, aumentando a rentabilidade.

Por outro lado, os autores Magoutas et al. (2016) e Ben Aissa e Goaied (2016) afirmam que o endividamento pode ter um efeito negativo na rentabilidade. Como expectável, quanto maior o nível de endividamento, maiores serão os custos financeiros das empresas e menor será a flexibilidade, o que aumenta a probabilidade do risco de insolvência. Desta forma, em tempos de crise, empresas altamente endividadas podem enfrentar dificuldades em honrar os seus compromissos, o que pode levar a uma diminuição da rentabilidade.

Desta forma, foram formuladas as seguintes hipóteses de investigação:

H2a – O endividamento tem um impacto negativo na rentabilidade das empresas hoteleiras.

H2b – O efeito negativo do endividamento na rentabilidade das empresas hoteleiras é reforçado em períodos de crise.

À semelhança do endividamento, a liquidez geral também não gera consenso na literatura. Ramli et al. (2019) e Ben Aissa e Goiaed ((2016) sugerem que a liquidez geral está positivamente relacionada com a eficiência operacional e, consequentemente, com a rentabilidade, uma vez que empresas com altos níveis de liquidez geral estão menos propensas a recorrer a empréstimos de curto prazo de modo a fazer face às suas obrigações, diminuindo a sua rentabilidade.

No entanto, esta mesma liquidez geral pode levar à diminuição da rentabilidade, conforme observado no estudo de Kalaš et al.(2019), que sugere que o excesso de liquidez pode levar à retenção de recursos em vez do seu reinvestimento no negócio, fator prejudicial para a rentabilidade. Na mesma linha de pensamento, Li et al. (2020) afirmam que as empresas com excesso de liquidez podem estar a investir em ativos líquidos, como inventários, com baixo impacto em termos estratégicos e a longo prazo, afetando negativamente a rentabilidade, tendo em conta que o valor fica retido num armazém.

Desta forma, foram formuladas as seguintes hipóteses de investigação:

H3a – A liquidez geral está positivamente relacionada com a rentabilidade das empresas hoteleiras.

H3b – A liquidez geral está positivamente relacionada com a rentabilidade das empresas hoteleiras em períodos de crises.

A idade, de acordo com a revisão da literatura, pode, ou não, contribuir para a rentabilidade das empresas hoteleiras. Como exemplo, Dimitrić et al. (2019) verificaram, no mesmo estudo, uma relação negativa entre idade e rentabilidade em hotéis da Península Ibérica, o oposto nas empresas da Croácia, e um efeito nulo na Grécia.

Desta forma, foram formuladas as seguintes hipóteses:

H4a – A antiguidade das empresas afeta a rentabilidade das empresas hoteleiras de forma diferente em cada uma das regiões.

H4b – A antiguidade das empresas afeta a rentabilidade das empresas hoteleiras de forma diferente em cada uma das regiões em períodos de crise.

De um modo geral, a maioria dos estudos aqui analisados evidenciam um efeito positivo entre a dimensão e a rentabilidade, sendo que a maior parte dos autores relacionam este efeito com o facto de empresas de maior dimensão disporem de um acesso a capital mais facilitado, um maior poder negocial e beneficiarem de economias de escala.

Desta forma, foram formalizadas as seguintes hipóteses:

H5a – Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a rentabilidade no setor hoteleiro.

H5b – Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a rentabilidade no setor hoteleiro em anos de crise.

A revisão da literatura é clara no que se refere ao impacto das crises na rentabilidade das unidades hoteleiras, independentemente da região. Todos os autores referidos encontraram nos seus estudos evidências do decréscimo de rentabilidade durante períodos de crise, tanto na crise financeira de 2008, como na de COVID-19. Este fator levou à formulação da seguinte hipótese:

H6a – Crises económicas e sanitárias, como a crise financeira de 2008 e a pandemia de COVID-19, exercem um impacto negativo na rentabilidade das empresas hoteleiras das três regiões em estudo.

Por fim, ainda relacionado com os efeitos das crises, Lima Santos et al. (2022) evidenciam no seu estudo que o efeito do COVID-19 no desempenho global dos hotéis difere entre as diferentes regiões.

Assim:

H6b – A crise financeira de 2008 e a crise de COVID-19 afetaram de forma distinta a rentabilidade das empresas hoteleiras nas regiões estudadas.

3.3. Modelo conceptual

Dada a especificidade das hipóteses formuladas foram desenvolvidos dois modelos que serão assentes em dois tipos de regressões.

3.3.1. Modelo 1

No primeiro modelo (Figura 3.2), a crise financeira de 2008 e de COVID-19 serão tratadas como variáveis explicativas de desempenho, influenciando diretamente a rentabilidade – ROA e ROE – das empresas. Desta forma será possível perceber, além do efeito das restantes variáveis independentes – tangibilidade, endividamento, liquidez, dimensão e idade –, o efeito da crise na rentabilidade.

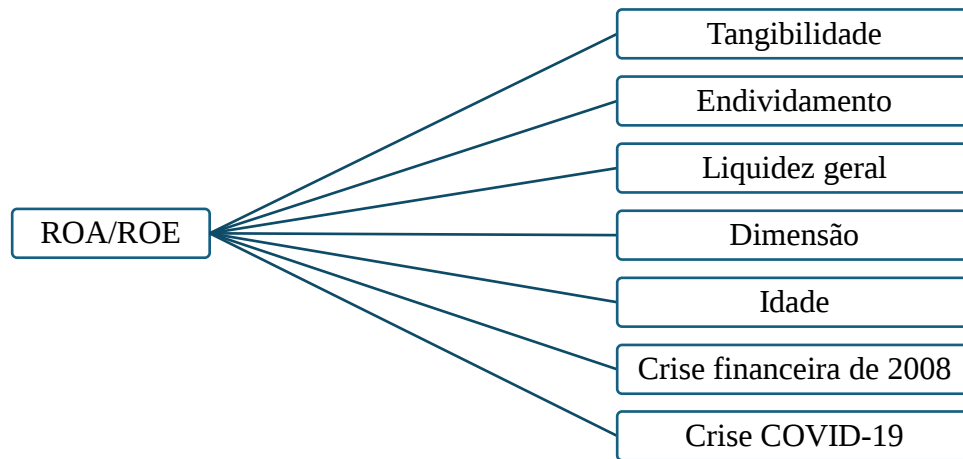


Figura 3.2. Modelo 1

3.3.1. Modelo 2

No segundo modelo a crise financeira de 2008 e de COVID-19 atuam como variáveis moderadoras, ajustando o impacto das variáveis independentes – tangibilidade, endividamento, liquidez, dimensão e idade – sobre as variáveis dependentes – ROA e ROE. Este modelo reflete a ideia de que as crises alteram a relação entre os determinantes financeiros e não financeiros, e o desempenho das empresas. Com este modelo será possível perceber se existe alteração nas variáveis de rentabilidade em anos de crise.

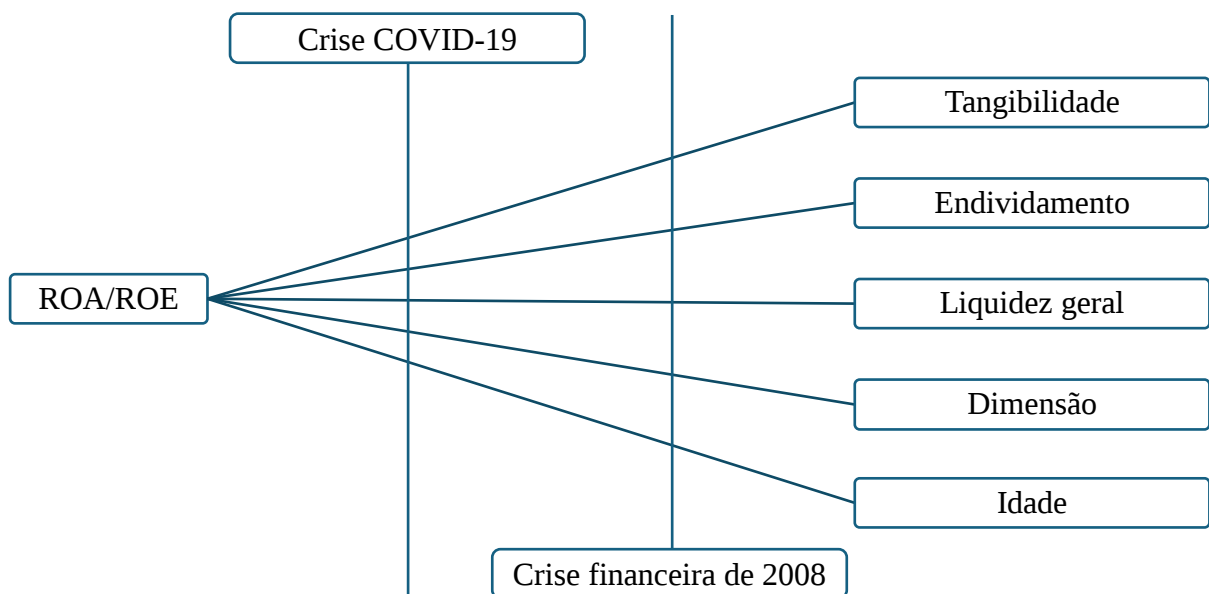


Figura 3.3. Modelo 2

4. Metodologia

4.1. Amostra

Neste estudo, em linha com Lima Santos et al. (2021, 2022) optou-se por uma abordagem quantitativa. A base de dados, disponibilizada pelo Banco de Portugal, em novembro de 2023, dispõe da informação financeira das empresas portuguesas que serão trabalhadas e analisadas no *software* Stata.

A base de dados inclui dados de empresas nacionais, para o período entre 2006 e 2021, classificadas com o CAE 551, tendo em conta a revisão CAE Rev.3, correspondendo a 6625 empresas e 53 809 observações.

Tal como nos estudos de Karanović (2023b), Menicucci (2018) e Gomes et al. (2023) foram excluídas observações com capital próprio e total do ativo igual ou inferior a zero, com vendas inferiores a 10 000 euros, em liquidação, ou fechadas; e, assim como Dimitrić et al. (2019), foram eliminadas as empresas com menos de cinco observações anuais; o que resultou numa base de dados com um total de 2444 empresas, sendo 437 da região do Algarve, 64 da RAA, e 202 da RAM – perfazendo um total de 703 empresas de interesse para este estudo –, e um total de 25 716 observações. Dado nem todas as empresas conterem dados para o conjunto do período em análise, a base de dados é considerada “*unbalanced*”.

Finalmente, em linha com Soni et al. (2023) e Lima Santos et al. (2021), de modo a anular o efeito das variações extremas e não serem perdidas as observações, procedeu-se à substituição dos *outliers* (Lim et al., 2016) para o percentil cinco e noventa e cinco da sua distribuição empírica, verificados através de gráficos *boxplot* das variáveis ROE, ROA, liquidez geral, tangibilidade e endividamento.

4.2. Variáveis estudadas

A variáveis estudadas, escolhidas para testar as hipóteses de estudo, apresentadas anteriormente, têm como fundamento os estudos mencionados na revisão da literatura. Nesta secção cada uma delas é descrita de forma sucinta, incluindo, nos casos necessários, as equações utilizadas para as determinar.

ROE – A rentabilidade do capital próprio pretende medir a quantidade de resultados (medido em euros) gerados a partir de cada unidade de capital próprio (CP). É um valor

relevante para os acionistas, uma vez que, através deste rácio, é possível aferir qual a margem de retorno por cada unidade de investimento. Tal como no estudo de Ognjanović (2020), é obtido através da razão entre o Resultado Líquido do Período (RLP) e o CP:

$$ROE = \frac{RLP}{CP} \quad (4.1)$$

ROA – A rentabilidade do ativo fornece informação sobre a quantidade de resultados gerados em média, desta vez, por cada unidade do ativo. Ou seja, o lucro gerado pela empresa a partir do seu ativo. Esta métrica foi utilizada por Dimitrić et al. (2019) através do rácio entre o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA) e o ativo total:

$$ROA = \frac{EBITDA}{ATIVO\ Total} \quad (4.2)$$

Endividamento – Calculado através do rácio entre o passivo total e o ativo total, tal como no estudo de Lumbantobing et al. (2020), também aqui será utilizada a seguinte fórmula de modo a compreender o nível de endividamento das empresas:

$$Endividamento = \frac{Passivo\ total}{Ativo\ Total} \quad (4.3)$$

Liquidez – A liquidez, que medirá a capacidade de a empresa fazer face às suas obrigações, é medida, conforme o trabalho de Kalaš (2019), a curto prazo e através das rubricas do ativo corrente e do passivo corrente. Desta forma, será possível perceber a capacidade de liquidez das empresas no decorrer do seu quotidiano.

$$LG = \frac{Ativo\ corrente}{Passivo\ Corrente} \quad (4.4)$$

Tangibilidade – Refletindo a proporção de ativos tangíveis sob o total de ativos de uma empresa, pode ser medida através do rácio entre o ativo fixo tangível e o ativo total, conforme aplicado no estudo de Awaliyah et al. (2021).

$$Tangibilidade = \frac{Ativo\ fixo\ tangível}{Ativo\ Total} \quad (4.5)$$

Dimensão – Em linha com Agiomirgianakis et al. (2013), para medir o tamanho da empresa hoteleira, será utilizado o logaritmo natural das vendas e serviços prestados; quanto maior for o seu valor pressupomos que maior será a dimensão da empresa.

Idade – Para a medição da antiguidade será utilizado o número de anos da empresa, através da subtração entre o ano em estudo e o ano de constituição, assim como no estudo de Magoutas et al. (2018).

Localização – Para a localização será utilizada a variável *dummy*, atribuindo o número 1 à região em estudo e 0 às restantes regiões. Com esta *dummy*, pretende-se criar modelos para cada uma das regiões em estudo, como Dimitrić et al. (2019).

Crise financeira de 2008 – A crise tem sido estudada por diversos autores, como mencionado na revisão da literatura. Menicucci (2018), no setor hoteleiro italiano, utilizou uma *dummy* entre o ano de 2008 e 2010. No entanto, por se tratar de um país distinto, neste estudo será utilizada uma *dummy* entre os anos de 2010 a 2014, período durante o qual a rentabilidade atingiu médias nacionais mais baixas tendo em conta os indicadores enunciados na caracterização do setor dos estabelecimentos hoteleiros.

Crise de COVID-19 – Já na crise pandémica, que à partida se distingue da anterior por ser menos prolongada, embora, porém, com efeitos mais repentinos, será criada a *dummy* do ano de 2020. Conforme verificado na caracterização do setor, 2020 foi o ano mais afetado em todos os indicadores, sendo expectável uma recuperação no ano de 2021. Esta *dummy* foi também utilizada nos trabalhos de Pereira et al. (2022).

Variáveis moderadoras – Uma vez que se pretende analisar o comportamento entre as variáveis independentes – endividamento, liquidez, tangibilidade, dimensão e idade – e as dependes – ROA e ROE – em tempos de crise, serão utilizadas variáveis moderadoras, tal como nos estudos de Sugito et al. (2018) e Panjaitan e Supriyati (2023). Estas variáveis consistem na interação entre as variáveis dependentes já referidas e as *dummies* da crise financeira e da COVID-19. Estas relações permitirão verificar se alguma daquelas variáveis tem um impacto diferente sobre o desempenho das empresas durante períodos de adversidade económica.

4.3. Escolha e validação dos modelos

Neste estudo, em linha com Meniccuci (2018), Karanović (2023b), Soni et al. (2023), Dimitrić et al. (2019) e Ben Aissa e Goaid (2016), foi utilizado um modelo de regressão linear (dados em painel) para testar a rentabilidade dos hotéis e as suas determinantes. Nestes modelos, foram incluídas variáveis explicativas e variáveis moderadoras – selecionadas com base na revisão de literatura efetuada e nos objetivos do estudo – para medir o ROA e o ROE.

Weerathunga et al. (2020) sugerem que regressões de dados em painel reduzem as implicações negativas decorrentes do enviesamento associado à existência de variáveis omitidas, assim como o problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes. De acordo com os autores, a regressão pode ser estimada como um modelo de efeitos fixos (FE), de efeitos aleatórios (RE), ou como um modelo de Mínimo Quadrados Ordinários (OLS).

Como referido no enquadramento inicial, este estudo pretende determinar o efeito das variáveis explicativas no desempenho do setor hoteleiro nas regiões do Algarve, RAA e RAM, e perceber de que modo estas variáveis são afetadas em tempos de crise, com o objetivo de compreender quais as características que tornam o negócio mais resiliente, em especial, em tempos de recessão económica. Desta forma, serão testados os modelos anteriormente esquematizados, de acordo com as seguintes equações, em cada região:

Modelo 1 – Modelo de regressão linear:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Tang_{it} + \beta_2 * End_{it} + \beta_3 * LG_{it} + \beta_4 * Dim_{it} + \beta_5 * Idade_{it} + \beta_6 * dummy_financeira_{it} + \beta_7 * dummy_covid_{it} + \varepsilon \quad (4.6)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Tang_{it} + \beta_2 * End_{it} + \beta_3 * LG_{it} + \beta_4 * Dim_{it} + \beta_5 * Idade_{it} + \beta_6 * dummy_financeira_{it} + \beta_7 * dummy_covid_{it} + \varepsilon \quad (4.7)$$

Modelo 2 – Modelo de regressões moderadas – técnica utilizada para perceber se as variáveis moderadoras podem reforçar ou enfraquecer as variáveis independentes sobre as variáveis dependentes:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Tang_{it} + \beta_2 * End_{it} + \beta_3 * LG_{it} + \beta_4 * Dim_{it} + \beta_5 * Idade_{it} + \beta_6 * dummy_financeira_{it} + \beta_7 * dummy_covid_{it} + \beta_8 * (Tang_{it} * dummy_financeira_{it}) + \beta_9 * (Tang_{it} * dummy_covid_{it}) + \beta_{10} * (End_{it} * dummy_financeira_{it}) + \beta_{11} * (End_{it} * dummy_covid_{it}) + \beta_{12} * (LG_{it} * dummy_financeira_{it}) + \beta_{13} * (LG_{it} * dummy_covid_{it}) + \varepsilon \quad (4.8)$$

$$\beta_{14}*(Dim_{it}* dummy_financeira_{it}) + \beta_{15}*(Dim_{it}* dummy_covid_{it}) + \beta_{16}*(idade_{it}* dummy_financeira_{it}) + \beta_{17}*(idade_{it}* dummy_covid_{it}) + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1*Tang_{it} + \beta_2*End_{it} + \beta_3*LG_{it} + \beta_4* Dim_{it} + \beta_5*Idade_{it} + \beta_6* dummy_financeira_{it} + \beta_7* dummy_covid_{it} + \beta_8*(Tang_{it}*dummy_financeira_{it}) + \beta_9*(Tang_{it}*dummy_covid_{it}) + \beta_{10}*(End_{it}*dummy_financeira_{it}) + \beta_{11}*(End_{it}*dummy_covid_{it}) + \beta_{12}*(LG_{it}* dummy_financeira_{it}) + \beta_{13}*(LG_{it}* dummy_covid_{it}) + \beta_{14}*(Dim_{it}* dummy_financeira_{it}) + \beta_{15}*(Dim_{it}* dummy_covid_{it}) + \beta_{16}*(idade_{it}* dummy_financeira_{it}) + \beta_{17}*(idade_{it}* dummy_covid_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (4.9)$$

As 703 empresas em observação são descritas através de i ($i = 1, \dots, 703$), e o tempo, isto é, o período compreendido entre os anos 2006 e 2021, é descrito por t ($t = 1, \dots, 16$). As restantes variáveis integradas nas quatro equações são descritas da seguinte forma:

ROA = Rentabilidade do ativo

ROE = Rentabilidade do capital próprio

Tang = Tangibilidade

End = Endividamento

LG = Liquidez geral

Idade = Idade da empresa (em anos)

Dim = Dimensão (logaritmo natural das vendas)

Dummy_financeira = Observações balizadas entre 2010 e 2014

Dummy_covid = Observações no ano de 2020

$Tang*dummy_financeira$ = Tangibilidade $\times$ *dummy_financeira*

$Tang*dummy_covid$ = Tangibilidade $\times$ *dummy_covid*

$End*dummy_financeira$ = Endividamento $\times$ *dummy_financeira*

$End*dummy_covid$ = Endividamento $\times$ *dummy_covid*

$LG*dummy_financeira$ = Liquidez Geral $\times$ *dummy_financeira*

$LG*dummy_covid$ = Liquidez Geral $\times$ *dummy_covid*

$Dim*dummy_financeira$ = Dimensão $\times$ *dummy_financeira*

$Dim*dummy_covid$ = Dimensão $\times$ *dummy_covid*

$Idade*dummy_financeira$ = Idade $\times$ *dummy_financeira*

$Idade*dummy_covid$ = Idade $\times$ *dummy_covid*

À semelhança da investigação desenvolvida por Dimitrić et al. (2019), aqui também serão desenvolvidos modelos para cada uma das regiões em estudo. Em linha com os autores referidos

no início deste capítulo, com o estudo de Sugito et al. (2018) e com a revisão da literatura de Torres-Reyna (2014), a seleção do modelo mais indicado foi feita da seguinte forma:

Inicialmente recorreu-se ao teste *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier* (LM) para escolher entre uma simples regressão OLS ou uma regressão de efeitos aleatórios. A hipótese nula deste teste é que as variâncias entre as entidades são iguais a zero – isto é, não existe efeito de painel. Para os testes efetuados nos modelos das regiões do Algarve, da RAA e da RAM os resultados foram sempre $p\text{-value} < 0.05$, rejeitando assim a hipótese nula e concluindo que será preferível um modelo de efeitos aleatórios a um modelo OLS.

Para a escolha entre um modelo de efeitos fixos ou efeitos aleatórios foi realizado o teste *Hausman*. Este teste pretende comparar e escolher entre os dois modelos. O modelo de efeitos fixos assume que os efeitos individuais estão correlacionados com as variáveis explicativas, enquanto o modelo de efeitos aleatórios assume que os efeitos individuais não se correlacionam com as variáveis explicativas. O teste *Hausman* foi realizado para todos os modelos de cada região. Os resultados em cada um deles sugerem que $p\text{-value} < 0.05$. Deste modo, foi rejeitada a hipótese nula do teste *Hausman*, sendo o modelo de efeitos fixos o mais adequado ao painel desta análise.

Além dos testes descritos, foi ainda realizado um teste com o objetivo de compreender se são necessários efeitos fixos temporais ao executar um modelo de efeitos fixos. Sendo que, para as três regiões, $p\text{-value} < 0.05$, rejeitando novamente a hipótese nula de que os coeficientes para os anos são conjuntamente iguais a zero. Deste modo, os anos devem ser incluídos nos modelos originais.

4.3.1. Teste de multicolinearidade

Para testar a multicolinearidade, foi utilizado o Valor de Inflação de Variável (VIF), medido entre zero (0) e dez (10). Este teste é utilizado para perceber se existe qualquer correlação entre as variáveis independentes. O modelo de regressão é considerado livre de multicolinearidade se tiver um VIF abaixo de 10. No primeiro modelo, onde se pretende estudar o efeito das variáveis independentes na rentabilidade, verificou-se que não existe colinearidade entre as variáveis, uma vez todos os valores de VIF estão abaixo de 10. Já no segundo modelo, para as equações 4.8 e 4.9, algumas variáveis apresentam valores de VIF extremamente altos, o que indica multicolinearidade grave. No quadro que se segue, foi deixado como exemplo o teste de multicolinearidade para a variável dependente ROA nas três regiões:

Quadro 4.1. Valor de Inflação de Variável (VIF) para ROA por região

	Algarve		RAA		RAM	
Variável	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF	VIF	1/VIF
<i>Dummy_covid</i>	88.14	0.011346	101.94	0.009810	90.70	0.011025
<i>Dummy_financeira</i>	82.33	0.012147	96.20	0.010395	88.88	0.011252
<i>Dim*dummy_financeira</i>	70.36	0.014213	84.36	0.011854	80.67	0.012397
<i>Dim*dummy_covid</i>	65.13	0.015354	95.24	0.010499	79.30	0.012596
<i>End*dummy_financeira</i>	7.45	0.134188	84.36	0.011854	7.84	0.127572
<i>End *dummy_covid</i>	6.07	0.164789	9.60	0.104217	6.44	0.155305
<i>Tang*dummy_financeira</i>	4.57	0.218774	7.18	0.139186	9.14	0.109428
<i>Idade*dummy_covid</i>	4.53	0.220628	4.73	0.211584	4.61	0.216872
<i>Idade*dummy_financeira</i>	4.31	0.231769	4.64	0.215523	4.07	0.245645
<i>Tang*dummy_covid</i>	3.69	0.271054	8.41	0.118846	7.16	0.139589
<i>LG*dummy_covid</i>	2.33	0.429698	2.66	0.375439	2.04	0.489724
<i>LG*dummy_financeira</i>	2.23	0.448906	2.08	0.481155	2.52	0.396284
End	2.02	0.494508	1.99	0.503065	1.99	0.501440
LG	1.90	0.527588	2.41	0.452179	2.32	0.431742
Tang	1.84	0.544424	1.92	0.519740	1.91	0.523354
Idade	1.80	0.554325	1.71	0.585513	1.87	0.534970
Dim	1.76	0.569571	1.88	0.532103	1.99	0.502663
Média VIF	20.61		25.62		23.15	

Como é possível verificar, para ambas as *dummies* de crise e para as variáveis moderadoras Dimensão × *dummy_financeira* e Dimensão × *dummy_covid*, o valor médio de VIF é muito superior a 10. Isto indica que estas variáveis estão altamente correlacionadas com outras variáveis do modelo, sendo que é indicado excluir estas variáveis do modelo 2. O mesmo será efetuado para o ROE, uma vez que os valores demonstram ser semelhantes.

4.3.2. Teste de heterocedasticidade

Para testar se nos modelos de regressão a ser utilizados existe heterocedasticidade, recorreu-se ao teste *Wald*, no qual a hipótese nula indica homocedasticidade (variância constante). De acordo com o resultado, foi recusada a hipótese nula, verificando que há problemas de

heterocedasticidade nos modelos. Como tal, no *software* Stata, foi utilizada a opção “*robust*”, para obter erros de padrão robustos de heterocedasticidade, também conhecida como estimadores de *White*.

5. Resultados

Neste capítulo, serão apresentados os resultados das análises realizadas. Na primeira parte, serão descritas as estatísticas descritivas das variáveis estudadas. Em seguida, na segunda parte, serão apresentadas as regressões para cada um dos modelos.

5.1. Estatística descritiva

O quadro que se segue (Quadro 5.1) apresenta a estatística descritiva das empresas do setor hoteleiro em três regiões estudadas, Algarve, RAA e RAM, entre 2006 e 2021. As variáveis analisadas incluem o ROE, ROA, Tang (Tangibilidade dos Ativos), ENDV (Endividamento), LG (Liquidez Geral), VS (vendas e serviços prestado, em milhares de euros) e Idade das empresas.

No Algarve, o ROE médio é de 2,13%, com um desvio padrão relativamente alto de 31,9048, o que indica variações significativas na rentabilidade das empresas. Já na RAA e na RAM este indicador é negativo, -0,39% e -1,79%, respetivamente, com desvios-padrão menos elevados.

No indicador ROA, o Algarve volta a ter uma média superior às restantes, 8,67%, indicando que, em média, as empresas hoteleiras desta região conseguem obter maior rentabilidade a partir dos seus ativos, apesar de se observar uma grande variabilidade (o desvio padrão é também superior neste caso). As restantes regiões apresentam indicadores positivos no ROA, apesar de novamente inferiores que no Algarve, sendo a média da RAA 6,35% e da RAM 6,27%.

Na tangibilidade, o Algarve apresenta uma tangibilidade média de 50,2%, o que sugere que metade dos ativos das empresas são tangíveis. A RAA tem uma tangibilidade média significativamente maior, de 65,78%, sendo a que mais se destaca neste indicador. Na RAM, a tangibilidade média é semelhante à da RAA, com 64,77%.

Das três regiões em estudo, as empresas hoteleiras mais endividadas são as do Algarve, com uma média de 55,8%, seguida da RAM, com as empresas hoteleiras a registarem um endividamento médio de 53,02%. As empresas hoteleiras da RAA destacam-se por serem as menos endividadas, com uma média de 50,71%.

Já em relação à liquidez geral, no Algarve, a liquidez geral média é de 4,27, superior à RAA e à RAM, que atingiram médias de 2,95 e 2,97, respetivamente.

Em relação às vendas e serviços prestados, que serão utilizados como indicador de dimensão, a RAM é a que tem em média mais vendas e serviços prestados, atingindo os 2473 milhares de euros; seguida do Algarve, com 1626 milhares de euros. Das três regiões em estudo, verifica-se que RAA apresenta a média mais baixa, com 1116 milhares de euros.

Por fim, as empresas hoteleiras mais antigas estão situadas na RAM, onde têm em média 28,67 anos de existência, e no Algarve, com uma média de 28,12 anos de existência. As empresas hoteleiras mais jovens são as da RAA, onde as empresas têm em média 25,10 anos de existência, o que pode indicar que o setor na região está ainda em crescimento.

Quadro 5.1. Estatística descritiva das empresas do setor hoteleiro nas regiões estudadas⁴

	Algarve			RAA			RAM		
Variável	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	Std. Dev.
ROE (%)	4,554	2,13	31,0948	680	-0,39	23,6135	2190	-1,79	26,2003
ROA (%)	4,554	8,67	13,6111	680	6,35	11,56	2190	6,27	12,1785
TANG (%)	4,554	50,2	32,9402	680	65,78	29,5212	2190	64,77	27,8067
ENDV (%)	4,554	55,8	28,7634	680	50,71	22,5498	2190	53,02	25,3605
LG (nº)	4,554	4,27	6,57192	680	2,95	5,11799	2190	2,79	5,23206
VS (milhares de euros)	4,554	1626	1,71797	680	1116	1,59078	2190	2473	1,69127
Idade (nº)	4,554	28,12	13,5243	680	25,1	10,7663	2190	28,67	15,0921

De um modo geral, verifica-se que, em média, as empresas do Algarve apresentam um melhor desempenho financeiro em termos de rentabilidade (ROA e ROE), embora exista uma maior variação entre as empresas; a tangibilidade é superior nas regiões insulares; e o endividamento é similar nas três regiões, com a RAA a apresentar o menor nível médio de endividamento.

⁴ Legenda: Obs – Número de Observações; Mean – Média; Std. Dev. – Desvio padrão

As empresas hoteleiras do Algarve apresentam também maiores níveis de liquidez geral, o que sugere que estão numa posição mais favorável para cobrir as suas obrigações a curto prazo. A dimensão das empresas no Algarve é superior à RAA, mas inferior às da RAM, onde as empresas são em média maiores, tendo em conta as vendas e os serviços prestados.

Por fim, as empresas mais antigas estão concentradas na RAM e no Algarve, enquanto na RAA são em média mais jovens.

5.2. Regressões

As regressões⁵ foram estimadas utilizando o modelo de efeitos fixos (FE) para capturar as especificidades não observadas entre as empresas ao longo do tempo. A análise incluiu tanto o ROA como o ROE como variáveis dependentes. Foram utilizados dois modelos: um que trata as crises financeiras como variáveis independentes e outro que as trata como variáveis moderadoras, de modo que a se possa responder a todas as questões de investigação.

5.2.1. Regressões modelo 1

No primeiro modelo de regressão foram analisadas as variáveis financeiras e não financeiras explicativas da rentabilidade e a crise financeira de 2008 e de COVID-19 como variáveis independentes, com o intuito de determinar o impacto direto destes fatores na rentabilidade das empresas hoteleiras de cada região, medida através do ROA e o ROE.

Este modelo é essencial para que se possa verificar de que forma as variáveis e as crises afetaram a rentabilidade, de acordo com as hipóteses levantadas, durante o período estudado.

De notar que, conforme os testes desenvolvidos, os anos devem ser incluídos nos modelos originais e que os anos 2014, 2020 e 2021 foram excluídos devido à colinearidade.

⁵ Os quadros incluídos neste subcapítulo são de elaboração própria, a partir do software estatístico Stata. Os quadros 5.2, 5.3, 5.4 e 5.5 apresentam as estimativas de regressão com os coeficientes e os erros estimados para os estabelecimentos hoteleiros portugueses nas três regiões em estudo, utilizando como indicador de rentabilidade o ROA e ROE. A estimação foi feita através de modelo FE durante o período 2006-2021. O *** indica a significância estatística ao nível de 1%, ** a significância estatística ao nível de 5%, e * a significância estatística ao nível de 10%. O R-squared indica em que percentagem as variáveis explicativas explicam a variável testada. O teste *f* avalia a qualidade dos instrumentos.

Quadro 5.2. Resultado da regressão FE do impacto das variáveis independentes no ROA

	Modelo 1		
ROA	Algarve	RAA	RAM
Tang	-0.098*** (-5.14)	-0.040 (-0.66)	-0.036 (-1.45)
End	-0.107*** (-6.45)	-0.081* (-1.76)	-0.121*** (-5.26)
LG	-0.129*** (-3.09)	0.103 (0.96)	0.074 (0.72)
dimensão	4.541*** (10.16)	3.417*** (2.90)	3.810*** (4.77)
Idade	-0.628*** (-8.43)	0.094 (0.62)	-0.139 (-1.59)
dummy_financeira	-0.198 (-0.24)	-3.758*** (-2.98)	1.045 (0.96)
dummy_covid	-6.949*** (-9.56)	-7.944*** (-4.90)	-8.035*** (-7.68)
2007	0.089 (0.10)	2.166* (1.69)	0.933 (0.98)
2008	-2.718** (-2.81)	3.348** (2.01)	0.948 (1.00)
2009	-3.719*** (-4.21)	-1.526 (-1.02)	-2.835*** (-2.63)
2010	-2.719*** (-3.52)	1.623 (1.11)	-5.010*** (-4.42)
2011	-2.036** (-2.33)	3.244** (2.29)	-3.66773*** (-3.27)
2012	-2.906*** (-3.50)	0.674 (0.40)	-4.417*** (-3.81)
2013	-1.065 (-1.46)	2.358* (1.85)	-1.269 (-1.21)
2015	1.473 (1.78)	1.781 (1.19)	1.304 (1.29)
2016	3.316*** (3.91)	1.777 (1.42)	3.374*** (3.48)
2017	4.282*** (4.94)	2.938** (2.41)	2.481** (2.45)
2018	2.296** (2.66)	3.413** (1.92)	1.237 (1.16)
2019	0.786 (0.90)	2.067 (1.54)	0.195** (2.28)
cons	-24.976*** (-3.97)	-32.856** (-2.13)	-32.637*** (-2.86)
R-Squared	0.1244	0.05800	0.1262
F	37.40***	9.78***	21.5***
Nº de observações	4554	680	2190
Nº de empresas	437	64	202

Quadro 5.3. Resultado da regressão FE do impacto das variáveis independentes no ROE

	Modelo 1		
ROE	Algarve	RAA	RAM
Tang	-0.268*** (-5.79)	-0.119 (-1.08)	-0.123** (-2.45)
End	-0.297*** (-7.25)	-0.172* (-1.78)	-0.426*** (-7.95)

LG	-0.225** (-2.27)	-0.279 (1.03)	-0.177 (1.19)
dimensão	10.506*** (8.53)	6.485** (2.45)	8.078*** (4.68)
Idade	1.227*** (-6.60)	0.161 (0.50)	-0.214 (1.10)
dummy_financeira	-0.853 (-0.45)	-6.673 (-1.64)	2.131 (0.90)
dummy_covid	-17.431*** (-7.98)	-17.93*** (-4.23)	-16.397*** (-6.78)
2007	-2.694 (-1.23)	3.586 (1.63)	1.149 (0.50)
2008	-7.518*** (-3.21)	7.367 (1.62)	-1.084 (-0.53)
2009	-11.036*** (-5.14)	-5.983 (-1.23)	-5.359** (-2.18)
2010	-0.548 (-0.19)	3.141 (0.70)	-9.963*** (-3.94)
2011	-3.515 (-1.88)	3.681 (0.82)	-6.344** (-2.60)
2012	-6.495*** (-3.28)	2.554 (0.68)	-9.529*** (-3.94)
2013	2.593 (1.54)	8.044** (2.64)	-4.450*** (-1.80)
2015	2.504 (1.36)	6.326** (2.06)	2.475 (1.11)
2016	6.614*** (3.95)	5.645** (2.44)	5.275** (2.27)
2017	7.213*** (4.02)	3.857** (2.03)	2.578 (1.15)
2018	2.839 (1.46)	3.421 (1.42)	1.842 (0.90)
2019	0.093 (0.05)	3.731 (1.70)	-1.849 (-0.92)
cons	-75.741*** (-4.90)	-70.920** (-2.04)	-72.657*** (-3.17)
R-Squard	0.1167	0.0825	0.1423
F	24.93***	4.05***	13.63***
Nº de observações	4554	680	2190
Nº de empresas	437	64	202

A análise das regressões do modelo 1 sugere que as empresas hoteleiras que dispõem de uma maior porção dos ativos tangíveis tendem a ter menor rentabilidade. Tanto no Algarve quanto na RAM, o ROE é afetado pela tangibilidade de forma significativamente negativa, embora o efeito seja mais pronunciado no Algarve. O mesmo acontece no ROA para as empresas hoteleiras do Algarve. Os resultados assemelham-se ao estudo de Solyukova et al. (2023) que justifica este efeito negativo pelo fato de existirem outros fatores não quantificáveis e inseridos nos modelos que melhoram o desempenho, já referidos na literatura. Nos Açores, no entanto, a tangibilidade não apresenta um impacto significativo, sugerindo que a estrutura de ativos fixos não afeta de forma relevante a rentabilidade das empresas.

Já o endividamento revela-se uma variável crítica em todas as regiões. No Algarve, Açores e Madeira, tanto o ROE quanto o ROA sofrem impactos negativos significativos com o aumento do endividamento, sendo este efeito particularmente severo na Madeira. Empresas hoteleiras mais endividadas enfrentam maiores dificuldades em gerar rentabilidade sobre os ativos e sobre o capital próprio. Estes resultados estão em linha com os autores Magoutas et al. (2016) e Ben Aissa e Goaied (2016) que afirmam que o endividamento pode ter um efeito negativo na rentabilidade, dado que, quanto maior o nível de endividamento, maiores serão os custos financeiros das empresas.

Em relação à liquidez, os resultados mostram que, no Algarve, empresas com mais liquidez apresentam menor rentabilidade, tanto no ROE quanto no ROA. Isto pode indicar, conforme o estudo de Kalaš et al.(2019) que as empresas não estão a gerir de forma eficaz os seus recursos, levando à retenção de meios que poderiam ser usados para o reinvestimento no negócio. Nos Açores e na Madeira, a liquidez não teve um impacto significativo, o que pode refletir uma melhor gestão dos recursos líquidos ou menor relevância desse fator nessas regiões.

Por outro lado, a dimensão das empresas, tem um efeito positivo e significativo sobre o ROE e o ROA em todas as regiões. As empresas maiores tendem a ser mais rentáveis, com os maiores efeitos observados no Algarve e na RAM. Como referido pelos diversos autores mencionados, este efeito pode ser proporcionado pelas economias de escala, que levam à eficiência dos custos e preços mais competitivos, pela maior facilidade ao acesso a capital e pelo poder negocial das empresas. Nos Açores, o impacto também é positivo, mas ligeiramente menor, o que pode indicar que as empresas de maior porte também beneficiam de maior rentabilidade.

Na idade, o Algarve destaca-se novamente, tendo em conta que as empresas mais antigas apresentam maior rentabilidade sobre ROE. Tal pode estar relacionado com a maior experiência de mercado e à mais fácil adaptação às condições económicas ao longo do tempo. No entanto, o efeito desta variável sobre o ROA é negativo, sugerindo que, embora essas empresas sejam mais capazes de gerar retorno para os acionistas, elas não estão a utilizar os seus ativos de forma tão eficiente quanto as empresas mais novas. Nos Açores e na Madeira, a idade das empresas não demonstrou ser uma variável significativa para determinar o desempenho financeiro. Como referido no estudo de Dimitrić et al. (2019) onde se verificou uma relação negativa entre idade e rentabilidade em hotéis da Península Ibérica, o oposto nas empresas da Croácia, e um efeito nulo na Grécia, a idade tende a ter efeitos mistos na rentabilidade, podendo, até, registar resultados contraditórios na mesma região, tendo em conta o indicador de rentabilidade utilizado.

Em termos de crises, a análise da crise financeira de 2008 e da pandemia de COVID-19 revela impactos distintos, validando o objetivo central desta investigação; isto é, a distinção entre os efeitos provocados pelas duas crises na rentabilidade das empresas hoteleiras. Mais especificamente, a crise financeira de 2008 teve um impacto negativo significativo sobre o ROA nas empresas dos Açores, mas não apresentou resultados significativos no Algarve ou na Madeira. Isso pode refletir a vulnerabilidade das empresas açorianas durante períodos de restrição financeira, enquanto as empresas das outras regiões conseguiram manter um desempenho estável. No entanto, o efeito da crise financeira sobre o ROE não foi estatisticamente significativo em nenhuma das regiões, indicando que o impacto foi mais direto sobre a utilização de ativos do que sobre a rentabilidade do capital próprio. Este facto pode ser explicado por esta crise, apesar de global, não ter tido o mesmo prolongamento nas três regiões em estudo. De facto, a *dummy* crise financeira foi criada para este estudo com base nos anos em que a média da rentabilidade das empresas hoteleiras atingiram valores mais baixos, conforme verificado na caracterização do setor. No entanto, não foi possível distinguir estes valores por região. Pode-se ainda verificar, na regressão do modelo 1, que o efeito dos anos durante este período atingiu diferentes coeficientes nas regiões em análise, reforçando a ideia de que o período de impactos provocados pela crise financeira de 2008 pode variar de região para região.

Por outro lado, a pandemia de COVID-19 teve um impacto devastador em todas as regiões, afetando tanto o ROE quanto o ROA de forma significativa. O Algarve, os Açores e a Madeira sofreram quedas acentuadas na rentabilidade durante a pandemia, com o ROE a demonstrar uma forte deterioração nas três regiões. Esses resultados refletem a magnitude do choque pandémico, que atingiu o setor empresarial de forma profunda, limitando a capacidade das empresas de gerar lucros e utilizar os seus ativos de modo eficiente. As regiões mais afetadas foram a RAM, no ROA e o Algarve, no ROE.

De um modo geral, o impacto da crise de COVID-19 foi mais intenso, significativo e homogéneo nas três regiões em análise, comparativamente à crise financeira de 2008, cujo efeito foi mais diferenciado, afetando de forma mais acentuada os Açores.

Este modelo evidencia que as variáveis escolhidas têm, genericamente, um impacto significativo sobre a rentabilidade das empresas nas regiões analisadas. As empresas com maior endividamento e maior tangibilidade enfrentam desafios consideráveis para manter uma rentabilidade saudável, enquanto as empresas maiores tendem a ser mais resilientes e rentáveis. A pandemia de COVID-19, em particular, teve um impacto assolador no desempenho das empresas hoteleiras das três regiões, afetando os dois indicadores de rentabilidade. A análise sugere que a gestão adequada da estrutura de ativos e do endividamento, além da capacidade

de adaptação em períodos de crise, são fatores críticos para a sobrevivência e sucesso das empresas nas regiões do Algarve, Açores e Madeira.

5.2.2. Regressões modelo 2

No segundo modelo de regressão, o objetivo é analisar como a crise financeira de 2008 e a pandemia de COVID-19 moderam o impacto das variáveis independentes financeiras e não financeiras – tangibilidade, endividamento, liquidez geral, dimensão e idade – sobre a rentabilidade das empresas hoteleiras em cada região, medida pelo ROA e ROE. Esta análise é particularmente relevante para compreender se as crises amplificam ou reduzem o efeito das variáveis estudadas sobre o desempenho financeiro das empresas.

De notar que, novamente, conforme os testes desenvolvidos, os anos devem ser incluídos nos modelos originais e que o ano de 2021 foi excluído devido à colinearidade.

Quadro 5.4. Resultado da regressão FE do impacto das variáveis independentes e moderadoras no ROA

	Modelo 2		
ROA	Algarve	RAA	RAM
Tang	-0.1024*** (-5.05)	-0.0490 (-0.80)	-0.0433* (-1.77)
End	-0.1119*** (-6.23)	-0.0570 (-0.95)	-1.1335*** (-4.09)
LG	-0.1248*** (-2.70)	1.1235 (1.04)	-0.0097 (-0.11)
dimensão	4.5321*** (10.21)	3.3113*** (2.77)	8.3153*** (7.98)
Idade	-0.6443*** (-8.56)	1.1242 (0.79)	-0.1435 (-1.61)
tang×crisefinanceira	0.0065 (0.48)	0.0104 (0.32)	-0.0097 (-0.36)
tang×crisecovid	0.0630** (3.08)	0.0598 (0.86)	0.1322*** (4.27)
end×crisefinanceira	0.0188 (0.79)	-0.1223* (-1.93)	0.0254 (0.85)
end×crisecovid	0.0658 (0.97)	-0.0278 (-0.32)	0.0775 (1.21)
lg×crisefinanceira	0.0068 (0.11)	-0.0238 (-0.12)	0.1965 (1.31)
lg×crisecovid	-0.0027 (-0.03)	0.0577 (0.24)	-0.3908 (-2.45)
idade×crisefinanceira	-0.0124 (-0.33)	-0.2286** (-2.04)	-0.0197 (-0.48)
idade×crisecovid	0.2326*** (5.71)	-0.0549 (-0.48)	0.0693 (1.58)
2007	0.089 (0.10)	2.2497* (1.71)	0.9100 (0.95)
2008	-2.709** (-2.79)	3.4158** (2.03)	0.8839 (0.97)

2009	-3.667*** (-4.15)	-1.5109 (-0.98)	-2.8479 (-3.50)
2010	-3.409* (-1.83)	7.4118 (1.41)	-4.7979* (-1.68)
2011	-2.713 (-1.42)	9.2221 (1.65)	-3.4386 (-1.47)
2012	-3.565* (-1.86)	6.9563 (1.15)	-4.1562** (-2.90)
2013	-1.790 (-0.88)	8.7319 (1.56)	-1.0669 (-0.37)
2014	-0.623 (-0.32)	6.6685 (1.24)	0.2487 (0.08)
2015	1.499 (1.82)	1.9176 (1.29)	1.2557 (1.23)
2016	3.311*** (3.90)	2.0936 (1.63)	3.3311*** (3.44)
2017	4.595*** (5.58)	3.1173* (1.74)	2.4692* (2.43)
2018	2.249** (2.61)	3.7183** (2.09)	2.3144 (1.67)
2019	0.749 (0.85)	2.4422* (1.71)	1.1666 (0.85)
2020	-16.851*** (-6.33)	-9.4342 (-1.18)	-23.3419*** (-7.33)
cons	-24.088*** (-3.85)	-33.1281** (-2.06)	-31.2573*** (-2.72)
R-Squard	0.1271	0.0801	0.1311
F	31.19***	9.5***	20.92***
Nº de observações	4554	680	2190
Nº de empresas	437	64	202

Quadro 5.5. Resultado da regressão FE do impacto das variáveis independentes e moderadoras no ROE

	Modelo 2		
ROE	Algarve	RAA	RAM
Tang	-0.299*** (-6.11)	-0.195* (-1.74)	-0.133** (-2.57)
End	-0.250*** (-6.10)	-0.026 (-0.21)	-0.370*** (-6.43)
LG	-0.235** (-2.14)	-0.342 (1.12)	-0.240 (-1.43)
dimensão	10.679*** (5.84)	6.160** (2.29)	7.925*** (4.64)
Idade	-1.231*** (-6.66)	0.231 (0.70)	-0.203 (-1.02)
tang×crisefinanceira	0.067** (1.98)	0.080 (1.06)	-0.019 (-0.31)
tang×crisecovid	0.254*** (4.67)	0.412** (2.31)	0.380*** (4.84)
end×crisefinanceira	-0.064 (-1.53)	-0.459*** (-2.81)	-0.088 (-1.32)
end×crisecovid	-0.314*** (-4.46)	-0.419 (-1.37)	-0.281** (-3.20)
lg×crisefinanceira	-0.085 (-1.61)	0.023 (0.04)	-0.021 (-0.10)

lg×crisecovid	-0.270*** (-2.99)	0.633 (-1.34)	-0.868*** (-3.58)
idade×crisefinanceira	-0.166** (-1.98)	-0.366 (-1.61)	0.025 (0.31)
idade×crisecovid	0.459*** (3.77)	-0.143 (-0.53)	0.271*** (2.80)
2007	-2.577 (-1.17)	3.844 (1.61)	1.263 (0.54)
2008	-7.385*** (-3.14)	7.574 (1.63)	-0.892 (-0.43)
2009	-10.641*** (-5.18)	-6.101 (-1.24)	-5.296 (-2.12)
2010	3.560 (0.85)	21.580* (1.91)	-1.793 (-0.29)
2011	-2.736 (-0.70)	22.550* (1.94)	1.740 (0.23)
2012	-3.211 (-0.75)	21.758* (1.88)	-1.493 (-0.24)
2013	6.025** (2.14)	27.179** (2.35)	3.494 (0.94)
2014	6.604*** (3.46)	19.502* (1.73)	7.705 (1.18)
2015	2.970 (0.71)	22.716** (2.24)	2.597 (1.16)
2016	-0.870 (-0.20)	6.558*** (2.96)	5.357 (2.31)
2017	7.431*** (4.19)	4.847* (1.32)	2.873 (1.28)
2018	0.934 (0.42)	6.812*** (3.19)	1.352 (0.67)
2019	0.354 (0.17)	5.422** (2.18)	-1.458 (-0.71)
2020	-27.069*** (-3.81)	-23.099 (-1.10)	-36.308***
cons	-78.922*** (-5.21)	-71.334** (-1.96)	-72.763*** (-3.19)
R-Squard	0.1226	0.1318	0.1495
F	22.44***	9.28***	13.64***
Nº de observações	4554	680	2190
Nº de empresas	437	64	202

No Modelo 2, as variáveis explicativas previamente discutidas no Modelo 1, de modo geral, mantêm a sua influência e significância estatística. No entanto, o foco recai sobre a utilização das *dummies* que representam as crises como variáveis moderadoras. Este novo contexto permite uma análise mais aprofundada dos impactos da crise financeira de 2008 e da crise de COVID-19 nas relações entre as variáveis explicativas e a rentabilidade das empresas.

Durante a crise financeira de 2008, a tangibilidade teve um impacto diferenciado nas regiões em análise. Em termos de ROA, nenhuma região apresentou impactos significativos, o que sugere que a estrutura de ativos fixos das empresas hoteleiras não influenciou de forma direta a rentabilidade dos ativos. No entanto, no Algarve, a tangibilidade demonstrou um impacto positivo e significativo no ROE, indicando que as empresas com maior quantidade de

ativos tangíveis conseguiram utilizar esses recursos para obter uma rentabilidade do capital próprio durante a crise financeira.

Na crise de COVID-19, o impacto da tangibilidade foi mais pronunciado e consistente entre as regiões. No indicador ROA, no Algarve e na Madeira, a tangibilidade teve um impacto positivo e significativo, sugerindo que as empresas com mais ativos tangíveis conseguiram mitigar o efeito da crise de COVID-19 na rentabilidade. Nos Açores, por outro lado, não houve impacto significativo da tangibilidade nesta métrica. No entanto, quando se analisa o ROE, a tangibilidade foi um fator crucial em todas as regiões, com impacto positivo e altamente significativo no Algarve, Açores e Madeira. Este facto reflete que, durante a pandemia, os ativos tangíveis foram uma importante fonte de resiliência, permitindo às empresas hoteleiras sustentar seus retornos sobre o capital próprio no meio de um contexto de incerteza repentina.

No que se refere ao endividamento, durante a crise financeira de 2008, os seus efeitos variaram significativamente entre as regiões. No Algarve e na Madeira, o endividamento não teve impacto significativo sobre o ROA. Já nos Açores, o endividamento apresentou um impacto negativo marginalmente significativo, o que sugere que as empresas açorianas mais endividadas enfrentaram dificuldades para rentabilizar os seus ativos durante a crise financeira de 2008. Já na análise do ROE, o endividamento manteve um impacto negativo e altamente significativo nos Açores, indicando que as empresas com níveis elevados de dívida sofreram perdas substanciais na sua rentabilidade. Nas outras regiões, o endividamento não teve impacto significativo no ROE.

A pandemia de COVID-19 evidenciou desafios para as empresas endividadas. Em termos de ROA, o endividamento não teve impacto significativo em nenhuma das regiões, o que sugere que a gestão de ativos durante a pandemia não foi fortemente afetada pela alavancagem financeira. No entanto, no ROE, esta relação foi diferente. No Algarve e na Madeira, o endividamento teve um impacto negativo e altamente significativo, indicando que as empresas com níveis elevados de endividamento enfrentaram grandes desafios para manter a sua rentabilidade sobre o capital próprio. Nos Açores, o endividamento não teve impacto significativo sobre o ROE durante a pandemia.

A liquidez geral também foi moderada pelas crises. Durante a crise financeira de 2008, não houve impacto significativo da liquidez geral sobre o ROA em nenhuma das regiões, o que indica que a capacidade das empresas em honrar as suas obrigações de curto prazo não influenciou diretamente a rentabilidade dos ativos neste período. Em termos de ROE, o mesmo padrão foi observado. Já durante a pandemia de COVID-19, a liquidez geral teve um impacto negativo e altamente significativo sobre o ROE no Algarve e na Madeira, sugerindo que

empresas com níveis elevados de liquidez enfrentaram dificuldades em converter essa liquidez em retornos para os acionistas. Nos Açores, no entanto, a liquidez geral não mostrou ter impacto significativo sobre o ROA ou o ROE durante a pandemia.

Por fim, a idade das empresas também desempenhou um papel diferenciado em cada crise e em cada região. Durante a crise financeira de 2008, a idade não teve impacto significativo sobre o ROA no Algarve e na Madeira, mas apresentou um impacto negativo, embora pouco significativo, nos Açores, sugerindo que empresas mais antigas enfrentaram maiores dificuldades de adaptação às condições da crise. Em termos de ROE, o impacto da idade foi significativamente negativo no Algarve, mas não significativo nas outras regiões. Durante a pandemia de COVID-19, a idade das empresas teve um impacto positivo e altamente significativo sobre o ROA no Algarve, indicando que empresas mais antigas conseguiram utilizar sua experiência para obter maior rentabilidade sobre os ativos. No ROE, a idade também teve um impacto positivo e significativo no Algarve e na Madeira, sugerindo que empresas mais antigas tiveram maior resiliência em termos de retorno sobre o capital próprio.

Este modelo realça o modo como as crises económicas moderaram o impacto das variáveis explicativas sobre a rentabilidade das empresas hoteleiras nas regiões de estudo. As crises demonstraram que a tangibilidade foi um fator crucial para a resiliência das empresas durante a pandemia de COVID-19, particularmente no Algarve e na Madeira. De forma contrária, o endividamento demonstrou-se especialmente prejudicial durante a crise financeira de 2008 nos Açores e durante a pandemia no Algarve e na Madeira. A liquidez geral foi mais significativa na pandemia, com um impacto negativo sobre a rentabilidade das empresas, principalmente na Madeira. Por fim, a idade das empresas teve um efeito positivo durante a pandemia, em particular no Algarve e na RAM, enquanto durante a crise financeira de 2008 as empresas mais antigas enfrentaram dificuldades no Algarve, em ROE, e nos Açores, em ROA. Estes resultados sugerem que a capacidade de adaptação à conjuntura económica, é um fator crítico para a sobrevivência e para o sucesso das empresas hoteleiras durante períodos de crise.

5.3. Resultados dos modelos: hipóteses e objetivos alcançados

Os Modelos 1 e 2 foram desenvolvidos para avaliar o impacto das crises económicas (crise financeira de 2008 e pandemia de COVID-19) na rentabilidade das empresas hoteleiras nas regiões do Algarve, Açores e Madeira. As variáveis explicativas — tangibilidade, endividamento, liquidez geral, idade e dimensão — foram analisadas para verificar se influenciam a rentabilidade de forma diferente em tempos de crise. O Modelo 1 focou-se

essencialmente nas relações gerais dessas variáveis com a rentabilidade, enquanto o Modelo 2 incorporou as crises como variáveis moderadoras para aprofundar a análise dos impactos das crises. Desta forma, é possível rejeitar, ou não, as hipóteses formuladas:

H1a – Existe uma relação negativa entre a tangibilidade e a rentabilidade das empresas do setor hoteleiro.

Os resultados do Modelo 1 indicam que a tangibilidade teve um impacto negativo e significativo no ROA na região do Algarve e no ROE no Algarve e na Madeira, confirmando que empresas com mais ativos tangíveis tendem a ser menos rentáveis, provavelmente devido aos custos elevados de manutenção e à menor flexibilidade financeira desses ativos, como sugerido por Solyukova et al. (2023). Nos Açores, a tangibilidade não apresentou impacto significativo. Desta forma, não rejeitamos a hipótese *H1a*, pois foi confirmada uma relação negativa entre tangibilidade e rentabilidade em algumas regiões.

H1b – O efeito negativo da tangibilidade na rentabilidade das empresas hoteleiras é reforçado em períodos de crise.

No Modelo 2, foi demonstrado que, durante a crise financeira de 2008 e a pandemia de COVID-19, a tangibilidade teve um impacto positivo no ROE no Algarve e um impacto positivo mais generalizado em todas as regiões durante a pandemia. Isso sugere que, em tempos de crise, os ativos tangíveis podem atuar como uma base de resiliência para as empresas, fornecendo uma maior capacidade de garantia e de sustentação das operações em tempos de recessão, como indicado pelo estudo de İltaş e Demirgüneş (2020). A capacidade de usar ativos tangíveis para o financiamento pode explicar o efeito positivo observado durante períodos de crise. Desta forma, rejeitamos a hipótese *H1b*, uma vez que a tangibilidade não teve um efeito negativo reforçado, mas sim positivo em alguns contextos de crise.

H2a – O endividamento tem um impacto negativo na rentabilidade das empresas hoteleiras.

No primeiro modelo, o endividamento teve um impacto negativo e significativo no ROE e no ROA em todas as regiões, especialmente na RAM, em linha com os estudos de Magoutas et al., (2016) e Ben Aissa e Goaid, (2016). Desta forma, não rejeitamos a hipótese *H2a*, pois o endividamento demonstrou ser prejudicial à rentabilidade das empresas.

H2b – O efeito negativo do endividamento na rentabilidade das empresas hoteleiras é reforçado em períodos de crise.

No segundo modelo, revelou-se que esse impacto foi mais pronunciado durante as crises, especialmente nos Açores, durante a crise financeira de 2008, e no Algarve e na Madeira, durante a pandemia de COVID-19. Estes resultados estão em linha com estudos incluídos na

revisão de literatura que sugerem que, em tempos de crise, o endividamento pode se tornar um peso significativo, reduzindo a flexibilidade financeira das empresas e aumentando a vulnerabilidade a pressões financeiras externas (Magoutas et al., 2016). Durante períodos de crise, as receitas decrescem, enquanto os compromissos com a dívida permanecem constantes, refletindo-se em efeitos negativos do endividamento sobre a rentabilidade. Portanto, não rejeitamos a hipótese *H2b*, pois o endividamento mostrou-se ainda mais prejudicial em tempos de crise.

H3a – A liquidez geral está positivamente relacionada com a rentabilidade das empresas hoteleiras.

Os resultados indicam, no modelo 1, que a liquidez teve um impacto negativo no ROE e no ROA no Algarve, sugerindo que possa ter havido uma má gestão de liquidez ou que os ativos líquidos foram mantidos de forma excessiva, comprometendo o reinvestimento em atividades mais rentáveis. Nos Açores e na Madeira, a liquidez não teve impacto significativo. Desta forma, rejeitamos a hipótese *H3a*, já que a liquidez não teve o impacto positivo esperado sobre a rentabilidade.

H3b – A liquidez geral está positivamente relacionada com a rentabilidade das empresas hoteleiras em períodos de crises.

No modelo 2 foi indicado que, durante a pandemia de COVID-19, a liquidez teve um impacto negativo significativo no ROE no Algarve e na Madeira. Esses resultados são consistentes com a ideia de que, durante crises, as empresas podem acumular liquidez de forma excessiva ou ineficiente, comprometendo o uso desses recursos para oportunidades de investimento rentáveis. Conforme o estudo de Li et al. (2020), o excesso de liquidez pode ser prejudicial em períodos de crise, pois pode sinalizar uma postura defensiva, em vez de proativa, na busca de rentabilidade. Assim, rejeitamos a hipótese *H3b*, pois a liquidez não teve o impacto positivo esperado durante as crises.

H4a – A antiguidade das empresas afeta a rentabilidade das empresas hoteleiras de forma diferente em cada uma das regiões.

A antiguidade demonstrou no primeiro modelo um impacto positivo no ROE no Algarve, mas um impacto negativo no ROA da mesma região, sugerindo que empresas mais antigas podem gerar maior rentabilidade para os acionistas, mas nem sempre para os ativos. Nos Açores e na Madeira, a antiguidade não teve impacto significativo. Portanto, rejeitamos parcialmente a hipótese *H4a*, pois o efeito da antiguidade foi positivo em alguns contextos, mas não de forma generalizada.

H4b – A antiguidade das empresas afeta a rentabilidade das empresas hoteleiras de forma diferente em cada uma das regiões em períodos de crise.

No modelo 2, durante a pandemia de COVID-19, a antiguidade das empresas demonstrou um impacto positivo e significativo no ROA na região do Algarve. Este resultado sugere que empresas mais antigas, com maior experiência acumulada, podem possuir uma capacidade superior de adaptação em tempos de adversidade. No entanto, durante a crise financeira de 2008, a antiguidade apresentou um impacto negativo no ROA das empresas situadas nos Açores, o que pode indicar que empresas mais estabelecidas podem ser menos flexíveis a responder a choques financeiros repentinos. No que se refere ao ROE, observa-se uma divergência de efeitos: na crise financeira de 2008, as empresas mais antigas do Algarve foram negativamente impactadas, enquanto, durante a crise de COVID-19, a antiguidade revelou um efeito significativamente positivo, tanto no Algarve quanto na Região Autónoma da Madeira, sugerindo que, em crises sanitárias, a experiência pode desempenhar um papel crucial na resiliência da rentabilidade. Estes resultados são consistentes com estudo de Magoutas et al. (2016), que destaca que a idade pode ser uma vantagem em alguns contextos e uma desvantagem noutros. Assim, não rejeitamos a hipótese *H4b*, pois a antiguidade afeta a rentabilidade de forma diferenciada em cada crise e região.

H5a – Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a rentabilidade no setor hoteleiro.

Os resultados da dimensão no modelo 1 demonstram ser um fator positivo e significativo para a rentabilidade, refletindo as vantagens competitivas de empresas maiores – como maior poder de negociação, acesso facilitado a capital e economias de escala –, como observado por Agiomirgianakis et al. (2013). Desta forma, não rejeitamos a hipótese *H5a*.

H5b – Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a rentabilidade no setor hoteleiro em anos de crise.

Conforme mencionado, as variáveis moderadoras que envolvem a dimensão apresentaram valores de VIF muito altos e multicolinearidade, o que indicou a necessidade de excluir a variável dimensão do modelo 2, impossibilitando a análise do seu papel específico durante as crises. Desta forma, não é possível confirmar a hipótese *H5b*.

H6a – Crises económicas e sanitárias, como a crise financeira de 2008 e a pandemia de COVID-19, exercem um impacto negativo na rentabilidade das empresas hoteleiras das três regiões em estudo.

Como esperado, tanto a crise financeira de 2008 como a pandemia de COVID-19 tiveram um impacto negativo no ROA e no ROE. Portanto, não rejeitamos a hipótese *H6a*.

H6b – A crise financeira de 2008 e a crise de COVID-19 afetaram de forma distinta a rentabilidade das empresas hoteleiras nas regiões estudadas.

No modelo 1, verificamos que a crise financeira de 2008 teve um impacto mais severo nos Açores, enquanto a pandemia de COVID-19 afetou de modo mais acentuado o Algarve e a Madeira, confirmando que as crises afetaram as regiões de forma distinta, como indicado por Lima Santos et al. (2022). Desta forma, não rejeitamos a hipótese *H6b*.

Em conclusão, os principais objetivos deste estudo foram alcançados. A análise do desempenho do setor hoteleiro, medido pelo ROA e ROE, nas regiões do Algarve, Açores e Madeira, entre 2006 e 2021, permitiu avaliar o impacto das duas crises. Os resultados revelaram que ambas as crises afetaram negativamente a rentabilidade, com a COVID-19 a causar um impacto mais severo e uniforme nas três regiões, enquanto a crise financeira de 2008 teve maior impacto nos Açores.

Relativamente ao segundo objetivo, foram identificados os determinantes da rentabilidade, como a tangibilidade, endividamento, liquidez, idade e dimensão das empresas, e os seus efeitos para a rentabilidade em anos de crise. O endividamento demonstrou ser um fator negativo para a rentabilidade, especialmente em períodos de crise, enquanto a dimensão e a antiguidade das empresas mostraram efeitos variados, dependendo da crise e da região. A tangibilidade teve um impacto negativo em tempos normais, mas demonstrou ser um fator de resiliência em tempos de crise.

6. Conclusões

6.1. Considerações finais

O presente estudo teve como principal objetivo avaliar o impacto das crises económicas, nomeadamente a crise financeira de 2008 e a pandemia de COVID-19, na rentabilidade das empresas do setor hoteleiro em três regiões turísticas de Portugal: Algarve, RAA e RAM. Através da aplicação de modelos de regressão com dados em painel, foi possível analisar a influência de variáveis financeiras e não financeiras sobre o desempenho das empresas em tempos de crise.

Para alcançar esses objetivos, utilizou-se uma metodologia de dados em painel, com base numa amostra de empresas do setor hoteleiro. A análise foi realizada através de modelos de regressão com efeitos fixos, permitindo avaliar o comportamento das variáveis ao longo do tempo e sob diferentes condições económicas. A estratégia focou-se em testar hipóteses que relacionavam as variáveis estudadas, conforme a revisão de literatura, com a performance financeira das empresas, tanto em períodos de crise como fora deles.

No primeiro modelo, as variáveis analisadas, incluindo tangibilidade, endividamento, liquidez, idade, dimensão e as crises, mostraram ter influência na rentabilidade. No segundo modelo, onde as crises foram consideradas como variáveis moderadoras, verificaram-se alterações no comportamento dessas variáveis durante os períodos de crise.

Os principais resultados revelam que o impacto das crises na rentabilidade das empresas hoteleiras varia conforme as características de cada empresa e região. De modo geral, a tangibilidade dos ativos demonstrou um efeito negativo na rentabilidade, exceto durante períodos de crise, durante os quais as empresas com mais ativos tangíveis pareceram mais resilientes, indicando que, durante crises, a posse de ativos tangíveis pode aumentar a capacidade de a empresa obter financiamento e sustentar as suas operações. O endividamento, por outro lado, teve um impacto consistentemente negativo, agravado em períodos de crise, demonstrando que empresas mais endividadas estão mais vulneráveis em períodos de crise devido às dificuldades em cumprir compromissos financeiros, como o pagamento de juros. A liquidez, embora normalmente associada a uma boa gestão, mostrou-se prejudicial à rentabilidade quando excessiva, sobretudo durante a pandemia de COVID-19. Este facto pode ser explicado uma vez que, em períodos de crise, o excesso de liquidez pode fazer com que as empresas assumam uma postura defensiva, em vez de proativa, na busca de rentabilidade. De

notar ainda que os subsídios disponibilizados pelo estado em forma de apoio durante a pandemia podem ter contribuído para o excesso de liquidez. A dimensão das empresas, demonstrou um efeito positivo na rentabilidade, indicando que empresas maiores são mais eficientes em anos de não crise, essencialmente devido a fatores como economias de escala, maior acesso a capital e maior poder negocial. Como esperado, a idade das empresas apresenta resultados contrastantes. Em alguns cenários, a experiência acumulada das empresas mais antigas foi associada a melhor rentabilidade. No entanto, durante a crise financeira de 2008, empresas mais antigas enfrentaram maiores dificuldades, sugerindo que a antiguidade pode ter levado a uma menor flexibilidade e capacidade de adaptação à mudança, tornando-as mais vulneráveis em períodos de crise.

As crises afetaram as regiões de maneiras distintas. Durante a crise financeira de 2008, a RAA foi mais afetada em termos de rentabilidade, enquanto na pandemia de COVID-19 os efeitos variaram entre indicadores. A RAM foi a região mais afetada no que diz respeito ao ROA, refletindo uma queda mais acentuada na rentabilidade dos ativos. Já no caso do ROE, o Algarve apresentou a maior redução durante a pandemia, indicando que as empresas desta região tiveram maior dificuldade em gerar retorno sobre o capital próprio nesses anos. Essas variações destacam o modo como o impacto das crises pode ser específico a cada região, dependendo das suas características económicas e empresariais.

6.2. Contribuições

As principais contribuições deste estudo para a literatura incluem uma análise regional diferenciada que explora de que forma as crises económicas afetam a rentabilidade das empresas hoteleiras nas regiões do Algarve, Açores e Madeira, acrescentando uma compreensão mais aprofundada das particularidades de cada região e da sua resistência a crises. Além disso, o estudo oferece uma comparação detalhada entre os efeitos de duas crises distintas – a crise financeira de 2008 e a pandemia de COVID-19 – sobre a rentabilidade, destacando como esses impactos variam entre o ROA e o ROE e entre as diferentes regiões e empresas.

Outro contributo significativo é a análise dos determinantes financeiros e não financeiros da rentabilidade, que ajuda a clarificar os seus efeitos, muitas vezes não consensuais, sobre o desempenho das empresas. A inclusão de um modelo que considera as crises como variáveis moderadoras é igualmente importante, pois permite demonstrar como essas crises influenciam a relação entre os determinantes e a rentabilidade das empresas.

Por fim, a utilização de modelos de dados em painel com efeitos fixos também acrescenta rigor metodológico, captando variações ao longo do tempo e entre as regiões, oferecendo uma abordagem robusta da investigação

Em termos de contribuições práticas, podem ser extraídas conclusões significativas a partir dos resultados deste estudo, que poderão apoiar o setor hoteleiro, de modo que este continue a desempenhar o seu papel essencial na economia das regiões do Algarve, Açores e Madeira. Por exemplo, a relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade sublinha a necessidade de as empresas hoteleiras promoverem uma gestão financeira mais prudente, que reduza a dependência das empresas de financiamentos externos, privilegiando as fontes internas, como a utilização dos resultados de exercícios de períodos anteriores para reinvestimento. É útil ainda compreender que os resultados demonstraram que a tangibilidade dos ativos, apesar do impacto negativo na rentabilidade em períodos normais, revela-se um fator-chave para a resiliência das empresas em tempos de crise. Desta forma, as empresas devem investir de forma estratégica em ativos tangíveis de modo a mitigar riscos e garantir a continuidade das operações, em períodos de crise. As empresas deste setor devem, também, manter níveis de liquidez que permitam que honrem as suas obrigações financeiras de curto prazo, evitando, contudo, acumular recursos que poderiam ser mais produtivamente investidos.

6.3. Limitações e recomendações para investigação futura

Este estudo apresenta algumas limitações que devem ser consideradas na interpretação dos resultados. Em primeiro lugar, a base de dados utilizada, embora robusta, não contempla todas as variáveis macroeconómicas e microeconómicas que poderiam influenciar a rentabilidade das empresas hoteleiras, como, por exemplo, políticas fiscais regionais ou subsídios governamentais que podem ter desempenhado um papel relevante durante as crises, especialmente no COVID-19. Foram ainda excluídas as variáveis qualitativas como, por exemplo, os níveis de qualificação dos gestores hoteleiros.

Além disso, a análise foi limitada às empresas do setor hoteleiro classificadas com o CAE 551, no contexto das regiões do Algarve, Açores e Madeira, o que restringe a generalização dos resultados para outros setores, regiões ou países.

Como explicado anteriormente, a definição da *dummy* para a crise financeira de 2008 foi considerada para o período de 2010 a 2014, com base nos dados disponíveis sobre a média nacional da rentabilidade das empresas hoteleiras. Esta escolha pode não refletir totalmente as diferentes fases da crise ou o seu prolongamento, em cada região.

De um modo geral, as investigações futuras devem considerar a inclusão de variáveis macroeconómicas e microeconómicas adicionais, como políticas fiscais e subsídios governamentais. Além disso, é recomendável refinar a definição das variáveis que capturam o impacto das crises económicas, como a crise financeira de 2008, utilizando marcos temporais mais específicos que possam refletir diferentes fases da crise, como o início, auge e recuperação, tendo em conta cada região de análise. Recomenda-se ainda uma expansão para outros contextos geográficos, tanto em Portugal como a nível internacional, de modo a fornecer uma compreensão e comparação mais ampla, de acordo com as estruturas económicas e políticas que influenciam a resiliência das empresas hoteleiras.

7. Bibliografia

- Abeyrathna, S. P. G. M., & Priyadarshana, A. J. M. (2019). Impact of Firm size on Profitability. *International Journal of Scientific and Research Publications (IJSRP)*, 9(6). <https://doi.org/10.29322/ijsrp.9.06.2019.p9081>
- Agiomirgianakis, G., Magoutas, A., & Sfakianakis, G. (2013). Determinants of Profitability in the Greek Tourism Sector Revisited: The Impact of the Economic Crisis. *Journal of Tourism and Hospitality Management*, 1(1).
- Ahmad, N., Salman, A., & Shamsi, A. F. (2015). Impact of Financial Leverage on Firms ' Profitability : An Investigation from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal Of Finance And Accounting*, 6(7).
- Akben-Selcuk, E. (2016). DOES FIRM AGE AFFECT PROFITABILITY? EVIDENCE FROM TURKEY. *International Journal of Economic Sciences*, V(3). <https://doi.org/10.20472/es.2016.5.3.001>
- Almeida, A. (2023). Tourism Development and Economic Growth: The Validity of the Tourism-Led Growth Hypothesis for Madeira. *Revista Portuguesa de Estudos Regionais*, 65. <https://doi.org/10.59072/rper.vi65.579>
- ALMEIDA, F., & SILVA, O. (2020). The Impact of COVID-19 on Tourism Sustainability: Evidence from Portugal. *Advances in Hospitality and Tourism Research (AHTR)*, 8(2). <https://doi.org/10.30519/ahtr.775340>
- Almira, N. P. A. K., & Wiagustini, N. L. P. (2020). RETURN ON ASSET, RETURN ON EQUITY, DAN EARNING PER SHARE BERPENGARUH TERHADAP RETURN SAHAM. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 9(3). <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2020.v09.i03.p13>
- Assaf, A. G., Josiassen, A., & Agbola, F. W. (2015). Attracting international hotels: Locational factors that matter most. *Tourism Management*, 47. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2014.10.005>
- Awaliyah, S., Anggono, D., Syah, T. Y. R., & Bertuah, E. (2021). Impact of empiris profitability, growth, size firm, tangibility on capital structure of the hotel industry. *International Journal of Tourism and Hospitality*, 1(2). <https://doi.org/10.51483/ijth.1.2.2021.21-33>
- Bacik, R., Fedorko, R., Gavurova, B., Ivankova, V., & Rigelsky, M. (2020). Differences in financial performance between various categories of hotels in the visehrad group countries. *Journal of International Studies*, 13(2). <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-2/19>
- Banco de Portugal. (2024). *Quadros do Setor*. <https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards>
- Ben Aissa, S., & Goaid, M. (2016). Determinants of Tunisian hotel profitability: The role of managerial efficiency. *Tourism Management*, 52. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2015.07.015>
- Bordeianu, G.-D., & Radu, F. (2020). Basic Types of Financial Ratios Used to Measure a Company's Performance. *Economy Transdisciplinary Cognition*, 23.
- Casal-Ribeiro, M., Boavida-Portugal, I., Peres, R., & Seabra, C. (2023). Review of Crisis Management Frameworks in Tourism and Hospitality: A Meta-Analysis Approach. Em *Sustainability (Switzerland)* (Vol. 15, Número 15). <https://doi.org/10.3390/su151512047>
- Chairunisa, S. S., Karyatun, S., & Digidowiseiso, K. (2023). The Effect of Total Assets Turnover, Debt to AssetsRa-o, Cash Ra-o and Current Ra-o on Financial Performance of Companies The Hotel, Restaurant and Tourism Subsector in IDXfor The Period 2016-2020. *Syntax Admiration*, 4(3), 548–558.
- Costa, V., & Costa, C. (2019). Competitiveness and business performance in the portuguese hotel industry. *Proceedings of the International Conference on Tourism Research*.

- Costa, V., & Costa, C. (2024). Tourism, economic development and the corporate performance of the hospitality industry: An empirical study of Portuguese tourism regions. *European Journal of Tourism Research*, 38(3816).
- Cunha, L., & Abrantes, A. (2023). *Introdução ao Turismo*. LIDEL.
- de Fátima Brilhante, M., & Rocha, M. L. (2023). COVID-19 pre-pandemic tourism forecasts and Post-pandemic signs of recovery assessment for Portugal. *Research in Globalization*, 7. <https://doi.org/10.1016/j.resglo.2023.100167>
- Dimitrić, M., Tomas Žiković, I., & Arbula Blečić, A. (2019). Profitability determinants of hotel companies in selected Mediterranean countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 32(1). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1642785>
- Dodoo, R. N. A., Appiah, M., & Donkor, D. T. (2020). Examining the factors that influence firm performance in Ghana: a GMM and OLS approach. *National Accounting Review*, 2(3), 309–323.
- Doğan, M. (2013). Does Firm Size Affect The Firm Profitability ? Evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4).
- Droj, L., & Droj, G. (2021). Considerations Regarding The Impact Of The Covid-19 Pandemics Over The Financial Performance At The Level Of The Tourism Companies Operating In Central And Eastern Europe. *Annals of Faculty of Economics*, 30(2), 291–298.
- Dwi, D. A. (2012). PENGARUH INTELLECTUAL CAPITAL TERHADAP RETURN ON ASSET (ROA) PERBANKAN. *Nominal, Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen*, 1(1). <https://doi.org/10.21831/nominal.v1i1.992>
- Fareed, Z., Ali, Z., Shahzad, F., Nazir, M. I., & Ullah, A. (2016). Determinants of Profitability: Evidence from Power and Energy Sector. *Studia Universitatis Babe-Bolyai Oeconomica*, 61(3). <https://doi.org/10.1515/subboec-2016-0005>
- Gai, L., Ielasi, F., & Ventisette, E. (2016). Overcoming Borders: a Financial Analysis of Tourism Sector in Italy. *Journal of Economics and Development Studies*, 5(4). <https://doi.org/10.15640/jeds.v5n2a2>
- Gomes, L., Pereira, C., & Coelho, M. (2023). Determinants of Indebtedness in Expanding Portuguese Hotels. *Sustainability (Switzerland)*, 15(10). <https://doi.org/10.3390/su15108397>
- Gössling, S., Scott, D., & Hall, C. M. (2020). Pandemics, tourism and global change: a rapid assessment of COVID-19. *Journal of Sustainable Tourism*. <https://doi.org/10.1080/09669582.2020.1758708>
- Gozali, M., Saputra, M. A., Dewi, N. D. T., & Budianto, E. W. H. (2023). PEMETAAN PENELITIAN SEPUTAR VARIABEL DETERMINAN RETURN ON EQUITY (ROE) PADA PERBANKAN SYARIAH: STUDI BIBLIOMETRIK VOSVIEWER DAN LITERATURE REVIEW. *IDEI: Jurnal Ekonomi & Bisnis*, 4(1). <https://doi.org/10.38076/ideijeb.v4i1.151>
- Hall, C. M., Prayag, G., & Amore, A. (2017). Tourism and resilience: Individual, organisational and destination perspectives. Em *Tourism and Resilience: Individual, Organisational and Destination Perspectives*. <https://doi.org/10.21832/HALL6300>
- Hardwick, P. (1997). Measuring cost inefficiency in the UK life insurance industry. *Applied Financial Economics*, 7(1). <https://doi.org/10.1080/096031097333835>
- Hau NGUYEN, V., Thu Cuc NGUYEN, T., Thu NGUYEN, V., & Tai, D. DO. (2021). Internal Factors Affecting Firm Performance: A Case Study in Vietnam. *Journal of Asian Finance*, 8(5).
- Horak, J., Krulicky, T., Rowland, Z., & Machova, V. (2020). Creating a comprehensive method for the evaluation of a company. *Sustainability (Switzerland)*, 12(21). <https://doi.org/10.3390/su12219114>

- Hunjra, A. I., Chani, M. I., Javed, S., Naeem, S., & Ijaz, M. S. (2014). Impact of Micro Economic Variables on Firms Performance. Em *International Journal of Economics and Empirical Research* (Vol. 2, Número 2).
- Ichsan, S., & Suhardi, A. R. (2015). The Effect of Return on Equity (ROE) and Return on Investment (ROI) on Trading Volume. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.118>
- İltaş, Y., & Demirgüneş, K. (2020). Asset Tangibility and Financial Performance: A Time Series Evidence. *Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(2). <https://doi.org/10.31592/aeusbed.731079>
- Instituto Nacional de Estatística. (2023). *Contas Nacionais - SEC2010, base 2016*. https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_cnacionais2010b2016&menuBOUI=13707095&contexto=cr&selTab=tab3&perfil=392023561&INST=391966542
- Instituto Nacional de Estatística. (2024). *Conta Satélite do Turismo 2023*. https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdestboui=646121022&DESTAQUESmodo=2
- Irungu, A. M., Muturi, P. W., Nasieku, T., & No, I. (2018). Effect of Asset Tangibility on Financial Performance of Listed Firm in The Nairobi Securities Exchange. *Journal of Finance and Accounting*, 2(3).
- Kalaš, B., Mirović, V., & Pavlović, N. (2019). *PROFITABILITY DETERMINANTS OF HOTEL INDUSTRY IN AP VOJVODINA*. <https://doi.org/10.31410/tmt.2019.47>
- Karanović, G. (2023a). Exploring the impact of company size and longevity on the profitability resilience of hospitality companies during the COVID-19 pandemic. *Economic and Social Development*.
- Karanović, G. (2023b). Exploring the intrinsic factors influencing return on assets: A case study of the hotel industry in selected EU countries. *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research (IJBESAR)*, 16(1), 54–61.
- Lado-Sestayo, R., Otero-González, L., Vivel-Búa, M., & Martorell-Cunill, O. (2016). Impact of location on profitability in the Spanish hotel sector. *Tourism Management*, 52. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2015.07.011>
- Lado-Sestayo, R., Vivel-Búa, M., & Otero-González, L. (2020). Connection between hotel location and profitability drivers: an analysis of location-specific effects. *Current Issues in Tourism*, 23(4). <https://doi.org/10.1080/13683500.2018.1538203>
- Li, K., Musah, M., Kong, Y., Adjei Mensah, I., Antwi, S. K., Bawuah, J., Donkor, M., Coffie, C. P. K., & Andrew Osei, A. (2020). Liquidity and Firms' Financial Performance Nexus: Panel Evidence From Non-Financial Firms Listed on the Ghana Stock Exchange. *SAGE Open*, 10(3). <https://doi.org/10.1177/2158244020950363>
- Lim, Y. F., Yahaya, S. S. S., & Ali, H. (2016). Winsorization on linear discriminant analysis. *AIP Conference Proceedings*, 1782. <https://doi.org/10.1063/1.4966100>
- Lima Santos, L., Gomes, C., Malheiros, C., & Campos, F. (2022). Measuring the hotels' performance using profitability ratios. Em *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* (Vol. 26, Número S6).
- Lima Santos, L., Gomes, C., Malheiros, C., & Lucas, A. (2021). Impact Factors on Portuguese Hotels' Liquidity. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4). <https://doi.org/10.3390/jrfm14040144>
- Lucas, A., & Ramires, A. (2022). DIRECTIONS FOR MANAGEMENT IN SMALL AND MEDIUM HOTELS AND RESTAURANTS COMPANIES. *Geojournal of Tourism and Geosites*, 40(1). <https://doi.org/10.30892/GTG.40125-821>
- Lumbantobing, I. P., Sulivyo, L., Sukmayuda, D. N., & Riski, A. D. (2020). The Effect of Debt to Asset Ratio and Debt to Equity Ratio on Return on Assets in Hotel, Restaurant, and Tourism Sub Sectors Listed on Indonesia Stock Exchange for the 2014-2018 Period.

- International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 7(9).
<https://doi.org/10.18415/ijmmu.v7i9.1982>
- Magoutas, A., Papadoudis, G., & Sfakianakis, G. (2016). The Financial Performance of Greek Hotels Before and During the Crisis. *Journal of Investment and Management*, 5(6).
<https://doi.org/10.11648/j.jim.20160506.23>
- Magoutas, A., Papadoudis, G., & Sfakianakis, G. (2018). Determinants of profitability in the Greek tourism sector - Assessing the effect of the crisis. *International Journal of Tourism Policy*, 8(1). <https://doi.org/10.1504/IJTP.2018.090321>
- Menicucci, E. (2018). The influence of firm characteristics on profitability: Evidence from Italian hospitality industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 30(8). <https://doi.org/10.1108/IJCHM-04-2017-0219>
- Migliaccio, G. (2018). The profitability of Italian hotels during and after the 2008 Economic Crisis. *African Journal of Hospitality, Tourism and Leisure*, 7(6).
- Mitrović, A., Knežević, S., & Milašinović, M. (2021). Profitability analysis of hotel companies in the Republic of Serbia. *Menadžment u hotelijerstvu i turizmu*, 9(1).
<https://doi.org/10.5937/menhottur2101121m>
- Monea, M. (2011). the Relevance of the Performance Indicators in Economic and Financial Diagnosis. *Annals of the University of Petrosani : Economics*, 11(4).
- Musah, M., Kong, Y., & Antwi, S. K. (2019). The Relationship between Liquidity and the Financial Performance of Non-Financial Firms Listed on the Ghana Stock Exchange (GSE). *International Journal of Finance and Commerce*, 1(4).
- Nicola, M., Alsafi, Z., Sohrabi, C., Kerwan, A., Al-Jabir, A., Iosifidis, C., Agha, M., & Agha, R. (2020). The socio-economic implications of the coronavirus pandemic (COVID-19): A review. *Em International Journal of Surgery* (Vol. 78).
<https://doi.org/10.1016/j.ijsu.2020.04.018>
- Nireesh, J. A., & Velnampy, T. (2014). Firm Size and Profitability: A Study of Listed Manufacturing Firms ed Manufacturing Firms in Sri Lanka. *International Journal of Business and Management*, 9(4). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v9n4p57>
- Nunes, L. J. R., Raposo, M. A. M., & Pinto Gomes, C. J. (2020). The impact of tourism activity on coastal biodiversity: A case study at Praia da Cova Redonda (Algarve—Portugal). *Environments - MDPI*, 7(10). <https://doi.org/10.3390/environments7100088>
- Odusanya, Abidemi, I., Ganiyu Yinusa, O., & Ilo, B. M. (2018). Determinants of firm Profitability in Nigeria: Evidence from dynamic panel models. *SPOUDAI Journal of Economics and Business*, 68(1).
- Ognjanović, J. (2020). The Role of Visible Intangible Assets in Improving Business Performance of Hotel Companies. *Tourism International Scientific Conference Vrnjačka Banja - TISC*, 5(1), 314–331.
- Panjaitan, I. V., & Supriyati, D. (2023). The Effect of Profitability and Leverage on Firm Value with Firm Size as a Moderating Variable. *Research of Finance and Banking*, 1(1).
<https://doi.org/10.58777/rfb.v1i1.34>
- Peiró-Signes, A., Segarra-Oña, M. del V., Miret-Pastor, L., & Verma, R. (2015). The Effect of Tourism Clusters on U.S. Hotel Performance. *Cornell Hospitality Quarterly*, 56(2).
<https://doi.org/10.1177/1938965514557354>
- Pereira, B., Alves, J., & Moutinho, N. (2022). Debt of Hotel Companies: The Impact of Company Characteristics and Crisis Periods. *Proceedings of the International Conference on Tourism Research, 2022-May*. <https://doi.org/10.34190/ictr.15.1.124>
- Pervan, M., & Višić, J. (2012). INFLUENCE OF FIRM SIZE ON ITS BUSINESS SUCCESS. *Croatian Operational Research Review (CRORR)*, 3.
- Planinc, T., Bojnec, Š., & Ivankovič, G. (2013). Measuring Performance in the Hospitality Sector: Financial vs. Statistical Data. *Academica Turistica*, 1(6), 39–48.

- Puspitasari, E., Sudiyatno, B., Hartoto, W. E., & Widati, L. W. (2021). Net Interest Margin and Return on Assets: A Case Study in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4). <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0727>
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 71. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>
- Redjeki, F., Narimawati, U., & Priadana, S. (2021). Marketing Strategies Used by Hospitality Businesses in Times of Crisis of the COVID-19 Pandemic: Case Study. *ENDLESS: International Journal of Future Studies*, 4(1). <https://doi.org/10.54783/endless.v4i1.49>
- Saputra, F. (2022). Analysis Effect Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE) and Price Earning Ratio (PER) on Stock Prices of Coal Companies in the Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2018-2021. *DIJEFA: Dinasti Internasional Journal of Economics, Finance and Accounting*, 3(1).
- Schoeman, I., & Petersen, M. A. (2008). Modeling of Banking Profit via Return-on-Assets and Return-on-Equity. *Proceedings of the World Congress on Engineering*, 2(July 2008).
- Scott, D., Hall, C. M., & Gössling, S. (2012). Tourism and Climate Change: Impacts, adaptation and mitigation. *Em Tourism and Climate Change: Impacts, Adaptation and Mitigation*. <https://doi.org/10.4324/9780203127490>
- Sheela, S. C., & Karthikeyan, K. (2012). Financial Performance of Pharmaceutical Industry in India using DuPont Analysis. *European Journal of Business and Management*, 4(14), 84–91.
- Solyukova, N., Viegas, C., & Pinto, P. (2023). Firm-Specific Factors Influencing the Performance of Young Small and Micro-Sized Firms Located in Algarve: The Case of the Tourism-Related Sector. *Tourism*, 71(1). <https://doi.org/10.37741/T.71.1.2>
- Soni, T. K., Arora, A., & Le, T. (2023). Firm-Specific Determinants of Firm Performance in the Hospitality Sector in India. *Sustainability (Switzerland)*, 15(1). <https://doi.org/10.3390/su15010554>
- Sudiyatno, B., & Sari, S. M. (2013). Determinants of debt policy: An empirical studying Indonesia stock exchange. *Educational Research*, 4(1).
- Sugito, P., Noormansyah, I., & Nasution, N. (2018). The Influence Of Profitability On Stock Return With Inflation As A Moderating Variable. *Indonesian Journal of Business, Accounting and Management*, 1(02). <https://doi.org/10.36406/ijbam.v1i2.566>
- Thommandru, A., Espinoza-Maguiña, M., Ramirez-Asis, E., Ray, S., Naved, M., & Guzman-Avalos, M. (2023). Role of tourism and hospitality business in economic development. *Materials Today: Proceedings*, 80. <https://doi.org/10.1016/j.matpr.2021.07.059>
- Torres-Reyna, O. (2014). Panel Data Analysis Fixed & Random Effects. *Princeton University*, <http://www.princeton.edu/~otorres/>.
- Turismo de Portugal. (2023, Junho 29). *Empreendimentos Turísticos*. Turismo de Portugal. https://business.turismodeportugal.pt/pt/Planear_Iniciar/Como_comecar/Empreendimento_Turísticos/Paginas/default.aspx
- Vojtekova, S., & Kliestik, T. (2024). The Impact of the Covid-19 Pandemic on Profitability Indicators in the Hospitality Sector. *Management Dynamics in the Knowledge Economy*, 12(1), 39–53.
- Walters, G., Mair, J., & Lim, J. (2016). Sensationalist media reporting of disastrous events: Implications for tourism. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 28. <https://doi.org/10.1016/j.jhtm.2016.04.008>
- Weerathunga, P. R., Xiaofan, C., & Samarathunga, M. (2019). FIRM-SPECIFIC AND CONTEXTUAL DETERMINANTS OF SRI LANKAN CORPORATE HOTEL

- PERFORMANCE. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(3).
<https://doi.org/10.32479/ijefi.7880>
- Weerathunga, P. R., Xiaofang, C., Samarathunga, W. H. M. S., & Jayathilake, P. M. B. (2020).
The Relative Effect of Growth of Economy, Industry Expansion, and Firm-Specific
Factors on Corporate Hotel Performance in Sri Lanka. *SAGE Open*, 10(2).
<https://doi.org/10.1177/2158244020914633>